

ROYAUME DU MAROC



# RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE

---



ROYAUME DU MAROC



# RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE

---



## PRÉAMBULE

La loi n°103-12 relative aux établissements de crédit et organismes assimilés, entrée en vigueur en janvier 2015, a institué le Comité de Coordination et de Surveillance des Risques Systémiques (CCSRS), tout en lui confiant la mission de surveillance macroprudentielle du système financier marocain. Dans ce cadre et conformément aux dispositions de cette loi, la Direction du Trésor et des Finances Extérieures (DTFE) relevant du Ministère de l'Economie et des Finances a élaboré, en étroite coordination avec Bank Al-Maghrib, l'Autorité de Contrôle des Assurances et de la Prévoyance Sociale (ACAPS) et l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC), un projet de décret fixant la composition et les modalités de fonctionnement de ce Comité. Ce projet qui est en voie d'adoption, a été complété par un règlement intérieur définissant les modalités pratiques de coordination entre les entités membres du CCSRS.

Sur le plan opérationnel, le CCSRS qui a tenu deux réunions en 2016, a eu notamment à valider la feuille de route inter-autorités en matière de stabilité financière couvrant la période 2016-2018, à évaluer les risques pesant sur le système financier en s'appuyant sur la cartographie des risques systémiques et à approuver le rapport sur la stabilité financière au titre de l'année 2015.

Sur le plan analytique, les autorités de régulation du système financier ont poursuivi leurs actions de renforcement du dispositif d'analyse de la surveillance macroprudentielle. Au niveau du secteur bancaire, les travaux ont porté, en particulier, sur le développement de modèles et d'analyses macroprudentiels, l'examen des interactions avec la politique monétaire et l'affinement du cadre d'évaluation du risque de contagion émanant des filiales des institutions financières marocaines implantées à l'étranger.

Pour ce qui est du secteur des assurances, le cadre d'analyse a été revu en tenant compte du passage vers un régime prudentiel de solvabilité basée sur les risques. S'agissant du marché des capitaux, un chantier de refonte des indicateurs de risques y afférents a été lancé au quatrième trimestre 2016 avec l'assistance technique de la Banque Mondiale.

Pour ce qui est de la préparation à la résolution de crise, Bank Al-Maghrib a défini au premier semestre 2016, avec l'assistance technique du Fonds Monétaire International et de la Banque Mondiale et en concertation avec la DTFE, une feuille de route pour la mise en place d'un dispositif de résolution conforme aux standards internationaux.

Au chapitre de la communication, le CCSRS a publié pour la première fois des communiqués de presse à l'issue de ses deux réunions de 2016 en vue de renforcer la transparence de son action en matière de stabilité financière et de surveillance macroprudentielle. En outre, un symposium d'information et de sensibilisation sur la stabilité financière a été organisé au profit de l'encadrement relevant des autorités membres du CCSRS et du Ministère de l'Economie et des Finances.

\* \* \* \* \*

Le présent rapport sur la stabilité financière a été élaboré conjointement 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 impacts 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 capacité de résistance, à travers l'analyse des principaux risques afférents aux secteurs bancaire, assurantiel et celui des régimes de retraite ;
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.

Ces chapitres sont précédés d'une synthèse générale qui donne une vue d'ensemble sur les principales tendances économiques et financières en lien avec la stabilité financière.

# SOMMAIRE

SYNTHESE GENERALE .....	8
CHAPITRE 1 : DEVELOPPEMENTS MACROECONOMIQUES .....	13
I.1 Développements à l'échelle internationale .....	16
I.2 Développements macroéconomiques domestiques .....	26
CHAPITRE 2 : SITUATION FINANCIERE DES AGENTS NON FINANCIERS... 39	
II.1 Ménages .....	42
II.2 Entreprises non financières .....	53
CHAPITRE 3 : SOLIDITE DES INSTITUTIONS FINANCIERES .....	65
III.1 Secteur bancaire .....	68
III.2 Secteur des assurances .....	85
III.3 Régimes de retraite .....	97
III.4 Interconnexions entre les institutions financières .....	102
A. Interconnexions interbancaires sur le marché domestique .....	102
B. Interconnexions entre les banques et les compagnies d'assurances .....	102
C. Interconnexions entre les banques et leurs filiales à l'étranger .....	104
III.5 Enjeux liés aux risques technologiques et au développement de la finance durable .....	106
CHAPITRE 4 : MARCHES DE CAPITAUX, INFRASTRUCTURES DE MARCHE ET MONNAIE FIDUCIAIRE .....	111
IV.1 Marchés de capitaux .....	115
A. Marchés monétaire et obligataire .....	115
B. Marché boursier .....	124
C. Marché de la gestion d'actifs .....	130
D. Marché des prêts de titres .....	139
E. Investisseurs .....	143
IV.2 Infrastructures de marché .....	147
A. Système des Règlements Bruts du Maroc (SRBM) .....	149
B. Système Interbancaire Marocain de Télé-compensation (SIMT) .....	150
C. Système de Règlement-Livraison des titres (Maroclear) .....	152
D. Système de cotation de la Bourse des valeurs de Casablanca .....	155
E. Cyber-résilience .....	158
IV.3 Approvisionnement en monnaie fiduciaire .....	159
LISTE DES ABREVIATIONS .....	165

## SYNTHÈSE GÉNÉRALE

### **Le risque émanant de la position extérieure demeure faible en dépit de la hausse du déficit du compte courant**

En 2016, la croissance mondiale s'est affaiblie à 3,1% contre 3,4% un an auparavant, reflétant un ralentissement de l'activité dans les pays avancés et dans les principales économies émergentes. Quant aux conditions financières, elles demeurent entourées de plusieurs incertitudes en lien avec les effets du vote en faveur de la sortie du Royaume-Uni de l'Union Européenne, la montée du protectionnisme et les mesures de relance budgétaire annoncées par la nouvelle administration américaine.

Au cours des deux prochaines années, le FMI table sur une amélioration de la croissance mondiale découlant notamment de la reprise attendue de l'activité aussi bien des principaux pays avancés<sup>1</sup> que ceux émergents et exportateurs de produits de base bénéficiant de la hausse graduelle des cours des matières premières.

Au niveau national, le déficit du compte courant s'est accru à 4,4% du PIB après 2,1% en 2015 en lien avec le creusement du déficit commercial. Cette évolution résulte d'une augmentation substantielle des importations conjuguée à un dynamisme insuffisant des exportations<sup>2</sup>. Selon les projections de Bank Al-Maghrib, ce déficit devrait légèrement croître en 2017 avant de baisser en 2018, permettant aux réserves de change d'assurer une couverture de 6 mois d'importations à la fois en 2017 et en 2018. Compte tenu de ces niveaux, le risque émanant de la position extérieure demeure faible.

### **Economie nationale affectée par la contreperformance des activités agricoles et par l'atonie persistante du secteur non agricole**

L'atonie de l'activité économique nationale continue de peser sur le système financier marocain. En effet, l'accroissement du PIB s'est nettement replié à 1,2% après 4,5% en 2015, pâtissant de la morosité de l'activité non agricole dont la valeur ajoutée n'a évolué que de 2,2%<sup>3</sup> et de la contraction de celle du secteur agricole de 12,8%. Ce dernier a été impacté par des conditions climatiques défavorables, avec le déficit pluviométrique le plus important au cours des trente dernières années et une mauvaise répartition spatio-temporelle des précipitations.

Cette situation s'explique également, du côté de la demande, par la contribution négative des exportations nettes à la croissance du PIB de l'ordre de 4,7 points en 2016 après deux années de contributions positives.

1 En lien avec l'accélération de la croissance aux Etats-Unis.

2 Les importations ont connu une forte hausse de 15,4% en volume en 2016, nettement supérieure à celle des exportations, de l'ordre de 5,1%.

3 Taux de progression qui reste en deçà du potentiel de croissance d'avant crise (4,7% en moyenne entre 2003 et 2012).

Selon les projections de Bank Al-Maghrib, une reprise de l'économie nationale est prévue en 2017 à 4,4% et à 3,1% en 2018, grâce au rebond attendu en 2017 du secteur agricole et une amélioration progressive des activités non agricoles.

### **Ajustement budgétaire non poursuivi comme prévu et nouvelle hausse de l'endettement du Trésor**

La consolidation budgétaire entamée en 2013 ne s'est pas poursuivie, le déficit hors privatisation étant ressorti à 4,1% du PIB, soit un niveau supérieur à la prévision de la loi de finances. Ce dépassement résulte principalement d'une exécution au-dessus des prévisions des dépenses d'investissement et des remboursements de crédits de TVA ainsi que d'une rentrée en dons provenant des pays du Conseil de Coopération du Golfe (CCG) inférieure au montant programmé.

Dans ces conditions, l'endettement du Trésor est passé de 63,7% du PIB à 64,7% recouvrant une hausse de sa composante intérieure à 50,6% du PIB et une baisse de la dette extérieure pour la deuxième année consécutive s'établissant à 14,1% du PIB. La dette publique globale s'est creusée à 81,4% du PIB, tirée essentiellement par l'endettement extérieur des entreprises et établissements publics.

Tenant compte des prévisions de la loi de finances et de celles macroéconomiques de Bank Al-Maghrib, le risque de creusement du déficit budgétaire devrait s'atténuer et la dette du Trésor devrait s'infléchir à compter de 2017.

### **Reprise du crédit bancaire destiné aux entreprises non financières conjuguée à une hausse tendancielle de leurs créances en souffrance et un allongement des délais de paiement inter-entreprises**

L'endettement des ménages a continué de progresser, mais à un rythme moindre que celui de l'année dernière avec 4,3%. Leur défaut de paiement a poursuivi sa baisse pour se situer à 7,3% après 7,5% en 2015 et 7,8% en 2014.

La dette financière des entreprises non financières a repris avec une croissance de 3,4% après un recul de 2,8% en 2015, en lien avec la reprise de sa composante bancaire qui a progressé de 2,1% après une baisse de 3,9% en 2015, tandis que leur taux de défaut s'est de nouveau accru à 10,2% contre 9,7% en 2015.

L'accélération de cette dette a été en grande partie tirée par les entreprises relevant du secteur public dont l'endettement a augmenté de 7,5% avec une composante bancaire qui n'a cessé d'augmenter enregistrant à fin 2016 sa plus forte hausse depuis 2010, avec 24,4%.

L'analyse d'un échantillon de près de 14.000 entreprises non financières publiques et privées fait ressortir une légère hausse de leur taux d'endettement à long terme se situant à 41% de leurs fonds propres à fin 2015. En revanche, les délais de paiement inter-entreprises ont continué de s'allonger surtout au niveau de la TPME, atteignant des niveaux inquiétants pour certains secteurs d'activité, notamment la promotion immobilière, le BTP, les transports et communications et les services fournis aux entreprises.

### **Résilience maintenue des institutions financières dans un contexte macroéconomique peu favorable**

Les résultats réalisés par les banques, au titre de l'année 2016, ont affiché une progression de 31%, compte tenu d'une opération exceptionnelle, sans laquelle ils auraient été en repli de 1,7% et ce, en raison notamment de la contraction de leur marge d'intérêt et de la hausse de leur coût du risque. Dans ce contexte, la rentabilité de leurs actifs a légèrement baissé aux alentours de 0,8% et celle de leurs fonds propres s'est repliée à 8,6%.

L'exposition des banques sur les grands débiteurs, l'un des risques les plus importants auquel est exposé le secteur bancaire marocain, a continué à représenter près de 3 fois leurs fonds propres.

Sur le plan prudentiel, les banques marocaines détiennent des ratios de fonds propres supérieurs aux minimas réglementaires. Le ratio de fonds propres moyen s'est établi à 14,2%, contre 13,7% en 2015, tandis que le ratio des fonds propres de catégorie 1 s'est situé à 11,5%, après 11,8% en 2015. Par ailleurs, les provisions spécifiques constituées par les banques ont porté le taux de couverture des créances en souffrance à 69%.

Les besoins en liquidité bancaire se sont réduits en 2016, en liaison notamment avec le renforcement des réserves de change. Le recours des banques aux avances de Bank Al-Maghrib est revenu à 15 milliards de dirhams en moyenne, contre 35 milliards de dirhams une année auparavant.

Par ailleurs, les stress tests réalisés confirment globalement la capacité des banques à conserver leur résilience aux chocs issus des conditions macroéconomiques ou de leurs expositions aux filiales implantées à l'étranger.

Du côté des assurances, leur activité a continué de croître en 2016. Le taux de pénétration, correspondant au rapport entre les primes émises et le PIB, s'est établi à 3,6% contre près de 3,2% en 2015. Leurs plus-values latentes se sont établies à 29 milliards de dirhams, en hausse de 52,3% par rapport à l'année 2015, recouvrant une augmentation des plus-values enregistrées sur les compartiments actions et Organisme de Placement Collectif (OPC). Les actifs liquides continuent à couvrir les éventuelles sorties de trésorerie avec un ratio de liquidité s'établissant à 266% contre

243% en 2015. La marge de solvabilité, en couverture du risque de souscription, a augmenté à 449% contre 408% en 2015. Toutefois et avec le passage au régime de la solvabilité basée sur les risques, les excédents de marge devraient se réduire de manière significative.

Concernant les régimes de retraite, le niveau des prestations servies a représenté 110% de celui des cotisations perçues et leurs réserves ont atteint 281 milliards de dirhams, en hausse de 3% par rapport à 2015. La réforme paramétrique du Régime des Pensions Civiles (RPC) courant 2016 a permis d'équilibrer la tarification de ce régime pour les droits futurs de ses affiliés sans toutefois résorber ses engagements importants au titre des droits passés. Elle a également réduit de 53% les engagements non couverts du régime à l'horizon des projections (2066).

### **Le marché des capitaux reste stable mais avec une valorisation élevée du marché boursier et une liquidité structurellement faible**

Au cours de l'année 2016, les émissions des titres de dette privée au Maroc ont reculé de 8,7% par rapport à l'année 2015 et restent dominées par les émissions des établissements de crédit. Le risque de crédit relatif à la dette privée demeure globalement limité ; les dettes des émetteurs en difficulté ne représentant que 3,1% de l'encours global de la dette privée.

La liquidité du marché boursier a connu une amélioration pour la deuxième année consécutive mais reste handicapée par la faiblesse du flottant. En effet, la capitalisation boursière a enregistré une progression de 28,7% à la fin de l'année 2016 mais reste caractérisée par la prépondérance des participations stratégiques qui en représentent près de 75%, limitant de facto le taux de rotation. En outre, la contribution du marché boursier au financement de l'économie demeure marginale dans la mesure où la levée des fonds se situe à seulement 2 milliards de dirhams contre 2,9 milliards en 2015.

Suite à l'augmentation importante des cours boursiers durant le dernier trimestre de l'année, la valorisation de la bourse de Casablanca ressort à un niveau élevé, tirée par des investisseurs à la recherche d'une rentabilité meilleure dans un contexte de faible rendement du marché des taux d'intérêt. Cette situation pourrait impacter négativement le marché boursier si le contexte de taux bas venait à changer de manière drastique.



# **CHAPITRE 1**

## **DÉVELOPPEMENTS MACROÉCONOMIQUES**



## APERÇU

*L'environnement économique mondial s'est caractérisé en 2016 par un ralentissement de la croissance induit notamment, par la baisse du taux d'accroissement du PIB dans les principales économies émergentes et en développement et la persistance d'une croissance modeste dans les pays avancés.*

*Les conditions financières ont été impactées par la montée des incertitudes par rapport à la croissance en Chine, au referendum au Royaume-Uni et aux mesures de relance budgétaires annoncées par la nouvelle administration américaine.*

*Au niveau national, la croissance a nettement ralenti pour s'établir à 1,2%, pâtissant de l'atonie de la croissance non agricole et de la contraction de la valeur ajoutée agricole de 12,8%. Selon les projections de Bank Al-Maghrib, une reprise de l'activité nationale est prévue à 4,4% en 2017 et 3,1% en 2018, grâce au rebond de l'activité agricole et une amélioration progressive des activités non agricoles.*

*Malgré la hausse enregistrée de l'encours des réserves internationales, leur équivalent en mois d'importation a légèrement baissé en raison essentiellement de la hausse importante des importations. Selon les projections de la Banque, le déficit du compte courant devrait croître légèrement en 2017 avant de baisser en 2018 permettant aux réserves de change d'assurer une couverture de 6 mois d'importations. A ces niveaux, le risque émanant de la position extérieure devrait rester faible.*

*L'exécution budgétaire s'est soldée par un déficit hors privatisation à 4,1% du PIB, soit un niveau supérieur à la prévision de la loi de finances, rompant ainsi le processus de consolidation budgétaire entamé en 2013. Par ailleurs et suite à l'augmentation des arriérés de paiement pour la première fois depuis 2012, le besoin de financement du Trésor s'est atténué de 20,2% par rapport à 2015 et a été couvert principalement par des ressources intérieures. L'endettement du Trésor est ainsi passé de 63,7% du PIB à 64,7%. Les projections de Bank Al-Maghrib tablent sur une amélioration du déficit budgétaire et une légère réduction du ratio de la dette du Trésor dès 2017.*

*Sur le plan des conditions monétaires, la situation de la liquidité bancaire s'est améliorée conduisant Bank Al-Maghrib à augmenter le niveau de la réserve obligatoire de 2% à 4%. En outre, elle a poursuivi sa politique monétaire accommodante en baissant son taux directeur, en mars, de 25 points de base à 2,25%, niveau historiquement bas. Cette situation a continué d'alimenter la détente des taux d'intérêt et a stimulé le crédit qui a retrouvé un rythme de croissance plus favorable (4,2% en 2016 au lieu de 2,8%) mais son ratio rapporté au PIB reste inférieur à sa tendance historique. Selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, le taux de progression du crédit au secteur non financier devrait se situer à 4,5% en 2017 et à 5% en 2018.*

*S'agissant du secteur immobilier, l'Indice des Prix des Actifs Immobiliers (IPAI) a progressé de 0,9% sur fond d'une légère augmentation des crédits à ce secteur et d'une détente des taux d'intérêt. Dans ces conditions, le risque afférent à ce secteur s'est encore atténué comparativement aux années précédentes.*

## I.1 DÉVELOPPEMENTS À L'ÉCHELLE INTERNATIONALE

### *Persistance d'une croissance modeste au niveau mondial*

L'activité économique mondiale s'est caractérisée par une baisse de la croissance de 3,4% à 3,1% en 2016, imputable au ralentissement observé dans les principales économies avancées. En particulier, la faiblesse de l'investissement a contribué au repli de la croissance de 2,6% à 1,6% aux Etats-Unis, tandis qu'au Japon, elle est revenue de 1,2% à 1% en lien avec la décélération des exportations suite à l'appréciation du Yen. Au Royaume-Uni, l'amélioration de la consommation privée a maintenu la croissance à un niveau soutenable, soit 1,8% et ce, malgré les incertitudes liées au Brexit. Dans la zone euro, bien que l'accroissement du PIB ait diminué de 2% à 1,7%, les principales économies ont connu une amélioration de leur croissance en raison de la poursuite des politiques monétaires accommodantes et du prix du pétrole particulièrement bas. Au niveau des principaux pays européens partenaires du Maroc, la croissance s'est accélérée en Allemagne et en Italie, alors qu'elle s'est stabilisée en Espagne à 3,2% et a baissé de 1,3% à 1,2% en France.

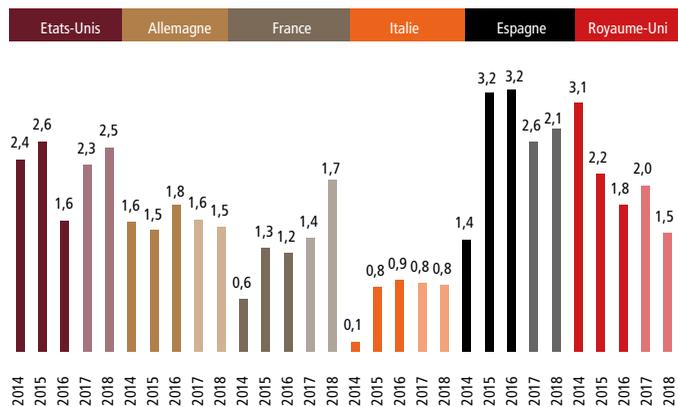
Dans les pays émergents et en développement, le rythme de l'activité a quasi-stagné, s'établissant à 4,1% après 4,2% en 2015. En particulier, le ralentissement de la croissance en Chine s'est poursuivi pour la sixième année consécutive tandis qu'en Russie et au Brésil, la contraction du PIB s'est relativement atténuée.

Quant à la croissance dans la région MENA, elle a augmenté de 2,6% à 3,8%, soutenue par l'amélioration notable de l'activité en Irak qui a bénéficié de la hausse de sa production pétrolière et la progression de la croissance non pétrolière en Iran suite à l'assouplissement budgétaire.

Par ailleurs, la croissance a fortement baissé en Afrique Subsaharienne, s'établissant à 1,4% contre 3,4% une année auparavant. Cette contre-performance couvre des évolutions

différenciées selon les pays. En effet, le renforcement de l'activité commerciale et la hausse de la production agricole et des investissements dans les infrastructures ont soutenu la croissance de la zone de l'UMOA<sup>4</sup> qui s'est quasi-stabilisée à 6,1%. La croissance s'est ainsi établie à 6,6% après 6,5% au Sénégal, à 7,5% après 8,9% en Côte d'Ivoire, à 5,4% après 6% au Mali et à 5,4% après 4% au Burkina Faso. En Afrique de l'Est, en dépit de la sécheresse, la diversification de l'économie de certains pays, tels que la Tanzanie et le Kenya, a permis de maintenir la croissance à un niveau soutenu (5,8%). Cependant, le PIB des pays de la zone CEMAC<sup>5</sup> s'est contracté de 0,7%, pâtissant des répercussions négatives de la morosité du secteur pétrolier.

#### Croissance des Etats-Unis et des principaux pays partenaires européens du Maroc (en %)



Source : FMI

#### ***La situation sur le marché de l'emploi s'est notablement améliorée***

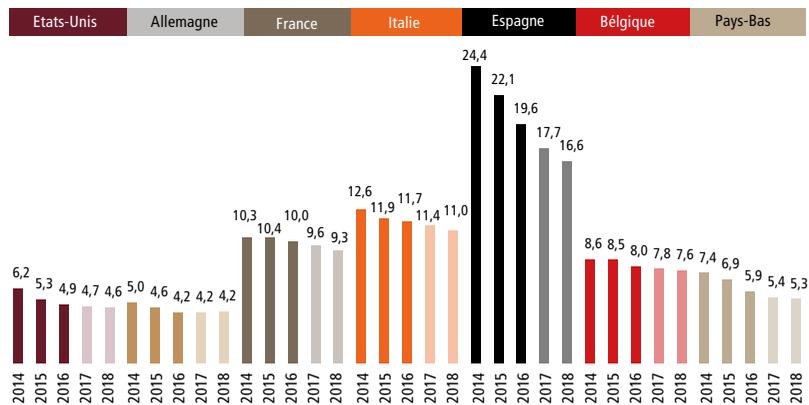
En dépit du ralentissement économique, la situation sur le marché du travail des pays avancés a poursuivi son amélioration en 2016. En effet, le taux de chômage a reculé de 5,3% à 4,9% aux Etats-Unis, de 3,4% à 3,2% au Japon, de 5,4% à 4,9% au Royaume-Uni et de 10,9% à 10% dans la zone euro. Au niveau des principaux pays de résidence des marocains, ce taux est revenu de 22,1% à 19,6% en Espagne, de 11,9% à 11,7% en Italie, de 10,4% à 10% en France, de 8,5% à 8,0% en Belgique, de 6,9% à 5,9% aux Pays-Bas et de 4,6% à 4,2% en Allemagne.

4 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.

5 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.

Dans les principaux pays émergents et en développement, le taux de chômage est revenu de 4,1% à 4% en Chine et de 5,6% à 5,5% en Russie alors qu'il s'est accru de 8,3% à 11,3% au Brésil. A moyen terme, les conditions sur le marché du travail devraient davantage s'améliorer, tel que cela ressort des perspectives du FMI qui table sur une baisse graduelle du taux de chômage en 2017 et 2018.

**Evolution du taux de chômage aux Etats-Unis et dans les principaux pays de résidence des MRE**



Source : FMI

**Atténuation de la baisse des cours des matières premières**

Le marché des matières premières s'est caractérisé en 2016 par une atténuation de la baisse des cours des produits énergétiques de 45,1% à 15,3% et ceux des produits hors énergie de 15% à 2,6%. En particulier, le cours moyen du pétrole est passé de 29,8 dollars/baril en janvier à 52,6 en décembre, soutenu par la reprise de la demande chinoise, la succession des perturbations de la production survenues dans plusieurs pays ainsi que par l'accord de limitation de la production d'hydrocarbures conclu fin novembre 2016 entre les membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP). Pour sa part, le prix du phosphate brut a accusé un repli annuel de 4,5%, revenant à 112,2 dollars la tonne, tandis que le triple superphosphate (TSP), le phosphate diammonique (DAP) et l'urée ont reculé de 24,5%, de 24,7% et de 27%. Quant au prix du blé, sa baisse annuelle s'est atténuée de 22,5% à 16,5%.

***La croissance mondiale devrait s'améliorer au cours des prochaines années***

La croissance mondiale devrait globalement s'améliorer, selon les perspectives économiques du FMI d'avril 2017 pour atteindre 3,8% d'ici 2022. La normalisation progressive de la situation macroéconomique dans certains pays, conjuguée à la hausse graduelle des cours des matières premières, devrait soutenir la croissance dans les pays émergents et exportateurs de produits de base. L'activité des pays avancés devrait, quant à elle, bénéficier de l'accélération de la croissance aux Etats-Unis suite, entre autres, à l'assouplissement attendu de sa politique budgétaire. S'agissant des partenaires européens du Maroc, la croissance devrait ralentir en Allemagne, en Italie et en Espagne, alors qu'elle devrait légèrement augmenter en France.

Cependant, certains risques susceptibles d'induire une baisse de la croissance appellent à la vigilance. Il s'agit notamment de :

- la baisse des avantages relatifs à l'intégration économique internationale en raison de la montée du protectionnisme ;
- la persistance d'une croissance et d'une inflation faibles dans les pays avancés suite à l'insuffisance de la demande privée ;
- le durcissement des conditions financières mondiales et le retournement des flux de capitaux en lien avec l'endettement élevé des entreprises et la fragilité des bilans bancaires dans les pays émergents.

***Les conditions financières ont été entourées, en 2016, par plusieurs incertitudes***

Les conditions financières ont été principalement marquées, en 2016, par les incertitudes entourant la croissance en Chine, le Brexit et les mesures de relance budgétaires annoncées par le nouveau gouvernement américain.

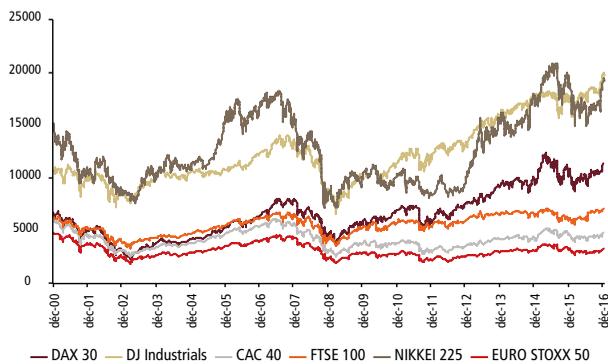
La révision à la baisse des perspectives mondiales au début de l'année, conjuguée au ralentissement persistant en Chine, au recul des prix des matières premières, ainsi qu'à la poursuite des politiques monétaires accommodantes, ont engendré un repli des cours boursiers et une détente des taux d'intérêt des titres souverains. En revanche et en dépit des impacts négatifs induits

par la décision en faveur du Brexit en juin 2016, les marchés ont été redynamisés au cours de la deuxième moitié de l'année grâce notamment à l'amélioration de l'activité économique et l'annonce, aux Etats-Unis, des politiques de relance et de baisse d'impôts.

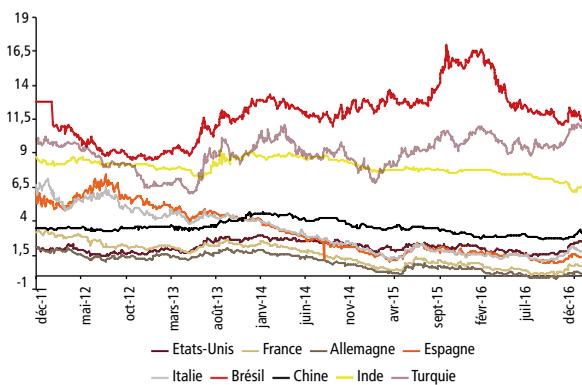
Sur le marché obligataire, le taux d'intérêt souverain à 10 ans a diminué de 2,1% à 1,8% aux Etats-Unis, de 0,5% à 0,1% en Allemagne, de 0,8% à 0,5% en France et de 1,7% à 1,4% en Espagne. De même, il est revenu de 13,8% à 12,9% au Brésil, de 7,8% à 7,2% en Inde et de 3,4% à 2,9% en Chine, en moyenne annuelle.

Quant aux indices boursiers, bien qu'ils aient terminé l'année en hausse, ils ont enregistré en moyenne annuelle des baisses allant de 1,8% pour le FTSE 100 à 12,7% pour l'EUROSTOXX 50, à l'exception du Dow Jones Industrial qui a enregistré une progression de 1,9%.

**Evolution des indices boursiers**



**Evolution des taux souverains**



Source : Datastream

Pour leur part, les marchés de change ont été affectés par la normalisation de la politique monétaire de la FED qui s'est traduite par de fortes dépréciations des monnaies des pays émergents vis-à-vis du dollar, variant de 4,6% pour la roupie

indienne à près de 10,1% pour la lire turque. La livre sterling a pâti, quant à elle, de la décision en faveur du Brexit, enregistrant une forte dépréciation avoisinant 11% vis-à-vis du dollar et de l'euro et de 20% par rapport au Yen japonais.

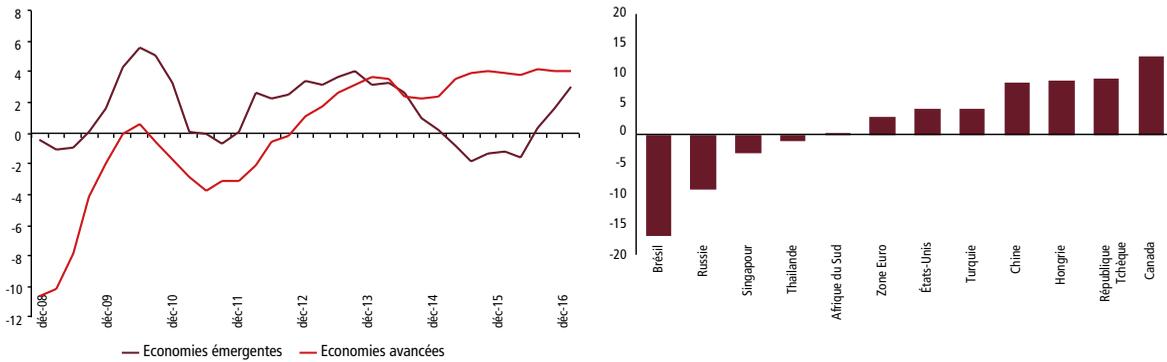
Les évolutions sur le marché de change conjuguées à celles des prix du pétrole ont, notamment, impacté l'inflation dans plusieurs pays. Ainsi l'atténuation de l'appréciation du dollar a contribué à la hausse de l'inflation de 0,1% à 1,3% aux Etats-Unis, tandis qu'en Russie et au Brésil, elle a baissé respectivement de 15,5% à 7% et de 9% à 8,7% suite à la dissipation de l'effet de la forte dépréciation de leurs monnaies, enregistrée une année auparavant. Concernant la zone euro, l'inflation s'est élevée à 0,2% après 0%, affectée principalement par l'évolution des prix de l'énergie.

***Poursuite, globalement, de la hausse des prix des actifs immobiliers, sans pour autant atteindre les niveaux d'avant crise***

Sur le marché immobilier, les données du quatrième trimestre 2016, publiées par la Banque des Règlements Internationaux, indiquent que les prix du résidentiel ont poursuivi leur hausse dans les pays avancés, encouragés notamment par les niveaux bas des taux induits par les politiques monétaires accommodantes. A l'exception du Canada et de l'Australie<sup>6</sup>, les taux d'accroissement des prix résidentiels restent inférieurs aux niveaux enregistrés avant la crise dans plusieurs pays avancés, ainsi la hausse des prix s'est limitée à près de 4,2% aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, à 2,2% au Japon et à 3% dans la zone euro. Dans les pays émergents, la hausse des prix du résidentiel s'est établie à 3,1% en glissement annuel, tirée principalement par la hausse de prix de 8,6% en Chine, et de 4,4% en Inde et en Turquie. Cependant, l'indice des prix du résidentiel a enregistré une forte baisse au Brésil et en Russie, soit 16,7% et 9,3% respectivement.

<sup>6</sup> Les prix ont fortement augmenté de 13% et 6% respectivement.

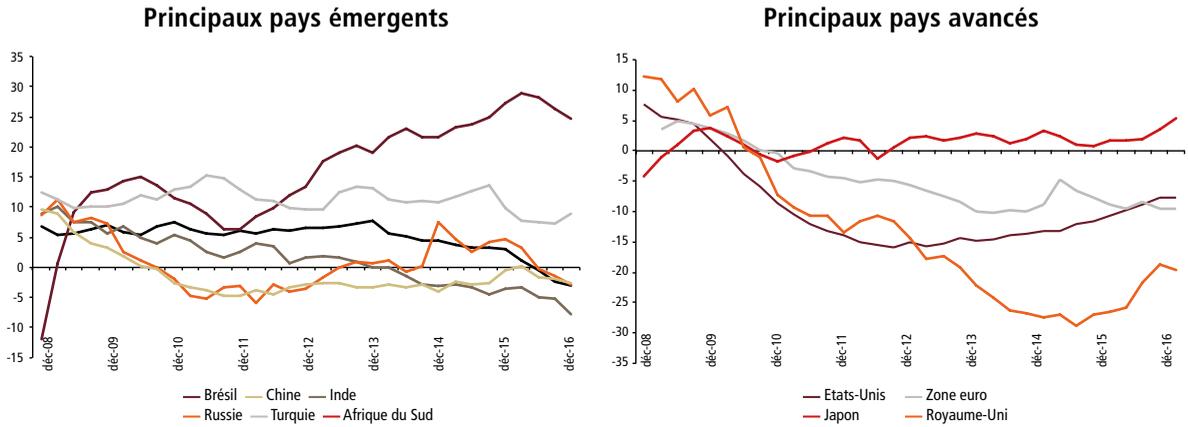
### Taux de croissance de l'Indice de l'immobilier résidentiel (en%)



Source : BRI

Le risque de formation de bulle de crédit dans les pays avancés est globalement faible, tel que cela ressort de l'analyse de l'écart du ratio crédit/PIB par rapport à sa tendance à fin 2016. En effet, cet écart continue d'être négatif aux États-Unis, au Royaume Uni et dans la zone euro, tandis qu'au Japon, il a progressivement augmenté, pour atteindre 5,4% au quatrième trimestre. Dans les principaux pays émergents, l'écart du ratio crédit/PIB par rapport à sa tendance s'est globalement atténué au quatrième trimestre, par rapport à la même période de l'année précédente. Toutefois, il reste à des niveaux globalement élevés dans plusieurs pays, tels que la Turquie (8,8%), la Thaïlande (11,3%) et le Mexique (9%). En particulier, l'écart précité s'est établi à un niveau alarmant en Chine, soit 24,6% au quatrième trimestre, reflétant notamment une accélération du rythme de l'accroissement du crédit.

### Evolution de l'écart du ratio crédit/PIB



Source : BIS

En somme et en dépit du ralentissement de la croissance mondiale en 2016 et des incertitudes entourant les conditions financières, les risques pesant sur la stabilité financière à court terme semblent s'atténuer en lien, entre autres, avec le redressement graduel prévu des cours des matières premières, la baisse des incertitudes quant au ralentissement de la croissance en Chine et la dissipation des inquiétudes relatives au Brexit.

Toutefois et comme le soulève le dernier rapport du FMI en la matière, la stabilité financière mondiale pourrait être à moyen terme impactée, particulièrement, par l'accumulation des risques liés à la persistance des bas niveaux des taux d'intérêt, pouvant fragiliser la rentabilité des institutions financières. Dans le même sens, le Conseil de Stabilité Financière souligne, la nécessité d'effectuer une revue post implémentation des réformes entreprises et de maintenir la vigilance à l'égard des risques liés notamment au « shadow banking », à la « sécurisation des produits dérivés » et à l'émergence des « Fintechs ».

### Encadré n°1 : Plan d'action du Conseil de Stabilité Financière (FSB) pour 2017

Le Conseil de Stabilité Financière (FSB) a annoncé, lors de la réunion du G20 tenue en mars 2017, les priorités de son plan d'action au titre de l'année 2017, qui s'articule autour des quatre axes suivants :

- **Assurer la résilience du « shadow banking »** : certes la réforme mise en place en 2011 par le FSB pour la régulation du shadow banking a porté ses fruits ; les dernières évaluations effectuées par le Conseil ont démontré que le risque émanant de ce secteur s'est atténué. Néanmoins, le développement de nouvelles formes d'activités bancaires parallèles incite le FSB à maintenir un programme de surveillance efficace de ce secteur, afin de prévenir les nouveaux risques et émettre des recommandations pour les réglementer.
- **Sécuriser les marchés des produits dérivés** : bien que la régulation des marchés des produits dérivés ait été largement renforcée suite à la crise financière, permettant ainsi d'améliorer la robustesse de ces marchés, le FSB a prévu de renforcer les mesures régulant les contreparties centrales (CCP), en présentant une directive détaillée pour assurer leur résilience, et ce conjointement avec le Comité de Paiements et des Infrastructures du Marché (CPIM) et l'Organisation Internationale de Commissions de Titres (IOSCO).
- **Soutenir la mise en œuvre complète et cohérente des réformes établies après la crise** : le FSB développe un cadre structuré pour évaluer les effets des réformes du système financier mises en place par le G20 (revue post-implémentation) et s'assurer notamment que les objectifs attendus de ces réformes ont bien été réalisés.
- **Faire face aux nouvelles vulnérabilités et risques émergents**. Il s'agit notamment de :
  - prévenir le risque de « conduite inappropriée » : le FSB a prévu de poursuivre les travaux pour réduire ce risque, et ce en proposant notamment un cadre de renforcement de la gouvernance des institutions financières, à travers plusieurs mesures visant à (i) renforcer la gouvernance des systèmes de rémunérations dans les institutions financières; (ii) améliorer les normes de conduite relatives aux marchés de change et de matières premières (iii) réformer les principaux critères de référence pour réduire les risques de leur manipulation.

**Encadré n°1 : Suite**

- améliorer l'information sur les risques financiers liés aux changements climatiques : le groupe de travail « Task Force on Climate-related Financial Disclosures » (TCFD) poursuit ses efforts en la matière et devrait publier son rapport à ce sujet au terme du premier semestre 2017.
- réglementer/superviser les « FinTech » : l'émergence de plus en plus marquée des « FinTech » (entreprises spécialisées dans la mise en place de solutions technologiques innovantes pour le secteur financier) génère de nouveaux risques pour la stabilité financière. Dans ce sens, le FSB devrait publier à fin juin 2017 un rapport sur les implications des FinTech sur la stabilité financière.

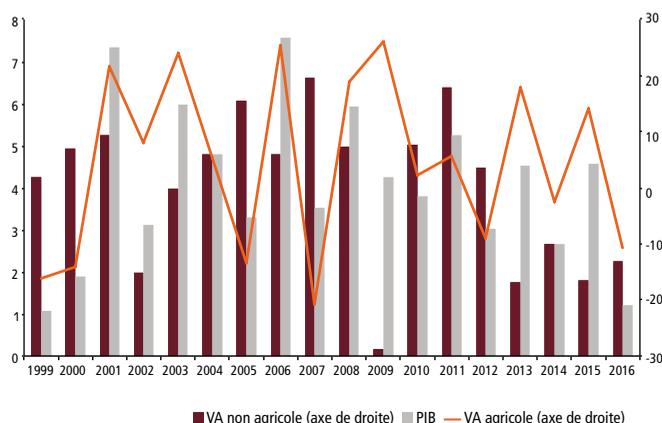
## I.2 DEVELOPPEMENTS MACROÉCONOMIQUES DOMESTIQUES

### *Net ralentissement de la croissance nationale en 2016*

En 2016, la croissance économique a nettement ralenti, revenant de 4,5% à 1,2%, soit son niveau le plus faible depuis 2000, pâtissant, de l'atonie de la croissance non agricole et de la contraction de la valeur ajoutée agricole de 12,8%<sup>7</sup>. Cette dernière a ponctionné la croissance du PIB de 1,5 point de pourcentage au lieu d'une contribution positive de 1,3 point en 2015.

Quant au secteur non agricole, sa valeur ajoutée a évolué de 2,2% au lieu de 1,8% en 2015, maintenant ainsi le lent rythme de son accroissement enregistré ces dernières années. Cette évolution recouvre, un ralentissement du secteur secondaire à 1,2% au lieu de 1,8% en 2015 et une reprise des activités tertiaires à 2,7% contre 1,7% un an auparavant.

Evolution des composantes du PIB, en %



Source : HCP

Par branche d'activité, l'accroissement des valeurs ajoutées a été contrasté. Le rythme de croissance des industries de transformation a ralenti à 0,8% après 2,3% en 2015 sous l'effet, en particulier, de la poursuite du repli des industries chimiques et parachimiques (-0,1% à -0,4%) et la baisse d'activité des industries alimentaires (0,1% après 2,6%). Par

<sup>7</sup> En liaison avec les conditions climatiques défavorables.

contre, l'industrie textile a renoué avec la croissance (-2,4% à 1,8%) et celle métallurgique a quasiment stagné (2,7%).

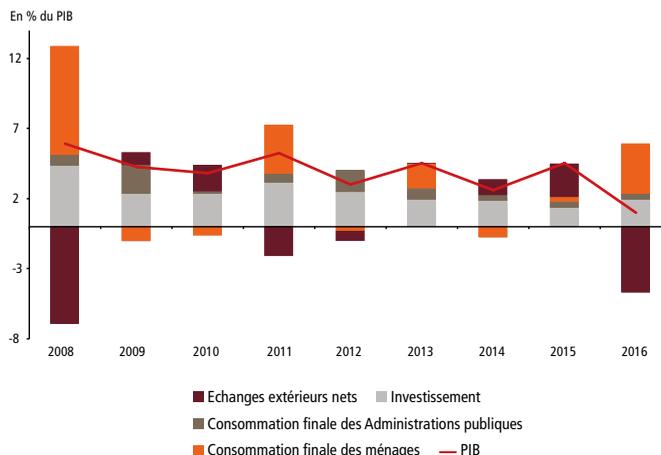
Par ailleurs, la branche électricité et eau a marqué un ralentissement de 6,2% à 2,5%, notamment sous l'effet conjugué de la poursuite de l'expansion de la production de l'énergie solaire et de la baisse de la production électrique d'origine hydraulique.

De son côté, la croissance de la branche du bâtiment et travaux publics a maintenu son rythme lent avec 1,7% au lieu de 0,7%. Celle des télécommunications a accéléré, passant de 2,8% à 4,9%. Les activités touristiques (hôtels et restaurants), soutenues par la reprise du tourisme externe et le maintien du dynamisme du tourisme interne, ont, quant à elles, affiché une nette reprise à 3,6% après une baisse de 1,3%. Enfin, les activités commerciales ont enregistré une croissance de 4,2% au lieu de 0,5% une année auparavant.

***Nette amélioration de la demande intérieure tirée essentiellement par l'investissement et la consommation des ménages***

Du côté de la demande, sa composante extérieure a dégagé une contribution négative à la croissance de 4,7 points de pourcentage après deux contributions positives, résultant d'une nette progression des importations et d'une croissance plus modérée des exportations. En revanche, la demande intérieure a retrouvé son rôle de principal moteur de croissance économique nationale en y contribuant à hauteur de 5,9 points au lieu de 2,1 en 2015. Elle a été essentiellement tirée par l'investissement total qui a augmenté de 11,6% contre 0,9%. Pour sa part, l'accroissement de la consommation finale des ménages s'est amélioré de 2,2% à 3,4% et celui des administrations publiques est revenu à 2,1% après 2,4%.

## Contributions à la croissance du PIB des composantes de la demande



Source : HCP

Dans un contexte de baisse du taux d'activité, le taux de chômage s'est établi à 9,4% contre 9,7% en 2015. Cette évolution recouvre une baisse du chômage urbain avec un taux revenant de 14,1% à 13,9%, partiellement compensée par une hausse du chômage rural. A signaler, en particulier, que le chômage des jeunes, de 15 à 24 ans, s'est de nouveau aggravé passant de 20,8% à 22,5% au niveau national et de 39% à 41% en milieu urbain. L'économie marocaine a perdu 37.000 emplois en 2016, recouvrant un net repli des effectifs de 119.000 dans l'agriculture et une création de 38.000 dans les services, de 36.000 dans le BTP et de 8.000 dans l'industrie y compris l'artisanat.

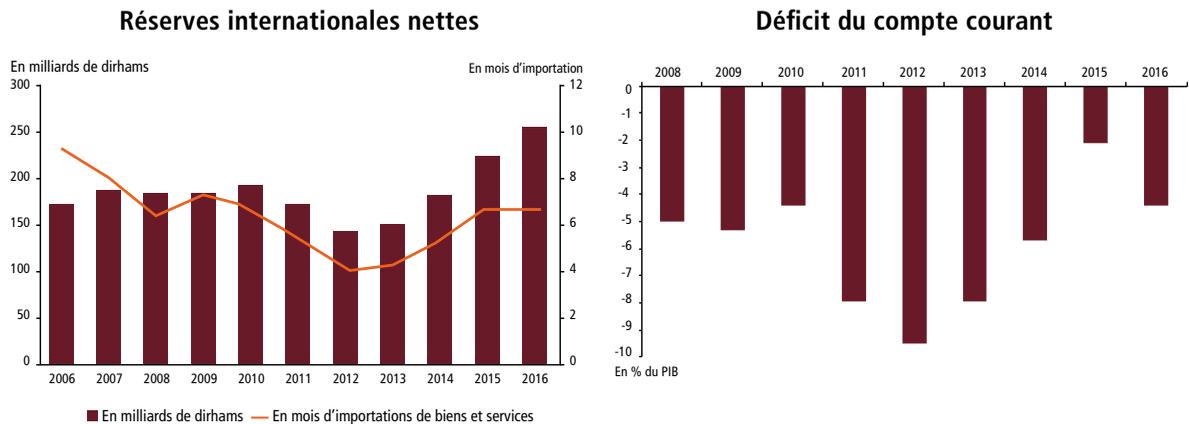
Dans ces conditions, l'inflation est restée modérée, au même niveau qu'en 2015, à 1,6%. Cette évolution recouvre une hausse des prix des produits alimentaires et une atténuation de la baisse des prix des carburants et lubrifiants, ainsi qu'une décélération de 1,3% à 0,8% de l'inflation sous-jacente.

Au final, le besoin de financement de l'économie<sup>8</sup> s'est accentué à 4,3% du PIB au lieu de 2%. Cette évolution s'explique par une reprise de l'investissement à 33,1% du PIB et une stagnation de l'épargne à 28,8% du PIB.

Selon les projections de Bank Al-Maghrib, la croissance nationale devrait s'établir à 4,4% en 2017 et 3,1% en 2018 provenant d'une reprise modérée des activités non agricoles à 3,3% et 3,6% respectivement. Ces projections sont soutenues par une amélioration des revenus des ménages suite au rebond de l'activité agricole, une consolidation de la demande étrangère adressée au Maroc et par l'orientation appropriée de la politique monétaire.

*Malgré la dégradation du compte courant, le risque émanant de la position extérieure demeure faible*

A fin 2016, l'encours des réserves internationales nettes s'est inscrit en hausse de 12,1% pour s'établir à 251,9 milliards de dirhams. Néanmoins, l'équivalent des RIN en mois d'importation a baissé, passant de 6 mois et 21 jours à 6 mois et 15 jours en raison principalement de la progression substantielle des importations.



Source : Office des changes et calculs BAM

<sup>8</sup> Le besoin de financement de l'économie correspond à la différence entre l'investissement et l'épargne intérieure au niveau macroéconomique.

Contrairement à sa tendance baissière amorcée depuis 2012, le déficit du compte courant s'est creusé à 4,4% du PIB, soit 44,5 milliards de dirhams, en liaison, principalement, avec l'aggravation du déficit commercial à 184,6 milliards de dirhams, soit 18,3% du PIB. Cette évolution résulte :

- d'une augmentation de 9,8% des importations en lien, notamment, avec celle des achats de biens d'équipement (27,6%) et des produits alimentaires (25,2%). La facture énergétique a, en revanche, poursuivi sa régression (-17,9%) compte tenu de la baisse des cours mondiaux ;
- d'une croissance modérée des exportations à 2,7%, liée à la baisse des ventes des phosphates et dérivés (-10,9%) qui a contrebalancé le dynamisme des ventes d'automobiles (13,1%), des produits agricoles et alimentaires (7,4%) et du textile (7,8%).

Concernant la balance des services, son excédent s'est stabilisé à 66,4 milliards de dirhams recouvrant une augmentation des recettes de voyage à 5% et une aggravation du solde des services de transport.

La balance des revenus a, quant à elle, enregistré une hausse de 11,5% à 62,8 milliards de dirhams, tirée essentiellement par les recettes des MRE qui se sont accrues de 4% contre 4,8% et par la reprise des dons en provenance des pays du CCG.

Ainsi, le déficit des transactions courantes est compensé par une augmentation de 11,8% de l'excédent du compte financier, à 63,5 milliards de dirhams, reflétant une nette augmentation du crédit commercial et un niveau élevé des afflux des IDE, quoiqu'en baisse de 17,2% par rapport au niveau exceptionnel de 2015.

Selon les projections de Bank Al-Maghrib, le déficit du compte courant devrait s'aggraver légèrement à 4,6% du PIB en 2017

avant de baisser à 4% en 2018, permettant aux réserves de change d'assurer une couverture de 6 mois d'importation en 2017 et 2018. Cette évolution s'explique, notamment, par un prix du baril du pétrole qui devrait, selon la Banque Mondiale, passer de 42,8 dollars à 55 en 2017 puis à 60 en 2018. Elle est également sous tendue par les hypothèses suivantes sur les prix des phosphates et dérivés ; le phosphate rocheux dont les prix passeront de 112 dollars la tonne à 100 puis 102 en 2017 et 2018 respectivement, ceux du triple superphosphate (TSP) qui reviennent de 291 dollars la tonne à 275 puis 282 et une nette augmentation de ceux du phosphate diammonique (DAP) de 345 dollars la tonne à 360 puis 366 .

***L'année a été marquée par une interruption du processus de consolidation budgétaire***

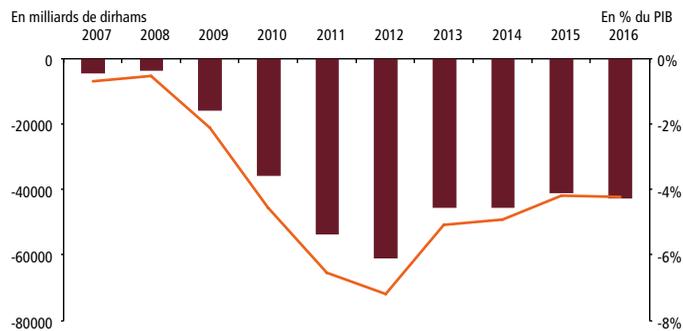
La loi des finances de 2016 avait prévu de poursuivre le processus de consolidation en limitant le déficit budgétaire à 3,5% du PIB sous l'hypothèse d'une croissance économique de 3%. Toutefois, l'exécution budgétaire s'est soldée par un déficit hors privatisation à 4,1% du PIB, soit 42,1 milliards de dirhams en aggravation de 2,1%. Ce dépassement résulte principalement d'une exécution au-dessus des prévisions des dépenses d'investissement et des remboursements de crédits de TVA ainsi que d'une rentrée en dons provenant des pays du CCG inférieure au montant programmé. A ce titre, il convient de souligner que :

- Les dépenses d'investissement, à 63,2 milliards de dirhams, ont enregistré un rebond de 7,8% reflétant un taux d'exécution des prévisions de la loi des finances 2016 à 119%.
- Les recettes fiscales, en progression de 3,8%, ont été tirées par une augmentation notable de 17,6% des droits de douanes, des recettes de l'IR de 5,4% et de la TVA à 1,5%. Cette dernière a été impactée par le recul de sa composante intérieure due à des remboursements plus importants de crédits de TVA qui ont culminé à 8,1 milliards contre 5,3 milliards en 2015. Quant au produit de l'IS, il a crû de 5,2% suite à l'amélioration des résultats de certains grands établissements dont l'OCP, l'ANRT et la BCP.

- Les recettes non fiscales se sont quasiment stabilisées à 25,4 milliards de dirhams en 2016, après un recul de 24,1% en 2015. Les recettes de monopole ont baissé de 8,6% à 8,2 milliards, incorporant 2 milliards provenant de l'OCP, 1,5 milliard de l'ANCFCC, 1,4 milliard de Maroc Télécom, 750 millions de Marsa Maroc et 435 millions de Bank Al-Maghrib. Les dons encaissés auprès des pays du CCG ont atteint 7,2 milliards au lieu de 3,7 milliards en 2015, un montant toutefois largement en deçà de celui programmé par la loi de finances, à savoir 13 milliards de dirhams.
- Les dépenses ordinaires se sont stabilisées à 223 milliards de dirhams résultant d'une hausse des dépenses de la masse salariale de 1,3% compensée par la baisse des autres catégories de dépenses de fonctionnement. Concernant la charge de compensation, elle s'est établie à 14,1 milliards de dirhams, en hausse de 0,9% après trois années de baisse. En revanche, suite à la baisse des paiements d'intérêt sur la dette extérieure, les charges en intérêts ont légèrement reculé de 0,7% contre une augmentation de 10,1%.

Le taux de couverture des dépenses ordinaires par les recettes ordinaires a été de 108% contre 104,6% un an auparavant. Ainsi, pour la troisième année consécutive, l'épargne publique s'est améliorée, permettant de financer une part plus importante des dépenses d'investissement.

### Evolution du solde budgétaire



Source: Ministère de l'Economie et des Finances, estimations BAM

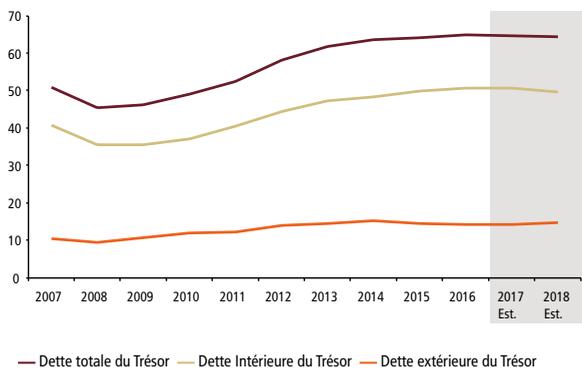
**La dette du Trésor devrait s'infléchir dès 2017**

En dépit de la hausse du déficit budgétaire, le besoin de financement du Trésor s'est atténué de 20,2% comparativement à 2015 suite à la constitution d'arriérés de paiement de 5,2 milliards de dirhams<sup>9</sup>. Ce besoin de financement a été couvert essentiellement par des ressources intérieures à hauteur de 92%. En conséquence, l'endettement du Trésor est passé à 657,4 milliards de dirhams, soit 64,7% du PIB, contre 63,7% en 2015, toutefois, sa composante extérieure s'est réduite, pour la 2ème année consécutive, à 14,1% du PIB.

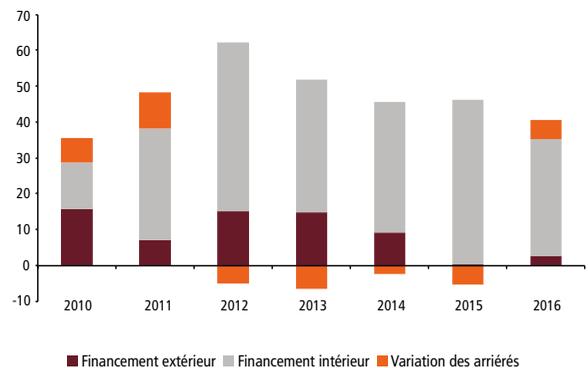
Globalement, l'encours de la dette publique globale<sup>10</sup> a augmenté de 4,8% à 826,9 milliards, représentant 81,4% du PIB au lieu de 79,9% en 2015. Sa composante relative aux entreprises publiques s'est alourdie de 5,9% à 169,6 milliards, représentant 16,7% du PIB au lieu de 16,2% en 2015.

Les dernières projections de Bank Al-Maghrib, intégrant le ralentissement de l'ajustement budgétaire constaté en 2016 et les principales dispositions de la loi des finances 2017, ont fait état d'une atténuation du déficit budgétaire à 3,6% du PIB pour 2017 et à 3,4% en 2018. En conséquence, le ratio de la dette devrait s'infléchir en 2017 à 64,4% et se stabiliser à ce niveau en 2018.

**Évolution de l'endettement, en % du PIB**



**Financement du Trésor, en milliards de dirhams**



Source: Ministère de l'Economie et des Finances, estimations BAM

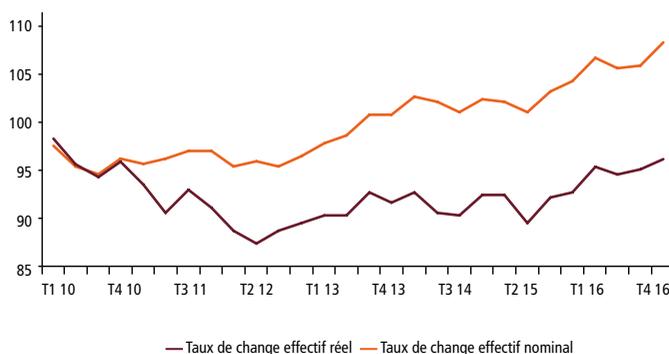
<sup>9</sup> Première augmentation depuis 2011.

<sup>10</sup> Trésor et entreprises et établissements publics.

Les conditions monétaires ont été marquées par une légère appréciation du taux de change effectif réel (TCER) et une détente des taux d'intérêt.

En effet, le TCER a augmenté de 2,4% suite à l'appréciation en termes nominaux du dirham face aux monnaies de certains pays concurrents et partenaires. Néanmoins, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, ce resserrement des conditions monétaires devrait s'estomper à moyen terme suite à une baisse du différentiel d'inflation, entre le Maroc et ses principaux partenaires et concurrents.

#### Evolution des taux de change effectifs (Base 100 en 2010)

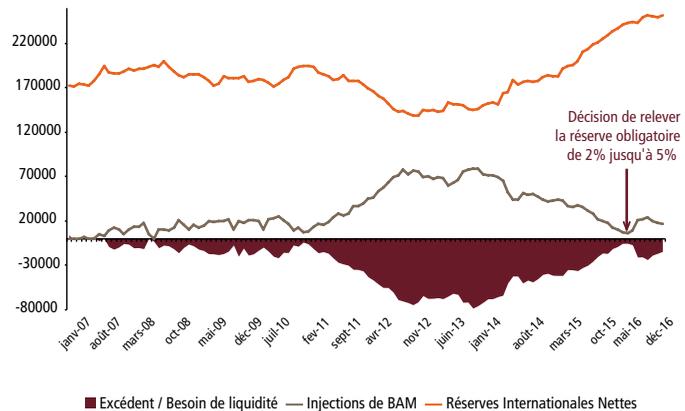


Source : FMI et calcul BAM

Par ailleurs, sous l'effet de la poursuite du renforcement des réserves de change en 2016, le besoin en liquidité des banques s'est sensiblement atténué à 14,4 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire contre 33,2 milliards en 2015. En conséquence, Bank Al-Maghrib a augmenté le taux de la réserve obligatoire de 2% à 4% en juin et a réduit le volume de ses injections à 15,6 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, dont 6 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME. Parallèlement, la politique monétaire

a poursuivi son orientation accommodante en procédant à une nouvelle baisse du taux directeur à 2,25% en mars, soit un niveau historiquement bas.

### Besoin de liquidité des banques, injections BAM et RIN, en milliard de dirhams

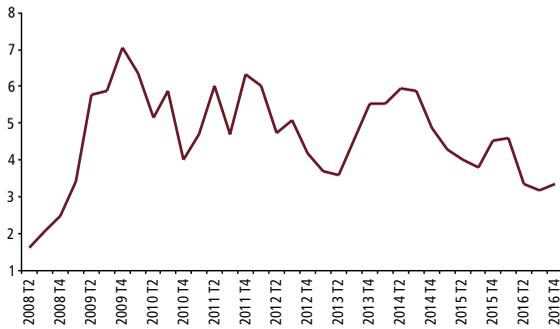


Source : BAM

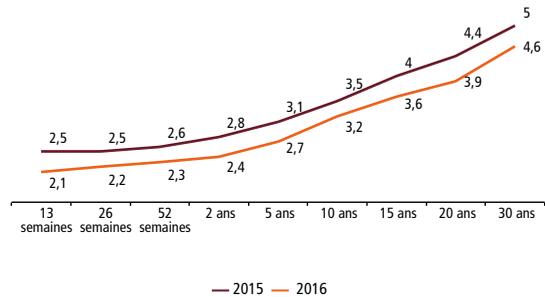
### *Poursuite de la détente des taux d'intérêt*

Les décisions de politique monétaire accommodante continuent à alimenter la détente observée, depuis 2014, des taux d'intérêt sur les différents marchés. Les taux moyens des bons du Trésor ont nettement baissé avec notamment des diminutions de 30 points de base pour la maturité de 52 semaines et de 40 points de base pour les bons de 5 ans et de 10 ans. De même, les taux débiteurs ont poursuivi leur tendance baissière, revenant de 5,70% à 5,24% en moyenne. Cette baisse a concerné l'ensemble des catégories de crédit. Ainsi, les taux ont connu des diminutions de 50 points de base pour les facilités de trésorerie, de 45 points pour les prêts immobiliers, de 47 points pour les crédits à la consommation et de 29 points pour les crédits à l'équipement. Tenant compte d'une inflation de 1,6%, le taux d'intérêt réel est revenu, d'une année à l'autre, de 4,1% à 3,6%.

Taux d'intérêt réel débiteur



Taux moyens des bons du Trésor sur le marché primaire



Source : BAM

**Reprise du rythme du crédit bancaire avec notamment une amélioration sensible de celui des concours au secteur non financier**

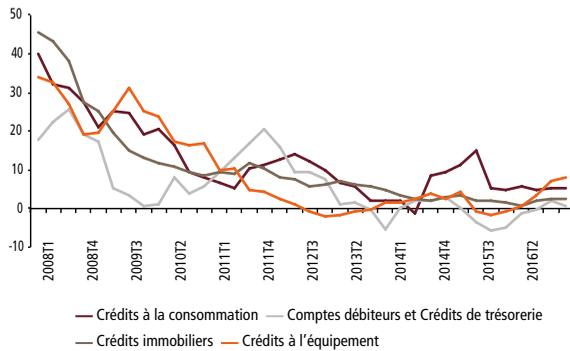
En 2016, le rythme d'accroissement du crédit bancaire s'est accéléré à 4,2% après 2,8% en 2015, reflétant l'amélioration de celui des concours au secteur non financier. Ces derniers, après une progression limitée à 0,3%, se sont accrus de 3,9% en liaison notamment avec l'accélération des prêts aux entreprises non financières.

Cette évolution serait, selon l'enquête de Bank Al-Maghrib sur les conditions d'octroi de crédit, le résultat aussi bien d'une hausse de la demande que d'un assouplissement des conditions de l'offre.

Par objet économique, l'évolution du crédit résulte principalement d'une progression de 8,1% des crédits à l'équipement après une baisse de 0,7%. De même, les facilités de trésorerie se sont accrues de 0,5% après un recul de 4,9%. Dans le même temps, les concours à l'immobilier ont vu leur taux d'accroissement augmenter de 1,7% à 2,5% et ceux à la consommation de 4,9% à 5,4%.

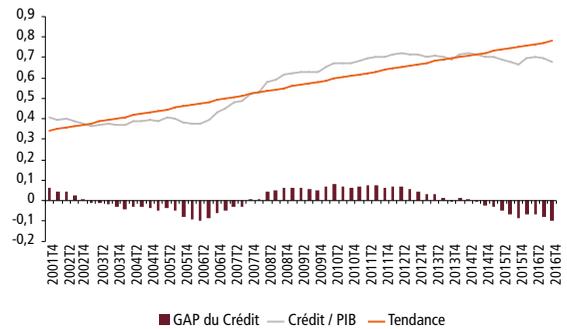
Pour évaluer son adéquation, la progression du crédit est comparée à la croissance de l'économie. Ainsi, malgré l'amélioration du rythme de croissance du crédit, le crédit rapporté au PIB continue à être inférieur à sa tendance historique. Cette évolution est confirmée pour l'ensemble des catégories de crédit mais dans des proportions différentes.

**Evolution des principales catégories de crédit, en %**



Source : BAM

**Déviations du ratio crédit/PIB de sa tendance**



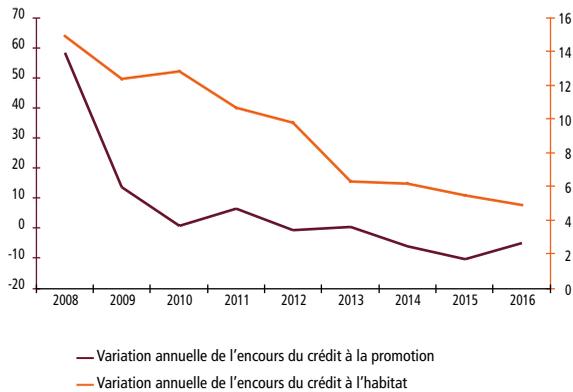
Tenant compte notamment de la révision à la baisse de l'évolution des réserves de change, le déficit de liquidité bancaire devrait s'accroître à 34,6 puis à 43,5 milliards de dirhams en 2017 et en 2018. De même, la croissance du crédit au secteur non financier devrait se situer à 4,5% en 2017 et à 5% en 2018.

**La hausse des transactions immobilières, dans un contexte de montée modérée des prix et de détente des taux d'intérêt, indique une réduction du risque immobilier**

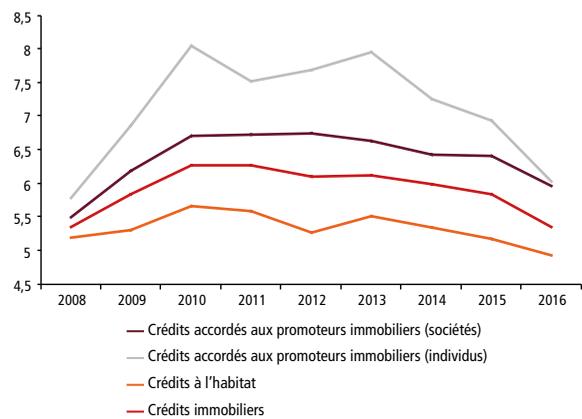
S'agissant du marché de l'immobilier, les crédits ont connu une légère augmentation de 2,8% recouvrant une baisse, moins importante que celle de l'année dernière, du crédit aux promoteurs immobiliers (-4,3% après -9,3%) en 2015 et un léger repli de l'évolution des crédits à l'habitat (de 5,3% en 2015 à 4,8% en 2016), décélération entamée depuis 2010. Dans ces conditions, l'écart absolu entre la croissance des crédits aux promoteurs immobiliers et de ceux à l'habitat s'est légèrement rétréci, ressortant à 9,5 points de pourcentage après 14,6 points une année auparavant.

Quant aux taux d'intérêt appliqués aux crédits immobiliers, ils ont poursuivi leur détente sous l'effet de la réduction du taux directeur et de la concurrence. Ainsi, les taux d'intérêt débiteurs relatifs aux crédits à l'habitat sont passés de 5,2% à 4,9%, et ceux destinés à la promotion se sont établis à 6% après 6,9% pour les entrepreneurs individuels et sont revenus de 6,4% à 6% pour les sociétés.

**Evolution de l'écart entre la croissance des crédits aux promoteurs et ceux à l'habitat, en %**



**Evolution des taux débiteurs appliqués aux crédits immobiliers, en %**

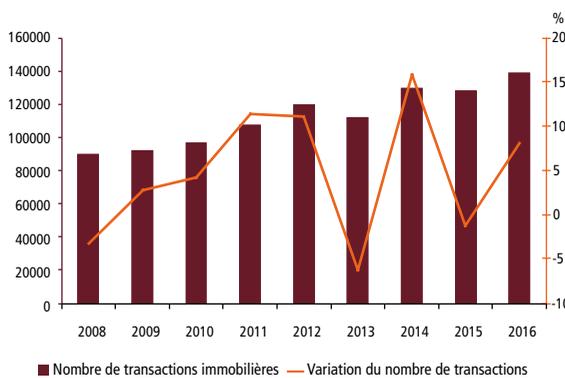


Source : BAM

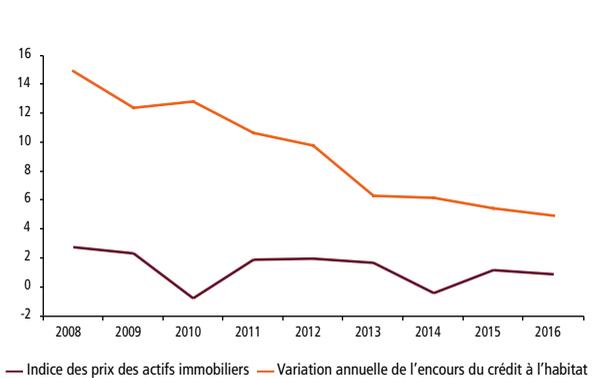
Dans ces conditions, l'IPAI a augmenté de 0,9% après 1,2% l'année précédente, résultant d'une quasi-stagnation des prix des appartements, ainsi que d'un renchérissement de 2,1% du foncier et de 4,7% des locaux à usage professionnel. En parallèle, le volume des transactions s'est accru, pour toutes les catégories d'actifs, de 8,1% après le recul de 1,3% en 2015.

Au final, le risque immobilier s'est atténué dans un contexte de hausse des transactions immobilières conjuguée à une augmentation modérée des prix et une détente des taux d'intérêt.

**Evolution annuelle du nombre de transactions**



**Evolution annuelle de l'IPAI et de la croissance du crédit à l'habitat (%)**



Source : ANCFCC et BAM

## **CHAPITRE 2**

### **SITUATION FINANCIERE DES AGENTS NON FINANCIERS**



## APERÇU

En 2016, les actifs financiers détenus par les ménages marocains ont progressé de 5,2%, en ralentissement par rapport à leur rythme de progression observé au cours des trois dernières années. Parallèlement, leur dette financière a enregistré, elle aussi, une décélération qui a concerné aussi bien les crédits à l'habitat que ceux à la consommation. Rapportée au PIB, cette dette s'est néanmoins maintenue aux alentours de 30%.

Le taux de défaut de paiement des ménages a baissé pour la deuxième année consécutive, s'établissant à 7,3% après 7,5% en 2015.

L'analyse des nouveaux crédits à la consommation accordés par les établissements de crédit au cours de l'année 2016 pour un ensemble de particuliers, fait ressortir en moyenne un niveau de dette représentant 31% de leurs revenus.

L'endettement financier des entreprises non financières a, quant à lui, repris en enregistrant une hausse de 3,4%. Cette accélération a été notamment tirée par les entreprises relevant du secteur public dont la dette s'est accrue de 7,5%, portée principalement par l'endettement bancaire. Les entreprises non financières privées ont vu leur dette progresser de 1,5% après une baisse de 2% enregistrée en 2015, en lien avec la reprise de sa composante bancaire.

L'étude de l'endettement d'un échantillon composé de près de 14.000 entreprises non financières publiques et privées fait ressortir une légère hausse de leur taux d'endettement à long terme se situant à 41% de leurs fonds propres à fin 2015. Cette étude révèle aussi que les délais de paiements inter-entreprises ont continué de s'allonger surtout au niveau de la TPME, atteignant des niveaux inquiétants pour certains secteurs d'activité, notamment la promotion immobilière, le BTP, les transports et communications et les services fournis aux entreprises.

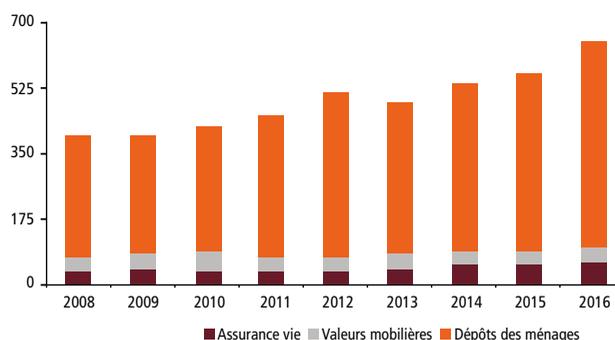
Les créances en souffrance des entreprises non financières se sont accrues à un rythme ralenti de 8,1% en 2016, portant leur part à 10,2% de leur dette bancaire.

## II.1 MENAGES

*Les actifs financiers détenus par les ménages marocains ont progressé moins rapidement en 2016, comparativement aux trois années précédentes*

A fin 2016, les actifs financiers détenus par les ménages marocains ont progressé de 5,2%, contre 6% en moyenne au cours des trois dernières années. Ce ralentissement est attribuable majoritairement à la décélération de la croissance des dépôts bancaires, composante principale de ces actifs, revenant à 5,6% après 6,6% en moyenne au cours des deux dernières années.

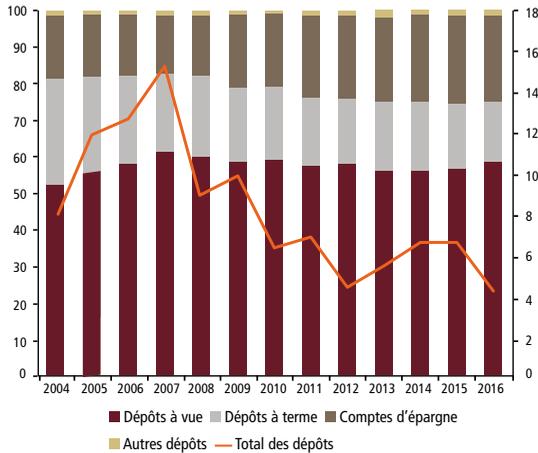
**Evolution du patrimoine financier des ménages, en milliards de dirhams**



Source : BAM et ACAPS

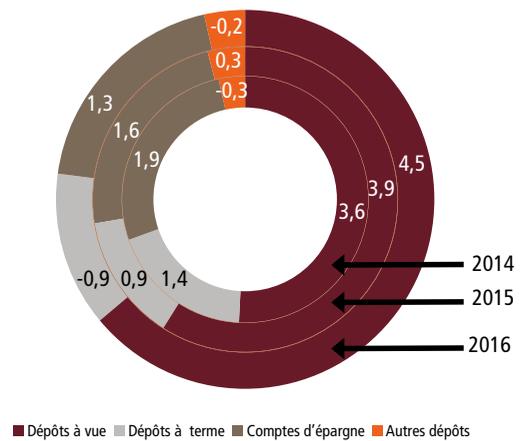
L'analyse de l'évolution des dépôts bancaires des ménages selon leur nature révèle des progressions disparates. En effet, avec une hausse de 8%, les dépôts à vue non rémunérés ont continué d'observer une croissance vigoureuse, plus importante qu'en 2015 où elle s'est située à 7%. Les ménages ont continué de renforcer leurs placements en comptes d'épargne, mais à un rythme moins soutenu avec une progression de 6%, contre une moyenne de 12% enregistrée au cours des dix dernières années. Par ailleurs, les dépôts à terme, totalisant 103 milliards de dirhams, ont connu une baisse de 5% enregistrée pour la première fois depuis 2009 en lien avec la baisse de la rémunération les assortissant.

### Structure et évolution des dépôts des ménages, en %



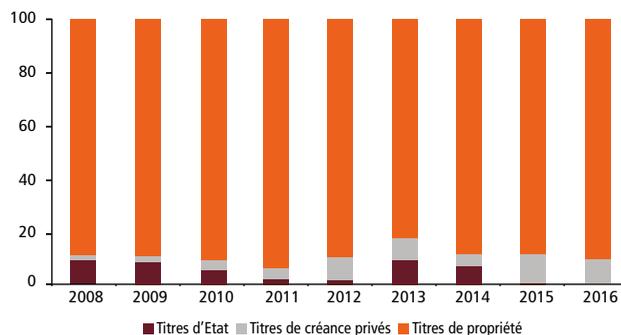
Source : BAM

### Contribution des catégories de dépôts à la croissance globale, en point de pourcentage



Les placements des ménages en valeurs mobilières ont augmenté de 9% en 2016, provenant quasi intégralement de la progression de 9% des titres de propriété, dont le poids représente 89% de ces placements. Les titres de créances privés, représentant près de 9% des valeurs mobilières détenues par les ménages ont, quant à eux, progressé de 21%.

### Composition des valeurs mobilières détenues par les ménages, en %



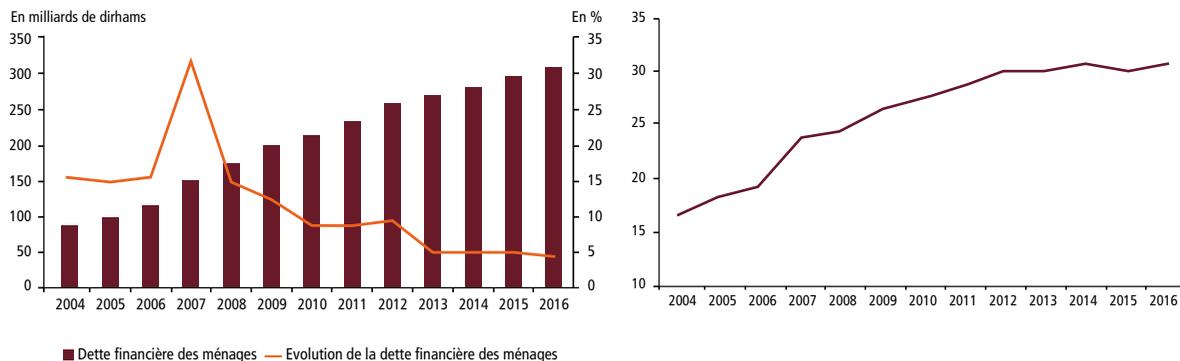
Source : BAM

**L'endettement financier des ménages a décéléré en 2016, aussi bien en termes de crédits à l'habitat qu'à la consommation**

La dette financière des ménages contractée auprès des banques et des sociétés de financement s'est accrue de 4,3% en 2016 à 309 milliards de dirhams, en décélération toutefois, par rapport à 2015 où elle avait enregistré une hausse de 5,1%.

**Evolution de la dette financière des ménages**

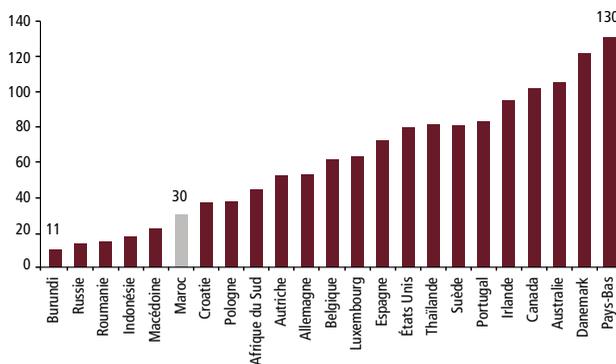
**Dette financière des ménages marocains, en % du PIB**



Source : BAM

Calculée en pourcentage du PIB, la dette financière des ménages s'est maintenue aux alentours de 30%, niveau jugé élevé comparativement à plusieurs économies émergentes et en développement mais qui reste en deçà des niveaux des économies les plus avancées.

**Dette financière des ménages en % du PIB, en 2016**

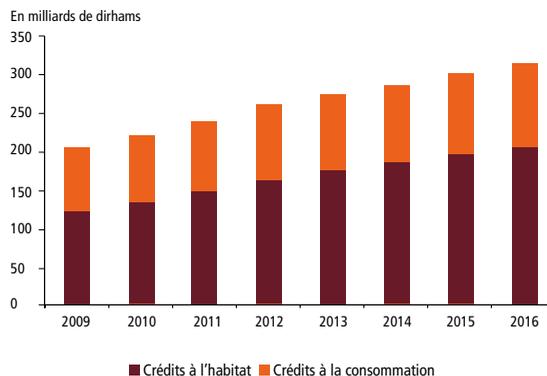


Source : FMI

*Bien qu'en ralentissement, l'investissement immobilier continue de représenter la principale raison de l'endettement des ménages*

Les ménages marocains ont continué à s'endetter en majeure partie pour financer l'acquisition de biens immobiliers, les crédits à l'habitat ayant représenté 64% de leur dette avec un encours totalisant 199 milliards de dirhams. Cette proportion est restée quasiment stable sur les trois dernières années. La part de la dette finançant leurs besoins de consommation est de l'ordre de 36%, avec un encours de 110 milliards de dirhams.

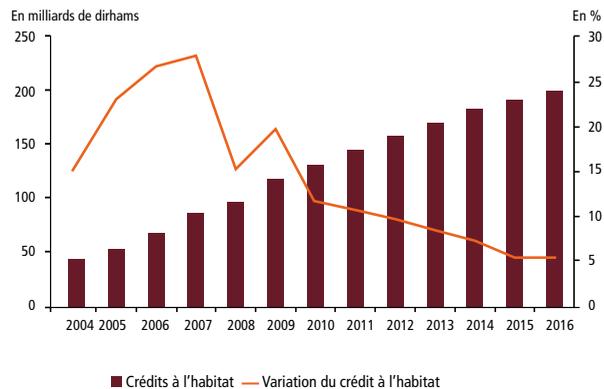
### Evolution de la composition de la dette financière des ménages



Source : BAM

L'endettement des ménages lié au financement de l'habitat a poursuivi sa décélération amorcée en 2010, revenant à 4,8% en 2016 après 5% en 2015 et 9,2% en moyenne sur la période 2010-2014. Ce ralentissement intervient en dépit de l'accroissement des nouveaux crédits contractés en 2016 de 8,8% après une baisse de 1,6% (favorisé par la baisse des taux d'intérêt) et la quasi-stabilisation des prix des actifs immobiliers résidentiels après une hausse de 1,7% une année auparavant.

### Evolution du crédit à l'habitat

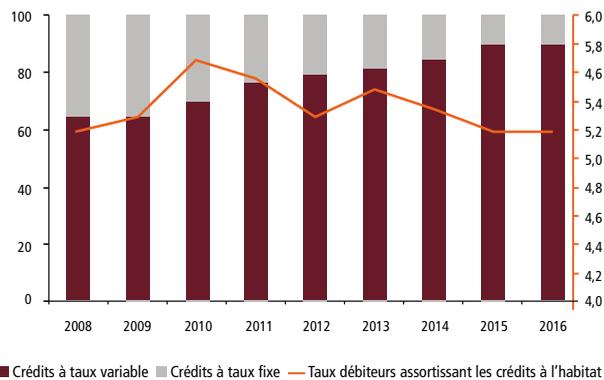


Source : BAM

*Les crédits à l'habitat contractés sont majoritairement à taux fixe*

Profitant d'une conjoncture caractérisée par des taux d'intérêt bas, les ménages ont continué à privilégier les crédits à taux d'intérêt fixe, la part de ces derniers ayant constitué la quasi-totalité de leurs prêts à l'habitat.

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



Source : BAM

Les crédits immobiliers sont contractés pour des durées de remboursement de plus en plus longues. En effet, les crédits à l'habitat à durée de remboursement supérieure à 20 ans ont représenté une part de 62%, contre 58% en 2015. Ceux dont la durée est située entre 10 et 20 ans n'en représentent que 33%.

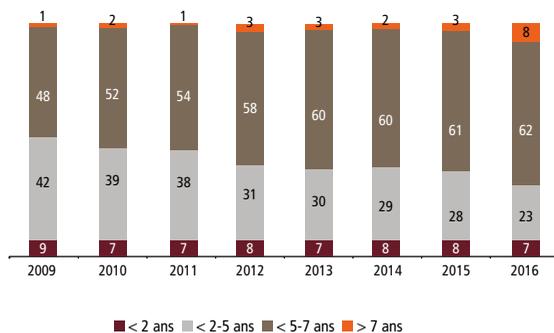
La proportion des bénéficiaires des crédits à l'habitat, dont le revenu est inférieur à 4.000 dirhams s'est établie à 33% au lieu de 37% en moyenne entre 2013 et 2015. Celle des ménages ayant un revenu compris entre 4.000 et 10.000 dirhams a été de 38% contre 35% au cours des trois dernières années. Les ménages ayant un revenu supérieur à 10.000 dirhams ont représenté 29%. La majorité des bénéficiaires de ces crédits sont des salariés et des fonctionnaires avec une proportion de 77%.

*Les prêts à la consommation des ménages ont ralenti de nouveau et ont vu leur maturité s'allonger davantage*

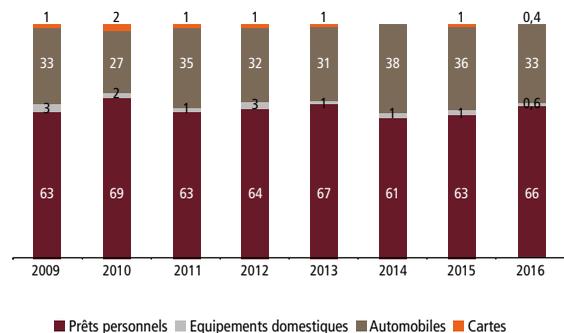
Les crédits contractés par les ménages pour financer leurs besoins de consommation ont enregistré une croissance ralentie à 3,2% contre 5% une année auparavant, pour totaliser près de 110 milliards de dirhams. Ces crédits ont continué d'être majoritairement affectés au financement des projets personnels pour une part en hausse à 66%, suivis par ceux destinés à l'acquisition de voiture avec une proportion de 33%.

Ces crédits observent un allongement de leur durée de remboursement depuis plusieurs années. La majorité des prêts à la consommation ont une durée initiale supérieure à 5 ans avec une part de 70%, contre 64% un an auparavant. La proportion des prêts d'une durée comprise entre 2 ans et 5 ans est de 26%, alors que celle dont la durée est inférieure à 2 ans est limitée à 7%.

Structure par tranche d'échéance des crédits à la consommation



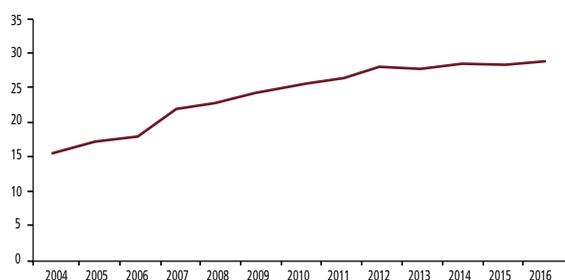
Structure des crédits à la consommation par objet, en %



Source : BAM

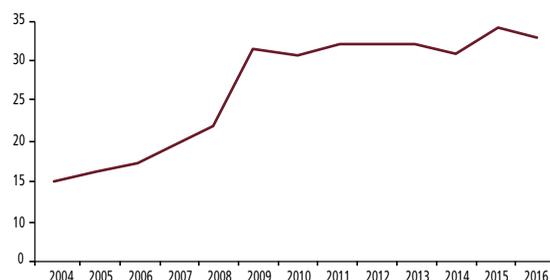
La dette financière des ménages résidant au Maroc s'est stabilisée au cours des cinq dernières années aux alentours de 28% du PIB. Cumulant un encours de 288 milliards de dirhams, cette dette a progressé de 4,5% en 2016, même rythme que celui de 2015. Pour ce qui est des ménages marocains résidant à l'étranger, leur dette financière s'est élevée à 20,7 milliards de dirhams pour représenter près de 33% de leurs transferts, une proportion quasi-stable depuis 5 ans.

**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

## Encadré n°2 : Endettement financier des particuliers

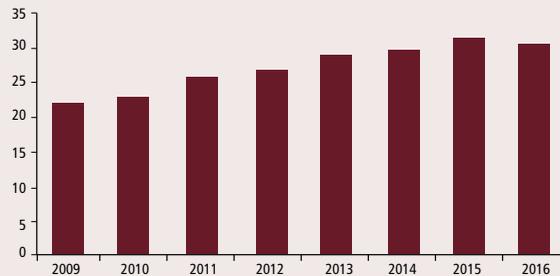
Le présent encadré propose une analyse de l'endettement financier d'un ensemble de particuliers, ayant bénéficié d'un crédit à la consommation au cours de l'année 2016, à travers l'analyse de leurs catégories socioprofessionnelles, leur âge et leur revenu. Un focus est porté sur les particuliers dont le taux d'endettement excède 40%.

Cette analyse porte sur 188 964 dossiers de crédits à la consommation pour des particuliers ayant renouvelé ou contracté un nouveau crédit en 2016.

Le taux d'endettement moyen pour l'ensemble de ces dossiers s'est établi à 31%, reflétant un niveau d'endettement quasi-similaire à celui calculé pour les données analysées en 2015.

## Encadré n°2 : Suite

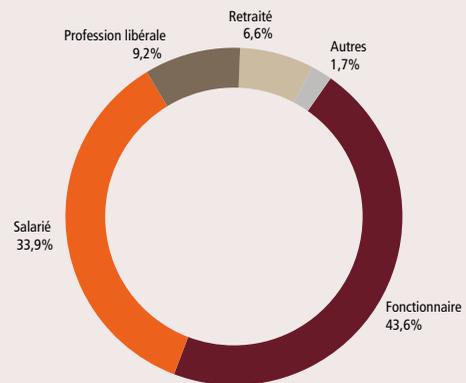
### Taux d'endettement moyen des particuliers\*, en %



(\*) Particuliers ayant contracté un nouveau crédit à la consommation, au titre de l'année 2016. Les données sont recueillies auprès des principales sociétés de financement.

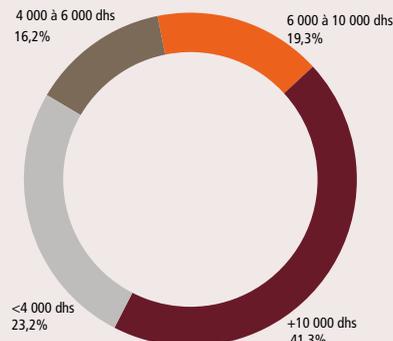
Ce taux d'endettement se situe à des niveaux différenciés, selon la catégorie socioprofessionnelle. Il est à 32,4% pour les fonctionnaires, qui ont bénéficié de 46% du total des crédits à la consommation accordés au titre de l'année 2016. Les salariés, disposant d'une part de 35,6% des crédits octroyés, ont affiché un taux d'endettement de 30,5%. Les personnes ayant une profession libérale et les retraités ont une charge d'endettement située respectivement à 24,6% et 27,2%.

### Répartition des particuliers\* par catégorie socioprofessionnelle, en %



(\*) Particuliers ayant contracté un nouveau crédit à la consommation, au titre de l'année 2016. Les données sont recueillies auprès des principales sociétés de financement.

### Part des particuliers\* selon leur tranche de revenu dans le total du montant financé en crédit à la consommation en 2016



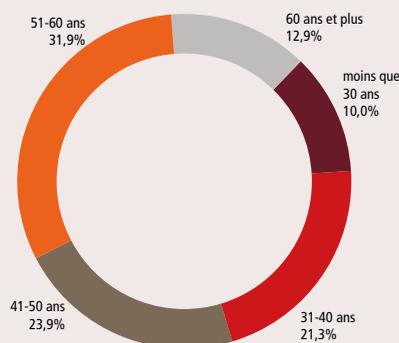
(\*) Particuliers ayant contracté un nouveau crédit à la consommation, au titre de l'année 2016. Les données sont recueillies auprès des principales sociétés de financement.

L'analyse par tranche de revenu indique que les particuliers dont le revenu ne dépasse pas 4 000 dirhams ont bénéficié au cours de cette année de 23,2% du total du montant des crédits à la consommation. Par ailleurs, les individus dont la tranche de revenus est située entre 4 000 et 10 000 dirhams et ceux ayant un revenu supérieur à 10 000 dirhams ont bénéficié respectivement de 35,4% et 41,3% de ce montant.

## Encadré n°2 : Suite

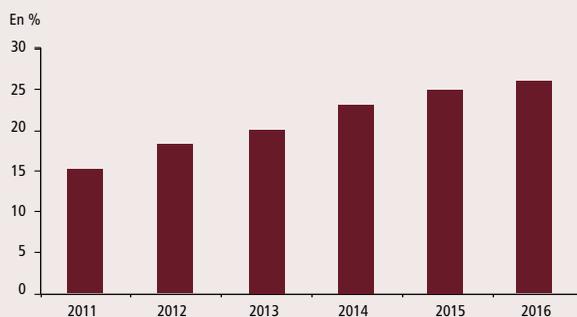
Les individus les plus endettés appartiennent à la tranche d'âge comprise entre 41 et 60 ans, avec une part de 55,7%. Leur taux d'endettement moyen se situe à 32,1% pour la tranche d'âge de 41 à 50 ans et à 33,5% pour celle allant de 51 à 60 ans. Les personnes âgées de plus de 60 ans ont une charge d'endettement moyenne de 30,3% et représentent 12,9% du total des bénéficiaires. Les jeunes, de 31 à 40 ans ont un taux d'endettement de 27,8%, avec une part de 21,3%, alors que les plus jeunes, qui ont moins de 30 ans, sont endettés à hauteur de 23,8% et ne représentent que 10% de l'ensemble des dossiers examinés.

## Répartition des particuliers\* par tranche d'âge, en %



(\*) Particuliers ayant contracté un nouveau crédit à la consommation, au titre de l'année 2016. Les données sont recueillies auprès des principales sociétés de financement.

## Part des particuliers\* ayant un taux d'endettement supérieur à 40%



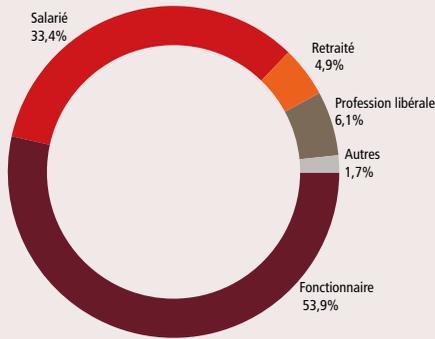
(\*) Particuliers ayant contracté un nouveau crédit à la consommation, au titre de l'année 2016. Les données sont recueillies auprès des principales sociétés de financement.

Concernant les individus dont la dette dépasse 40% de leur revenu, leur part s'est établie à 25,7% des dossiers étudiés, totalisant 37,4% du montant global des crédits accordés.

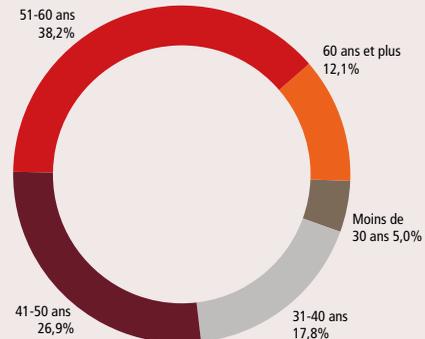
Cette population est constituée essentiellement de fonctionnaires et de salariés, à plus que 85%. Les individus les plus âgés sont plus concernés par les taux d'endettement élevés, supérieurs à 40%. En effet, les tranches d'âge de 41 à 50 ans et de 51 à 60 ans représentent respectivement 26,9% et 28,2% de cette catégorie. Les plus jeunes ont des parts moins importantes, de 17,8% pour la tranche d'âge allant de 31 à 40 ans, alors que les individus de moins de 30 ans ne dépassent pas 5%.

**Encadré n°2 : Suite**

**Proportion des particuliers\* ayant un taux d'endettement supérieur à 40%, par catégorie socioprofessionnelle**



**Proportion des particuliers\* ayant un taux d'endettement supérieur à 40%, par tranche d'âge**



(\* ) Particuliers ayant contracté un nouveau crédit à la consommation, au titre de l'année 2016. Les données sont recueillies auprès des principales sociétés de financement.

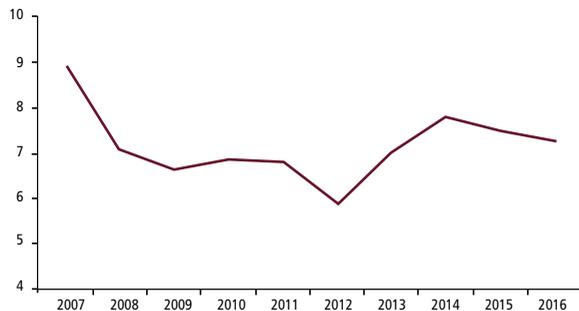
Source des données : base de données des établissements de crédit, calcul BAM

**Le taux de défaut des ménages baisse pour la deuxième année consécutive**

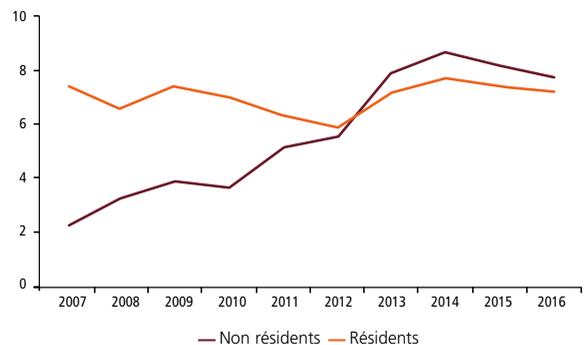
Les défauts de paiement des ménages ont totalisé 22,4 milliards de dirhams, en progression de 1%, niveau comparable à celui de 2015, mais plus faible par rapport à ceux enregistrés au cours de 2013 et 2014.

Le taux de défaut <sup>11</sup> s'est ainsi situé à 7,3% après 7,5% en 2015, recouvrant une baisse de celui des crédits à l'habitat, qui est revenu de 6,1% à 5,8% ainsi qu'un léger recul du taux de défaut des crédits à la consommation, ayant passé de 10% à 9,9%.

**Taux des dettes en souffrance des ménages, en %**



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



Source : BAM

<sup>11</sup> Le taux de défaut des ménages correspond à la part de leurs dettes en souffrance dans le total de leur dette financière.

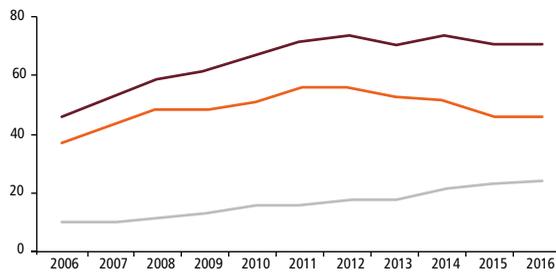
La baisse de ce taux provient des ménages résidents dont la dette en souffrance a représenté 7,2% de leur dette globale, contre 7,4% une année auparavant. Les ménages non-résidents ont, quant à eux, vu la proportion de leur dette en souffrance revenir à 7,8%, après 8,2% en 2015.

## II.2 ENTREPRISES NON FINANCIÈRES

*La croissance de la dette financière des entreprises non financières s'est redressée, tirée par celle des entreprises publiques*

Le rythme de croissance de l'endettement financier des entreprises non financières s'est redressé à 3,4% pour atteindre 716 milliards de dirhams, après un recul de 2,8% en 2015. Rapporté au PIB, le niveau de cette dette s'est maintenu à 70%.

**Evolution de la dette financière des entreprises non financières, en % du PIB**



— Dette des ENF en % du PIB — Dette financière des ENF publiques en % du PIB — Dette financière des ENF privées en % du PIB  
Source : BAM

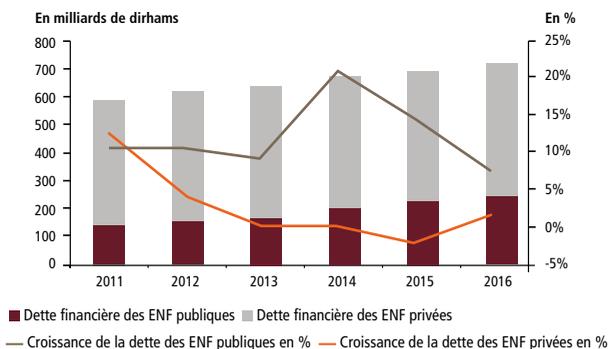
*L'augmentation continue de la dette bancaire des entreprises non financières publiques constitue une source de préoccupation*

La croissance de la dette financière des entreprises non financières provient à raison de 71% des entreprises publiques. Celles-ci ont enregistré un additionnel d'endettement de 17 milliards de dirhams à fin 2016, en ralentissement par rapport à 2015. La dette des entreprises privées a progressé, quant à elle, de 1,5%, soit près de 7 milliards, alors qu'elle avait baissé de plus de 2% en 2015.

Le ralentissement de la dette financière des entreprises publiques s'explique notamment par le recul de 6,2% de sa composante de marché totalisant un encours de 28 milliards de dirhams et par la décélération de sa composante extérieure de 17,1% en 2015 à 6% en 2016. En revanche, la dette bancaire, représentant une part de 19,4% de l'endettement financier des entreprises publiques, n'a cessé d'augmenter ces dernières années, enregistrant à fin 2016 sa plus forte hausse depuis 2010, avec 24,4%. Cette tendance reflète la poursuite de l'effort d'investissement au niveau de certaines de ces entreprises.

Parallèlement, le redressement de l'endettement financier des entreprises non financières privées est tiré principalement par l'appréciation de l'endettement bancaire, principale source de financement de ces entreprises, qui a progressé de 1,8%, après un recul de 2,4% une année auparavant.

### Evolution de la dette financière des entreprises non financières publiques et privées

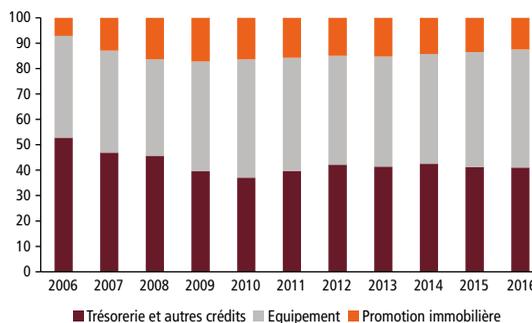


Source : BAM

*La croissance de la dette bancaire, première source de financement des entreprises non financières, s'est redressée, tandis que la dette obligataire a continué de s'effriter*

La dette bancaire qui représente 67% de l'endettement des entreprises non financières, a progressé de 3,7% pour s'établir à 467 milliards de dirhams en 2016, contre une baisse de 1,6% à fin 2015. Son niveau par rapport au PIB a continué de s'apprécier pour se situer à 46%, contre 45,6% à fin 2015.

### Evolution de la composition de la dette bancaire des entreprises non financières, en %



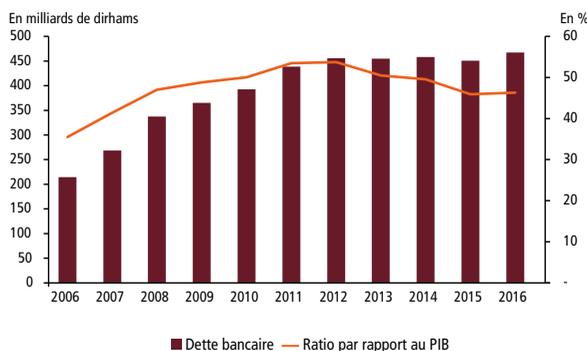
Source : BAM

Les emprunts bancaires contractés par les entreprises non financières ont été affectés principalement au financement des investissements et des besoins de trésorerie, avec des parts respectives de 47% et 41% de leur dette bancaire globale à fin 2016. La dette bancaire destinée à financer la promotion immobilière a continué de se réduire, au cours des dernières années et a représenté environ 12% de l'endettement bancaire, en lien notamment avec la poursuite du désendettement de certains grands groupes immobiliers.

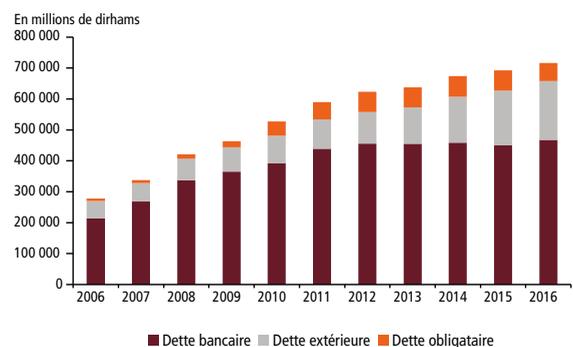
Le recours des entreprises non financières à la dette extérieure a continué d'être vigoureux, avec toutefois un rythme de croissance ralenti à 8,3%, contre une croissance moyenne de plus de 16% enregistrée sur la période 2006-2015. Cette dette d'un niveau relativement élevé (19% du PIB en 2016) continue d'être concentrée par les entreprises publiques, ce qui pourrait interpeller quant à leur couverture contre le risque de change, dans le cadre d'un régime plus flexible.

Les entreprises non financières recourent de moins en moins à la dette obligataire, dont l'encours a totalisé 30 milliards de dirhams en 2016, en repli de 11% après 1,8% en 2015. Cet effritement incombe majoritairement aux entreprises privées dont la dette obligataire a enregistré une baisse de 15%, après celle de 10% en 2015, et dans une moindre proportion aux entreprises publiques dont la dette obligataire s'est repliée de 6%, alors qu'elle avait progressé de 11% une année auparavant.

**Evolution de la dette bancaire des entreprises non financières et de son niveau par rapport au PIB**



**Composition de la dette financière des entreprises non financières**



Source : BAM

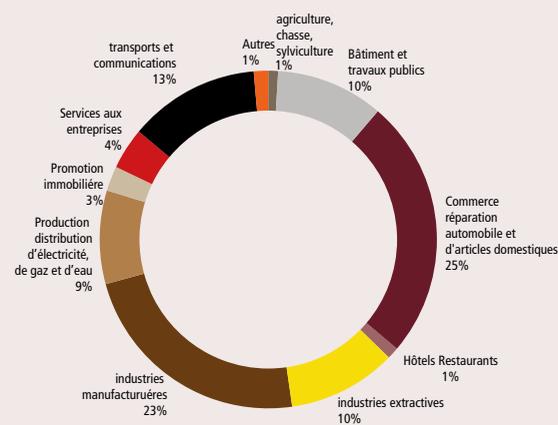
### Encadré n°3 : Etude de l'endettement d'un échantillon d'entreprises non financières

L'étude a porté sur un échantillon de 13 954 entreprises non financières<sup>12</sup> cumulant en 2015, un chiffre d'affaires de 511 milliards de dirhams, une dette financière de 282 milliards de dirhams et une dette commerciale de 146 milliards de dirhams.

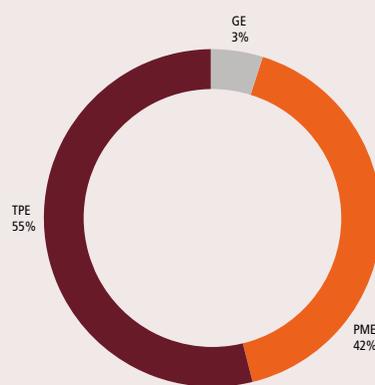
Afin de pouvoir analyser l'évolution de l'endettement des entreprises sur un horizon de temps suffisant, l'échantillon retenu n'inclut que les entreprises disposant de données bilanciellées couvrant une période de 4 ans, de 2012 à 2015, date la plus récente de disponibilité des états financiers centralisés.

L'échantillon est composé d'entreprises non financières publiques et privées qui interviennent dans divers secteurs d'activité et se répartissent par taille<sup>13</sup> en 7 722 entreprises pour la catégorie très petites entreprises (TPE), suivies de 5828 petites et moyennes entreprises (PME) et un nombre de 404 entreprises identifiées comme étant de grandes entreprises (GE).

Répartition des entreprises de l'échantillon par secteurs d'activités<sup>14</sup> sur la base du Chiffre d'affaires



Répartition du nombre d'entreprises de l'échantillon par taille



Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

12 Il s'agit d'entreprises pour lesquelles les données comptables pour les quatre dernières années ont été réunies et fiabilisées.

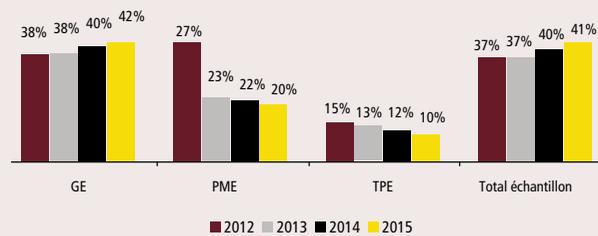
13 On entend par GE, les entreprises dont le chiffre d'affaires est supérieur à 175 millions de dirhams ; PME celles avec un chiffre d'affaires entre 3 et 175 millions de dirhams ; TPE celles dont le chiffre d'affaires annuel est inférieur à 3 millions de dirhams.

14 Les secteurs d'activités correspondent à ceux de la nomenclature marocaine des activités 1999, avec le regroupement de certains secteurs et la distinction des entreprises opérant dans la branche promotion immobilière au niveau du secteur « Immobiliers, location et services aux entreprises ». Pour les entreprises opérant dans plusieurs secteurs d'activité, le secteur retenu est celui dont le poids représente la part la plus importante en matière de chiffre d'affaires.

### Encadré n°3 : Suite

Le taux d'endettement à long terme<sup>15</sup> de l'échantillon s'est situé à 41% en 2015, marquant une légère hausse par rapport à fin 2014, imputable à la grande entreprise dont le taux d'endettement a augmenté de deux points de pourcentage par rapport à 2014 à 42% sous l'effet notamment, de la hausse de l'endettement des entreprises relevant des secteurs « transport et communication » et « industrie extractive » qui a progressé de 40% et 34% respectivement par rapport à 2014. A l'inverse, l'endettement financier a continué de se replier au niveau de la PME et de la TPE qui ont affiché des taux d'endettement respectifs de 20% et 10%, contre respectivement 22% et 12% en 2014.

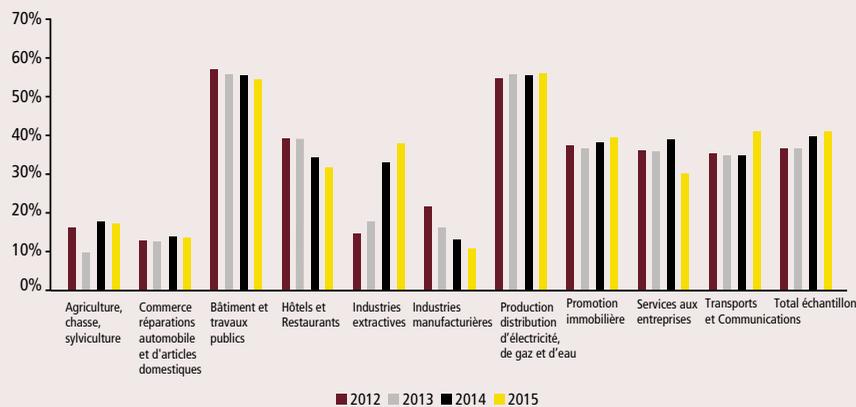
#### Évolution du taux d'endettement à long terme des entreprises de l'échantillon - par taille



Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

Un focus sur l'endettement à long terme des grandes entreprises fait ressortir des situations sectorielles disparates. Les entreprises relevant des secteurs « production et distribution d'électricité, de gaz et eau » et « bâtiment et travaux publics » sont les plus endettées comparativement à la moyenne, avec des taux d'endettement respectifs de 57% et 56%. Celles relevant des secteurs « transport et télécommunication », « promotions immobilière » et « industries extractives » ont affiché des taux d'endettement de l'ordre de 42%, 41% et 39% respectivement.

#### Évolution du taux d'endettement à long terme des grandes entreprises de l'échantillon - par secteur d'activité



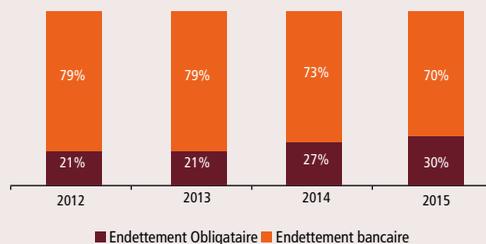
Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

15 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

Si la dette bancaire reste la composante majoritaire de l'endettement financier des entreprises, sa part a baissé de 79% en 2012 à 70% en 2015, en faveur de la dette obligataire qui a vu son poids augmenter à 30% en 2015, alors qu'il se situait à 21% en 2012. Cette évolution reflète un recours de plus en plus important des grandes entreprises opérant dans le secteur « industrie extractive » au financement de marché, suivies par celles relevant des secteurs « promotion immobilière » et « bâtiment et travaux publics ».

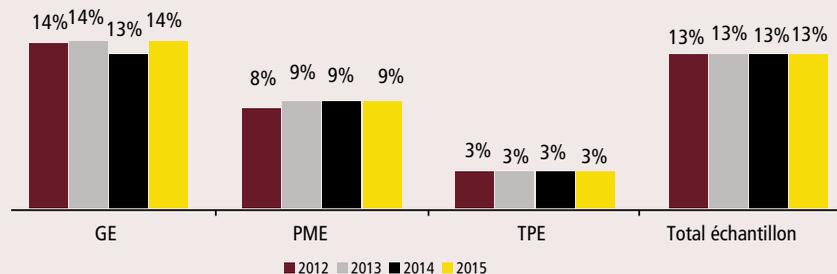
#### Évolution de la composition de la dette de financement à long terme des entreprises de l'échantillon



Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

En plus du financement de long terme, les entreprises ont fait appel à celui de court terme qui est resté stable entre 2012 et 2015 et globalement proche de 13% de leur chiffre d'affaires. Ce niveau reflète un endettement de trésorerie représentant 14% du chiffre d'affaires en 2015 au niveau de la GE, suivie par la PME avec 9%. Au niveau de la TPE, ce financement est resté très faible avec des niveaux avoisinant 3% de leur chiffre d'affaires.

#### Évolution de la dette de trésorerie rapportée au Chiffre d'affaires des entreprises de l'échantillon - par taille

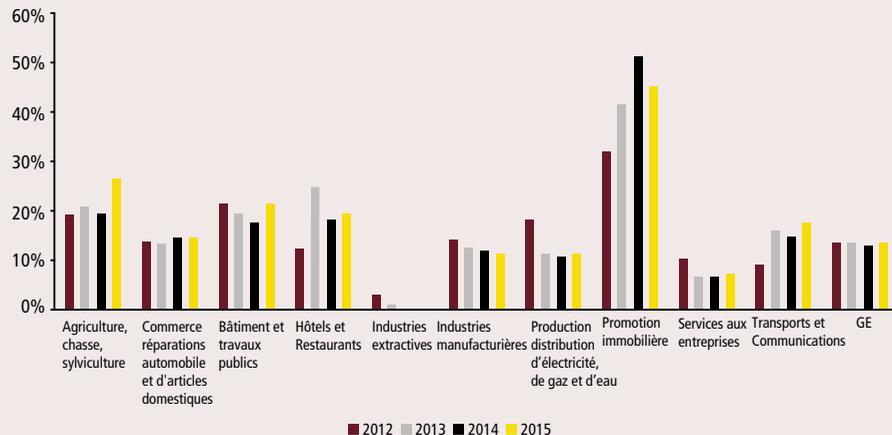


Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

### Encadré n°3 : Suite

Un focus sur la dette de trésorerie des grandes entreprises fait ressortir des disparités sectorielles. Les entreprises opérant dans le secteur de la promotion immobilière affichent une dette de trésorerie représentant 46% de leur chiffre d'affaires en 2015, qui vient en sus de leur dette à long terme, traduisant un niveau d'endettement élevé par rapport aux cash-flows dégagés par leur activité. Les entreprises relevant des secteurs « agriculture », « bâtiment et travaux publics » et « hôtels et restaurants » ont contracté une dette de trésorerie représentant respectivement 27%, 22% et 20% de leur chiffre d'affaires en 2015.

#### Évolution de la dette de trésorerie rapportée au Chiffre d'affaires des GE de l'échantillon - par secteur d'activité

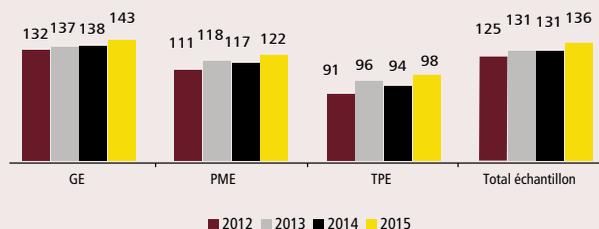


Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

Outre l'endettement financier, les entreprises de l'échantillon ont eu recours au crédit inter-entreprises qui a globalement progressé de 5 jours pour se situer à 136 jours d'achats en 2015. Les trois segments d'entreprises ont affiché une progression de leur dette fournisseurs qui s'est établie à 122 et 98 jours d'achats respectivement pour la PME et la TPE à fin 2015. La GE, disposant d'un pouvoir de négociation élevé, a maintenu des délais de règlement fournisseurs relativement importants se situant à 143 jours d'achats.

## Encadré n°3 : Suite

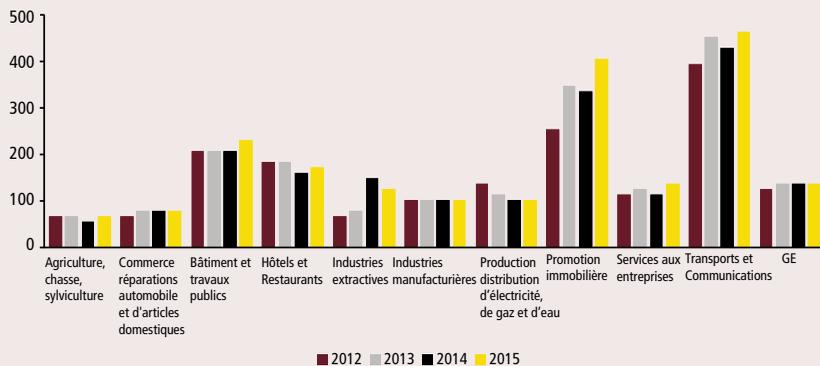
## Évolution de la dette commerciale en jours d'achats des entreprises de l'échantillon - par taille



Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

Au niveau de la GE, les entreprises opérant dans le secteur « Transport et communication » ont dégagé les délais de règlement fournisseurs les plus longs, suivi par le secteur de la promotion immobilière. Cette hausse importante s'explique principalement par un recul de 28% des achats effectués par les entreprises relevant de ce secteur, alors que leur dette nette auprès de leurs fournisseurs n'a baissé que de 10%.

## Evolution de la dette des fournisseurs en jours d'achats des GE de l'échantillon - par secteur d'activité

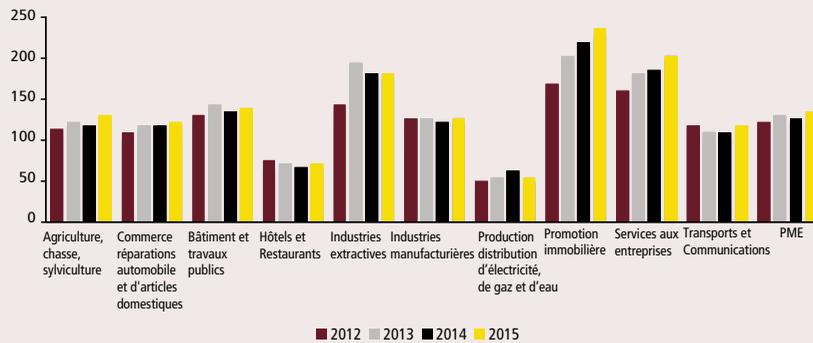


Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

### Encadré n°3 : Suite

Pour ce qui est de la PME, les niveaux d'endettement commercial les plus importants sont observés dans les secteurs « promotion immobilière », « services fournis aux entreprises » et « industrie extractive » avec respectivement 217, 187 et 166 jours d'achats en 2015. Les PME relevant du secteur de la production et distribution d'électricité, de gaz et d'eau ont affiché une dette commerciale représentant 50 jours de leurs achats.

#### Evolution de la dette des fournisseurs en jours d'achats des PME de l'échantillon - par secteur d'activité

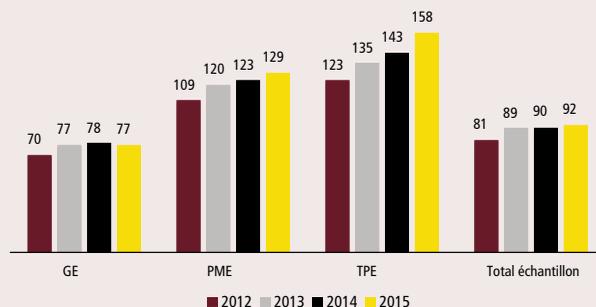


Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

Les délais de paiement observés par les entreprises de l'échantillon de la part de leur clientèle ont augmenté globalement de 20 jours sur la période 2012-2015. Au regard de la taille, les grandes entreprises, ayant un pouvoir de négociation plus significatif, ont enregistré les plus courts délais de paiement par leurs clients avoisinant les 77 jours de chiffre d'affaires en 2015 contre 129 jours pour la PME et 158 jours pour la TPE. De plus, si les délais de paiement des créances clients sont demeurés stables pour les grandes entreprises, la PME et la TPE ont observé un allongement de ces délais de paiement de 6 et 15 jours de chiffres d'affaires respectivement.

## Encadré N°3 : Suite

## Évolution des créances clients en jours de Chiffres d'affaires des entreprises de l'échantillon - par taille



Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

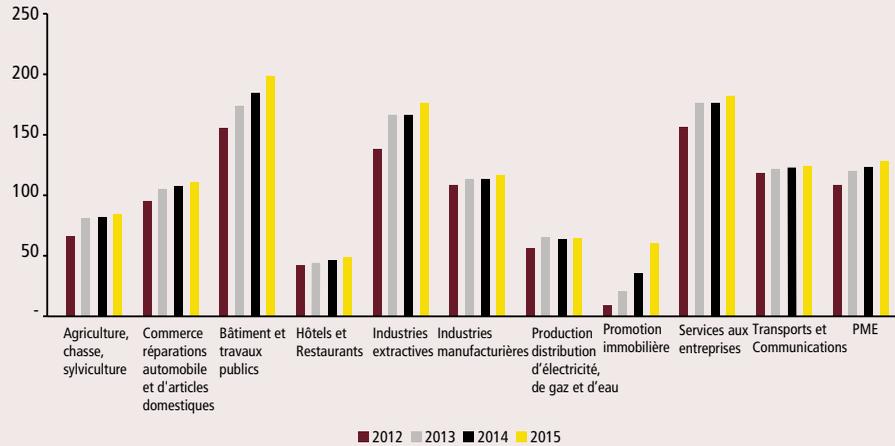
Les entreprises relevant du secteur « services fournis aux entreprises » sont celles qui enregistrent les délais de règlement les plus importants avec des créances représentant 202 jours du chiffre d'affaires au niveau de la TPE, 182 jours au niveau de la PME et 134 jours au niveau de la GE. Celles appartenant au secteur BTP affichent, elles aussi, des délais de règlement client élevés pour les trois segments, avec 159 jours de chiffre d'affaires pour la TPE, 198 jours pour la PME et 144 jours pour la GE à fin 2015.

Au niveau de la GE, la progression la plus importante des créances clients est observée dans les secteurs « services fournis aux entreprises » et « Hôtels et restaurants », dont le niveau des créances clients s'est allongé de 22 jours et 11 jours respectivement à fin 2015.

Pour ce qui est de la PME, les secteurs « promotion immobilière » et « BTP » ont enregistré les allongements les plus significatifs des créances clients avec respectivement 24 et 14 jours de chiffre d'affaires.

### Encadré N°3 : Suite

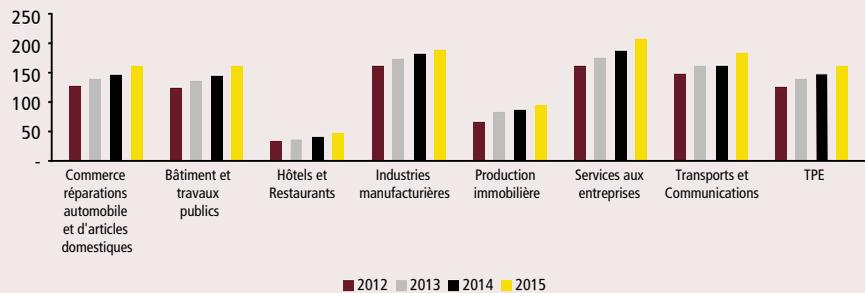
#### Évolution des créances clients en jours de chiffre d'affaires des PME de l'échantillon - par secteur



Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

S'agissant de la TPE, les créances clients pour les secteurs du « BTP » et « Transport et communication » ont affiché la plus importante hausse avec 18 jours de chiffre d'affaires en 2015.

#### Évolution des créances clients en jours de chiffre d'affaires des TPE de l'échantillon - par secteur

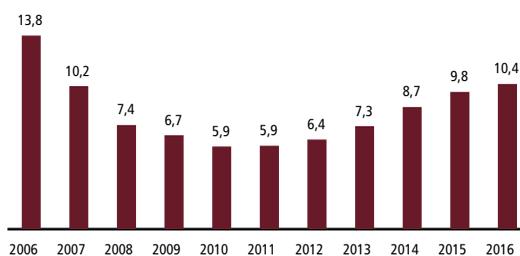


Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

**Les dettes en souffrance des entreprises non financières ont crû à un rythme ralenti**

La dette bancaire en souffrance des entreprises non financières a poursuivi son ralentissement amorcé l'année dernière avec une croissance de 8,1% en 2016, pour atteindre près de 48 milliards de dirhams. En revanche, la part de ces créances dans la dette bancaire globale des entreprises non financières a augmenté à 10,2%, contre 9,7% en lien avec une croissance plus que proportionnelle que celle des crédits sains.

**Evolution du taux des dettes en souffrance des entreprises non financières, en %**



Source : BAM

Par secteurs d'activité, le tourisme a dégagé un taux élevé de défaut de 21%, suivi par le secteur « industrie manufacturière » avec 15% et les secteurs « commerce » et « transport et communication » avec tous les deux un taux de 14%.

# **CHAPITRE 3**

## **SOLIDITE DES INSTITUTIONS FINANCIERES**



## APERÇU

Le résultat cumulé réalisé par les banques, a affiché une progression de 31% au titre de l'année 2016, impacté par une opération exceptionnelle, sans laquelle il aurait été en repli de 1,7%, qui serait attribuable à la baisse, pour la première fois depuis 10 ans, de leur marge d'intérêt et à la hausse de leur coût du risque.

Le contexte économique peu favorable n'a pas été sans impacts sur la qualité des actifs des banques, qui ont vu leurs créances en souffrance augmenter à 7,6% de leur portefeuille de crédit. Les banques ont couvert ces créances par des provisions spécifiques à hauteur de 69%, contre 68% en 2015. En plus de ces provisions, les banques ont constitué des provisions à caractère général totalisant 7,3 milliards de dirhams, afin de couvrir leurs risques non avérés.

Concomitamment, les banques marocaines ont continué à renforcer leurs fonds propres prudentiels en affichant un ratio moyen de 14,2%, contre 13,7% en 2015. Toutefois, le ratio des fonds propres de catégorie 1 se situe à 11,5%, après 11,8% en 2015.

De même, la liquidité des banques a poursuivi son amélioration et s'est traduite par un moindre recours aux avances de la Banque Centrale qui ont totalisé en moyenne 15 milliards de dirhams, contre 35 milliards de dirhams en 2015.

Les bons fondamentaux du secteur bancaire ont été globalement confirmés par les résultats des exercices de stress tests simulant des chocs provenant de l'environnement macroéconomique. Le risque de contagion transfrontière pouvant émaner des filiales des banques marocaines implantées à l'étranger reste faible.

Du côté des assurances, leur activité a continué de croître en 2016, avec toutefois, une décélération. Le taux de pénétration, correspondant au rapport entre les primes émises et le PIB, s'est établi à 3,6%, soit un niveau plus faible que celui de l'année dernière. Leurs plus-values latentes se sont établies à 29 milliards de dirhams, en hausse de 52,3% par rapport à l'année 2015, recouvrant une hausse des plus-values enregistrées sur les compartiments actions et OPC et de légères baisses au niveau des segments obligataires et placements immobiliers. Les actifs liquides continuent à couvrir les éventuelles sorties de trésorerie avec un ratio de liquidité s'établissant à 266% contre 243% en 2015. La marge de solvabilité, en couverture du risque de souscription, a augmenté à 449% contre 408% en 2015, avec toutefois, la nécessité de recapitaliser certaines entreprises d'assurances, avec le passage vers le régime de la solvabilité basée sur les risques.

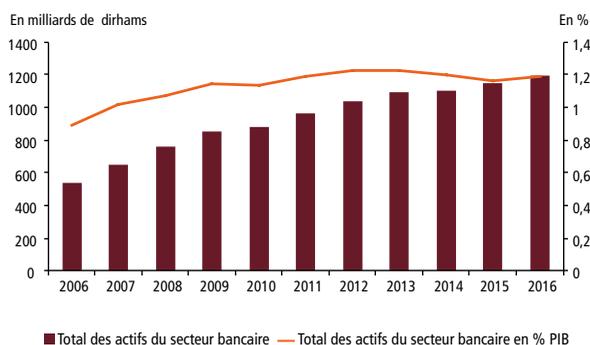
Concernant les régimes de retraite, le niveau des prestations servies a représenté 110% de celui des cotisations perçues et leurs réserves ont atteint 281 milliards de dirhams, en hausse de 3% par rapport à 2015. La réforme paramétrique du Régime des Pensions Civiles (RPC) courant 2016 a permis d'équilibrer la tarification de ce régime pour les droits futurs de ses affiliés sans toutefois résorber les engagements importants du régime au titre des droits passés, et de réduire de 53% l'engagement non couvert du régime à l'horizon des projections.

### III.1 SECTEUR BANCAIRE<sup>16</sup>

*L'activité du secteur bancaire continue à progresser sous l'effet notamment du renforcement de l'activité d'intermédiation*

En 2016, la taille du secteur bancaire a augmenté de près de 5%, pour atteindre un volume d'actifs de plus de 1.200 milliards de dirhams, représentant 118% du PIB, contre 116% une année auparavant. Cette évolution intervient sous l'effet notamment d'une poursuite du renforcement de leur activité d'intermédiation.

#### Evolution de la taille du secteur bancaire



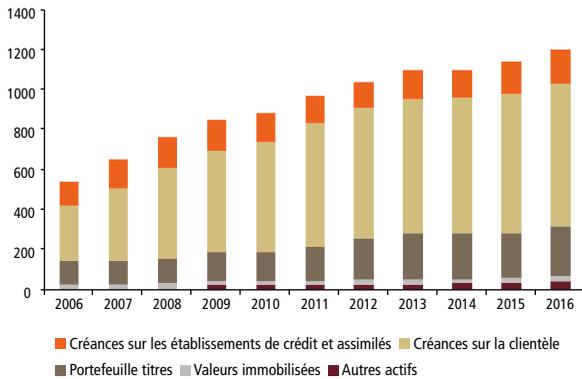
Source : BAM

La structure des bilans des banques est restée quasi-similaire à celle de 2015, avec du côté des emplois, une prédominance des crédits à la clientèle représentant 60% du total actif, suivis par le portefeuille titres avec un poids de 20%, puis les créances sur les établissements de crédit avec une part de 14%.

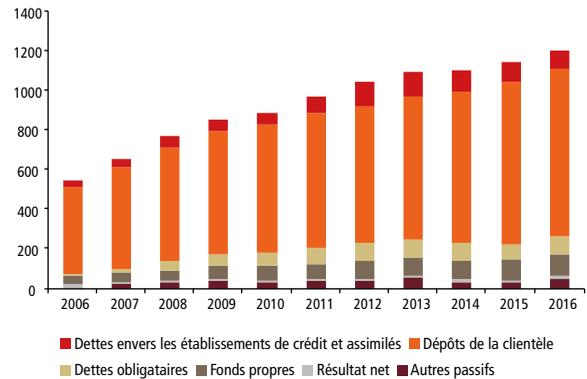
Du côté des ressources, les dépôts collectés auprès de la clientèle ont continué à représenter le poids le plus important avec une légère baisse à 71% après une hausse de 4,6% de leur encours. Suite au recul de 10% des ressources provenant des établissements de crédit, leur part s'est stabilisée à 8%, reflétant un moindre recours au refinancement auprès de Bank Al-Maghrib. Le refinancement obligataire s'est, quant à lui, renforcé de plus de 7% en 2016.

<sup>16</sup> Cette section fait ressortir les principaux indicateurs de solidité du secteur bancaire sur base individuelle

### Evolution de la structure des emplois des banques, en milliards de dirhams



### Evolution de la structure des ressources des banques, en milliards de dirhams

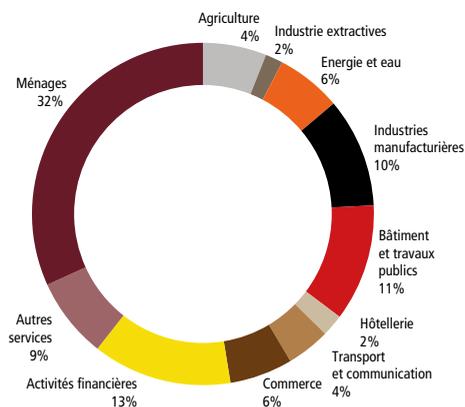


Source : BAM

**Les crédits octroyés par les banques à leur clientèle sont diversifiés sur le plan sectoriel**

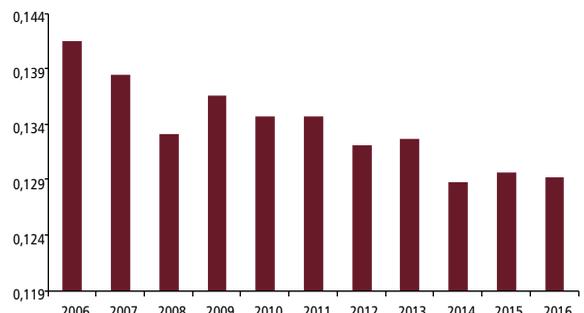
Les crédits octroyés par les banques à leur clientèle continuent d’être assez diversifiés sur le plan sectoriel. Ceux accordés aux entreprises opérant dans le secteur des « activités financières » ont représenté une proportion de 13% des crédits au même niveau qu’en 2015. Les crédits bénéficiant aux secteurs des « industries manufacturières » et du « Bâtiment et travaux publics » ont représenté chacun une part d’environ 10% des crédits. De ce fait, l’indice IHH<sup>17</sup> de concentration des crédits octroyés aux entreprises s’est situé aux alentours de 0,13, même niveau que celui observé depuis 6 ans.

### Répartition sectorielle des crédits par décaissement des banques à fin 2016



Source : BAM

### Indice IHH mesurant la concentration des crédits bancaires aux entreprises

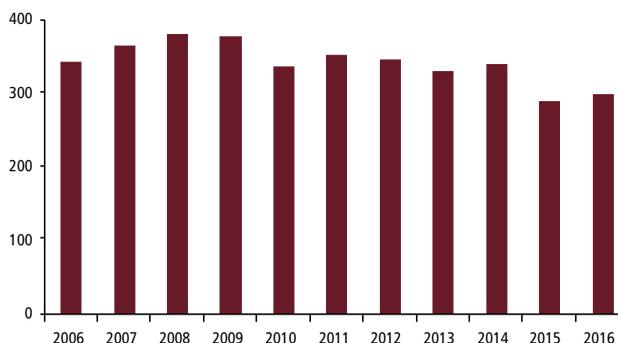


17 L’indice de Herfindhal-Hirschmann (IHH) mesure la concentration d’un marché, sa valeur varie entre 0 et 1. Plus cette valeur est élevée, plus la concentration est importante.

**Les crédits portés par les banques sur les entreprises et groupes d'entreprises excédant 5% de leurs fonds propres continuent d'afficher des niveaux élevés**

La concentration par « grands débiteurs »<sup>18</sup>, est un risque important auquel est exposé le secteur bancaire marocain. Il s'est reflété à travers des engagements bilan et hors-bilan cumulant plus de 355 milliards de dirhams à fin 2016, en hausse de 7% par rapport à l'année dernière. Ces expositions se sont toutefois maintenues à près de 3 fois les fonds propres des banques, en lien avec le renforcement de ces derniers.

#### Expositions des banques sur les grands débiteurs, en % des fonds propres prudentiels des banques



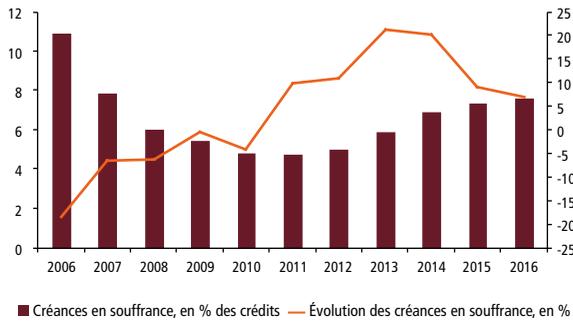
Source : BAM

**Les créances en souffrance portées par les banques, en hausse à 7,6% des crédits, ont été impactées par le contexte macroéconomique peu favorable**

Le contexte macroéconomique peu favorable a continué de peser sur la qualité des actifs des banques, avec des créances en souffrance, poursuivant leur progression à hauteur de 6,8% en 2016, rythme toutefois plus modéré que celui enregistré au cours des cinq dernières années. Ainsi, la part de ces créances s'est située à 7,6% des crédits, contre 7,4% en 2015. Celles-ci pourraient s'accroître en 2017, en lien avec les conditions macroéconomiques défavorables qui ont prévalu en 2016.

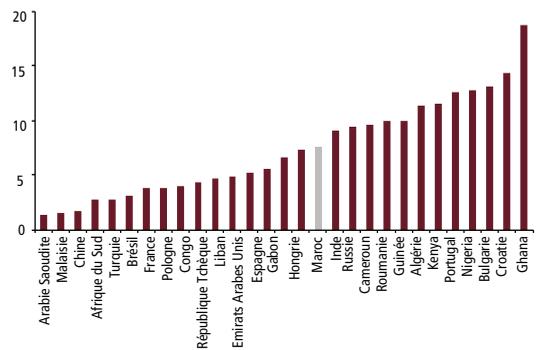
<sup>18</sup> Un grand débiteur est entendu comme toute contrepartie ou groupe de contreparties bénéficiant d'un crédit dépassant 5% des fonds propres de la banque.

### Evolution des créances en souffrance des banques



Source : BAM

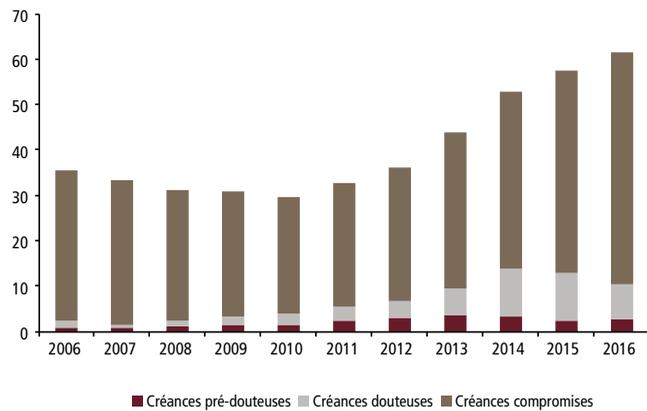
### Ratio des créances en souffrance rapportées au crédit, en %



Source : FMI

Par catégorie, les créances compromises ont enregistré la plus forte hausse avec un surplus de 6,5 milliards de dirhams par rapport à l'année dernière, portant leur encours à 51 milliards de dirhams, représentant 83% de l'ensemble des créances en souffrance. Les créances pré-douteuses ont progressé de 11% totalisant 2,8 milliards de dirhams maintenant leur part à 4% du total, tandis que celles douteuses sont revenues à 7,8 milliards de dirhams, après 10,6 milliards de dirhams en 2015, portant ainsi leur part à 13% après 18% en 2015.

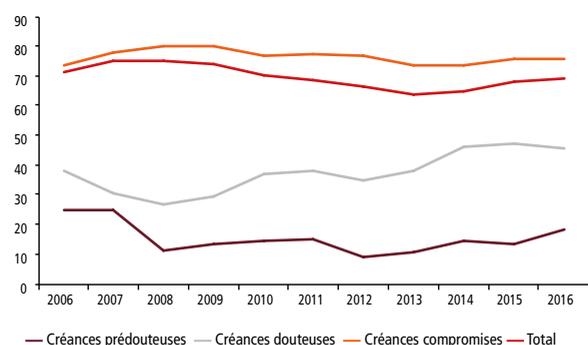
### Taux des créances en souffrance des banques par catégorie, en milliards de dirhams



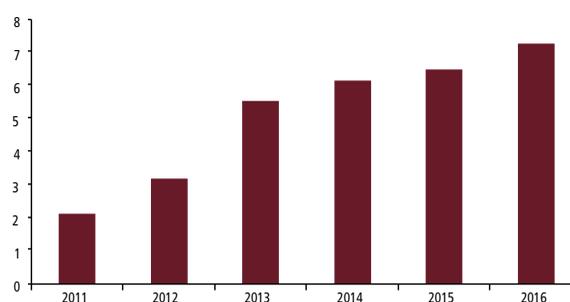
Source : BAM

Les banques ont couvert leurs créances en souffrance par des provisions spécifiques à hauteur de 69%. Ventilé par catégorie, ce taux de couverture ressort à 76% pour les créances compromises, 47% pour celles douteuses et 18% pour les pré-douteuses. Afin de couvrir leurs risques non avérés, les banques ont également constitué des provisions à caractère général totalisant 7,3 milliards de dirhams, en hausse de 12% par rapport à fin 2015.

Taux de couverture par catégorie de créances, en %



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



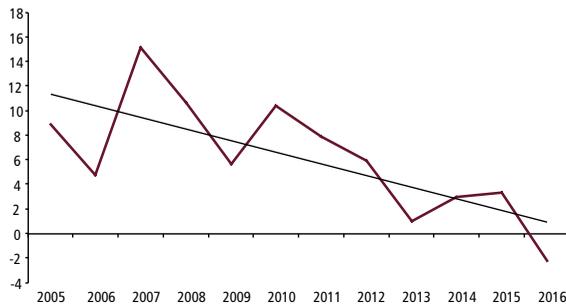
Source : BAM

**Les résultats des banques ont été négativement impactés, en 2016, par un environnement caractérisé par la baisse des taux d'intérêt, ainsi que par la hausse de leur coût du risque**

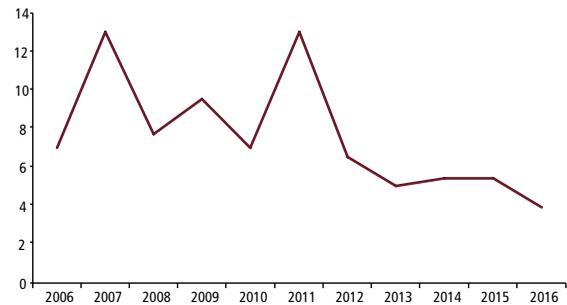
Les résultats nets réalisés par les banques, constituant l'un des facteurs contribuant à leur résilience, ont affiché en 2016, une progression de 31% à plus de 12 milliards de dirhams, impactés par une opération exceptionnelle, sans laquelle ils auraient été en repli de 1,7%. Un repli attribuable essentiellement à la baisse de leur marge d'intérêt et de leur coût du risque.

L'analyse ci-après de cette section est faite compte non tenu des éléments de résultat exceptionnel.

**Evolution de la marge d'intérêt dégagée par les banques, en %**



**Evolution des charges générales d'exploitation, en %**



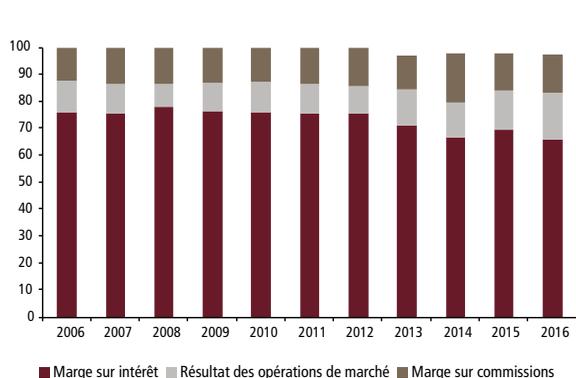
Source : BAM

Le produit net bancaire a progressé de 3%, maintenant son niveau par rapport aux actifs à près de 0,4%, sans changement par rapport à la moyenne enregistrée au cours des dix dernières années. Celui-ci a été impacté notamment par les effets opposés du contexte de taux d'intérêt bas.

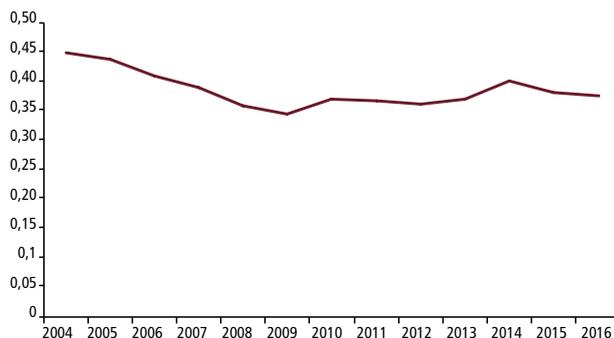
D'une part, la marge d'intérêt, principale source de revenus pour les banques marocaines, enregistre pour la première fois depuis plus de dix ans, une baisse de plus de 2,2%.

D'autre part, les résultats dégagés des opérations de marché, enregistrent un rebond de 25%, suite à une hausse des résultats liés aux opérations sur titres, favorisée par la baisse des taux obligataires.

Structure du PNB des banques, en %

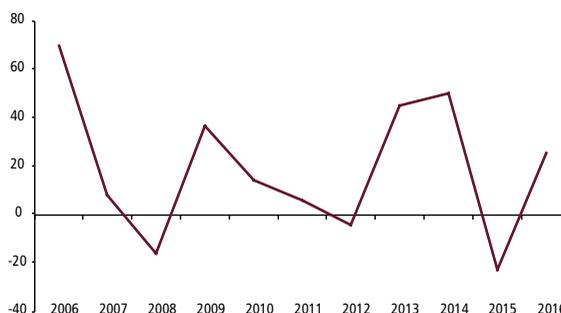


Produit net bancaire, en % des actifs



Source: BAM

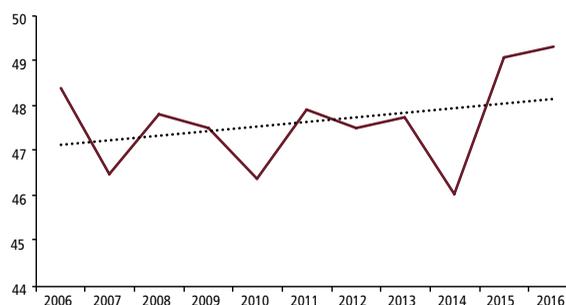
Evolution du résultat des opérations de marché, en %



Source: BAM

De ce fait, les charges générales d'exploitation des banques cumulant plus de 22 milliards de dirhams, bien qu'affichant une croissance ralentie à près de 4%, ont absorbé près de la moitié des revenus bancaires, niveau comparable à celui de l'année dernière, et supérieur à la moyenne enregistrée au cours de la période 2008-2014.

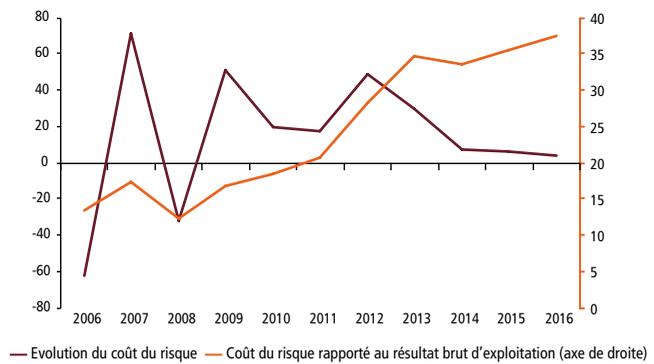
Coefficient moyen d'exploitation, en %



Source : BAM

Le coût du risque des banques, totalisant 8,7 milliards de dirhams, a continué de croître, mais a enregistré à 4% sa plus faible hausse depuis 2009. Toutefois, ce coût a absorbé 38% du résultat brut d'exploitation dégagé par les banques, soit le niveau le plus élevé enregistré au cours des dix dernières années, en lien avec le repli de ce résultat.

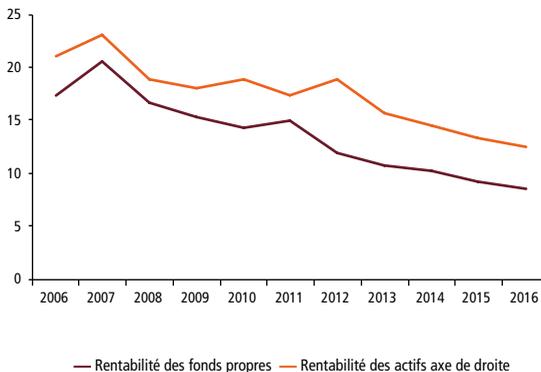
**Coût du risque des banques, en %**



Source : BAM

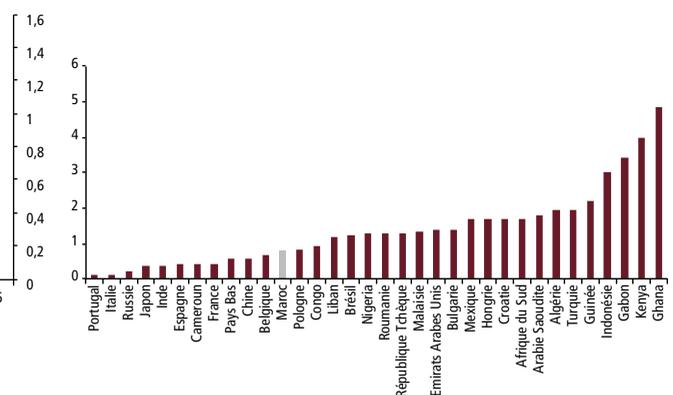
Au global, l'année 2016 s'est caractérisée par une contraction de 1,7% du résultat net cumulé dégagé par les banques à 9,2 milliards de dirhams après une baisse de 6,5% un an auparavant. Dans ce contexte, la rentabilité des actifs a légèrement baissé tout en restant aux alentours de 0,8% et celle des fonds propres s'est repliée à 8,6%, contre 9,1% en 2015.

**Profitabilité des banques, en %**



Source : BAM

**Benchmark rendement des actifs, en %**



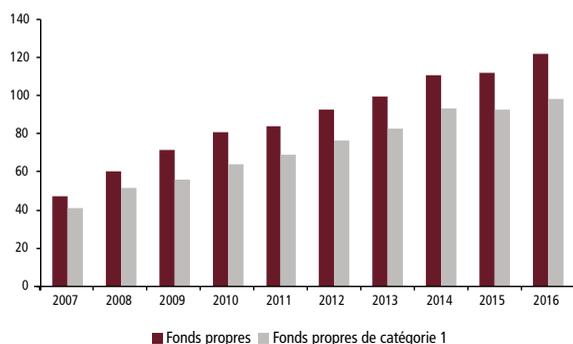
Source : FMI

**Les banques marocaines continuent à détenir, dans l'ensemble, des ratios de fonds propres supérieurs aux minimas réglementaires**

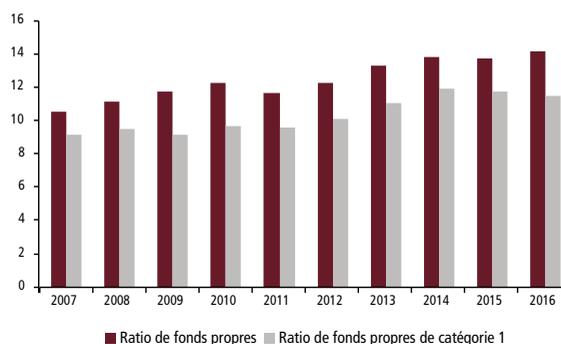
Les banques marocaines ont renforcé leurs fonds propres prudentiels de 9% en 2016 les portant à près de 122 milliards de dirhams, contre 112 milliards de dirhams en 2015. Ceux qualifiés de catégorie 1 ont représenté 81% de l'ensemble de ces fonds propres, contre 86% en 2015. Les actifs pondérés par les risques ont, quant à eux, progressé de 5% cumulant 858 milliards de dirhams, composés à hauteur de 82% par le risque de crédit.

Ainsi, le ratio des fonds propres moyen des banques s'est renforcé à 14,2%. Celui des fonds propres de catégorie 1 est revenu à 11,5%, après 11,8% en 2015, indiquant que les banques ont eu davantage recours cette année aux instruments de fonds propres de catégorie 2.

**Fonds propres prudentiels des banques-base sociale, en milliards de dirhams**



**Ratio fonds propres moyen des banques-base sociale, en %**

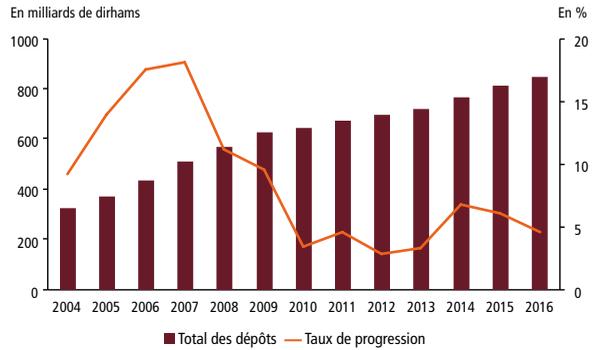


Source : BAM

**Les besoins en liquidité bancaire se sont réduits en lien avec le renforcement des réserves de change**

Les dépôts collectés par les banques auprès de leur clientèle ont totalisé un encours de 851 milliards de dirhams à fin 2016, enregistrant une hausse annuelle de 4,6%, rythme en ralentissement par rapport au niveau de croissance observé en 2015.

## Évolution des dépôts collectés auprès de la clientèle

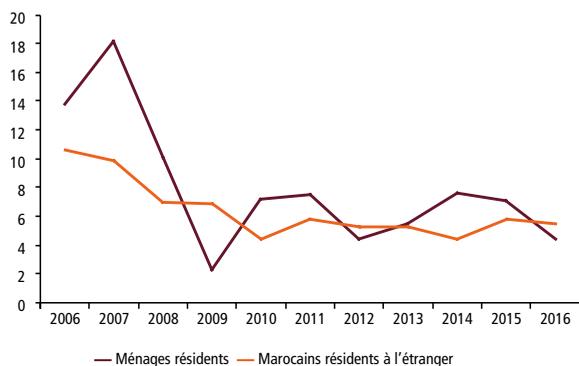


Source : BAM

L'évolution des dépôts a été soutenue majoritairement par les dépôts des ménages, composante la plus stable et la plus importante, en hausse annuelle de 5,6%, en ralentissement par rapport à fin 2015, du fait de la décélération des dépôts collectés aussi bien auprès des ménages résidents que des marocains résidant à l'étranger qui ont enregistré des hausses respectives de 5,7% et 5,5%, contre 7,1% et 5,8% respectivement en 2015.

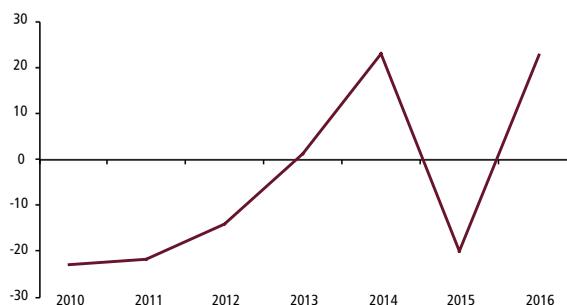
Les dépôts collectés auprès des autres agents ont eux aussi contribué au renforcement des dépôts, mais dans une moindre proportion. Ceux collectés auprès de la clientèle financière, composante la plus volatile, ont progressé de 23% à 36,6 milliards de dirhams, tandis que ceux collectés auprès des entreprises non financières privées n'ont évolué que de 2,1% à près de 169 milliards de dirhams.

### Evolution des dépôts collectés auprès des ménages, en %



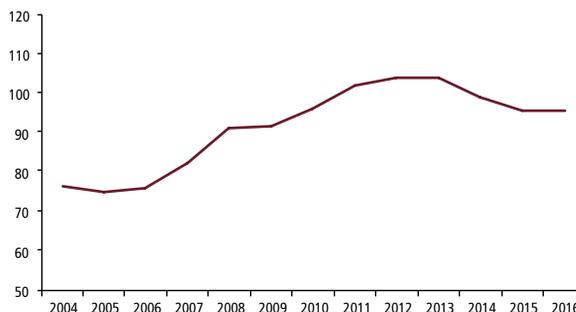
Source : BAM

### Évolution des dépôts des entreprises financières, en %



Le renforcement de la collecte des dépôts concomitant à celui du crédit s'est traduit par un maintien du coefficient d'emploi<sup>19</sup>, à 95%, même niveau que celui enregistré en 2015.

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



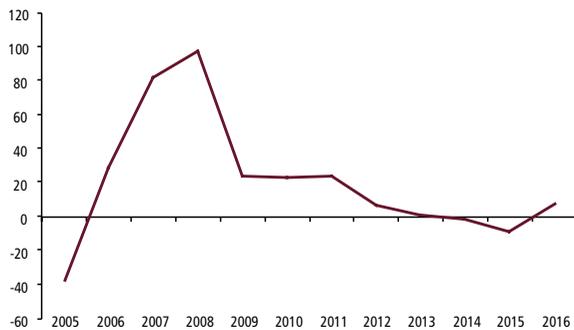
Source : BAM

Parallèlement au développement de la collecte des dépôts, les banques ont eu plus recours, cette année, au refinancement obligataire. D'une part, les émissions des titres de créances négociables se sont situées à un niveau quasi similaire à celui enregistré au cours de 2015, faisant croître leur encours d'un peu plus de 4% en fin d'année. D'autre part, les émissions de dettes subordonnées ont plus que doublé par rapport à l'année dernière faisant augmenter leur encours en fin d'année d'environ 12%. Ces emprunts subordonnés ont visé pour la plupart, le financement

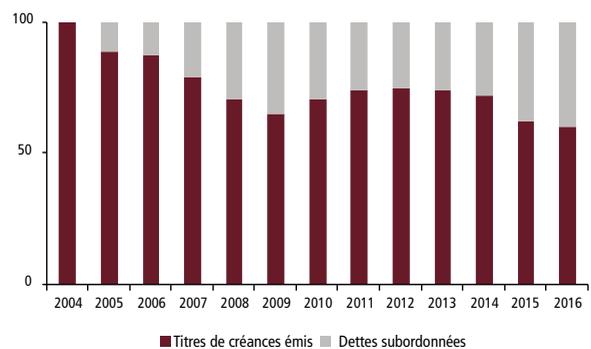
<sup>19</sup> Crédits rapportés aux dépôts.

du développement des activités à l'échelle domestique et internationale, l'amélioration de l'adossement des emplois et des ressources en termes de durations et le renforcement des fonds propres réglementaires. Le refinancement obligatoire a intégré pour la première fois des émissions de « green bonds » totalisant 600 millions de dirhams, destinés à financer des projets écoresponsables et préservant l'environnement. Lesdites émissions concordent avec l'objectif de mobilisation de « ressources vertes » répondant aux préoccupations environnementales et sociales que s'est fixé le secteur bancaire, dans la cadre de la feuille de route pour l'alignement du secteur financier marocain sur le développement durable.

**Evolution de l'encours de la dette obligataire émise par les banques, en %**



**Structure de la dette obligataire les banques, en %**



Source : BAM

Dans ces conditions, le besoin des banques en liquidité bancaire s'est réduit en 2016, traduisant un moindre recours aux avances de la Banque Centrale qui ont totalisé, 15,6 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, dont 6 milliards de dirhams d'avances au titre des prêts garantis accordés dans le cadre du programme de soutien au financement des TPME, contre respectivement 35 milliards de dirhams et 15 milliards de dirhams une année auparavant.

Le ratio de liquidité à court terme « LCR » dégagé par les banques s'élève en moyenne à 143%, soit un niveau supérieur au minimum réglementaire cible de 100% exigible en 2019.

*Les résultats des stress tests macro réalisés auprès des banques indiquent une résistance globale aux chocs pouvant émaner des conditions macroéconomiques*

Bank Al-Maghrib conduit régulièrement des stress tests macro visant à évaluer l'impact de chocs des conditions macroéconomiques sur le secteur bancaire. Au titre de l'année 2016, le stress test réalisé s'est décliné en deux scénarios :

- un scénario de base, bâti en tenant compte des prévisions macroéconomiques de Bank Al-Maghrib de juin 2017, selon lequel, la croissance économique devrait se consolider en 2017 et en 2018, accompagnée d'une progression des transferts des MRE et des flux des IDE, et ce en raison de la reprise de l'activité agricole et l'amélioration de l'activité chez les principaux partenaires.
- un scénario extrême reflétant une détérioration de l'environnement international au cours de 2017-2018. Ce scénario prévoit une chute du commerce mondial suite à la montée du protectionnisme qui devrait se traduire par une fragilisation de l'économie mondiale ainsi qu'une baisse de la demande étrangère adressée au Maroc, des flux des IDE et des transferts des MRE.

#### Scénarii macroéconomiques

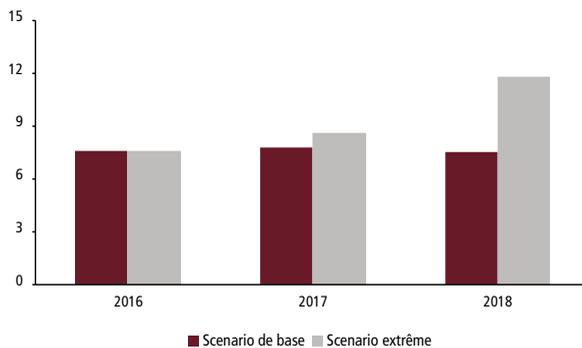
		Observation		Prévision	
		2016	2017	2018	
PIB	Baseline	1,2	4,4	3,0	
	Extrême	-	1,6	-2,3	
Taux d'intérêt (TMP bons de trésor 52 semaines)	Baseline	2,3	2,3	2,3	
	Extrême	-	3,5	3,5	
IPAI	Baseline	0,9	2,6	1,0	
	Extrême	-	0,9	-0,4	
Capital étranger (transferts des MRE+ flux des IDE)	Baseline	-5,5	3,0	8,5	
	Extrême	-	1,1	-12,4	

Les résultats du stress test indiquent que le taux des créances en souffrance devrait, selon le scénario de base, s'établir en moyenne entre 7,6% et 7,8% en 2017-2018. Toutefois, la détérioration des conditions économiques, telles que simulées

dans le scénario extrême, devrait se traduire par une hausse importante de ce taux, pour varier entre 9% et 12% au cours de la même période.

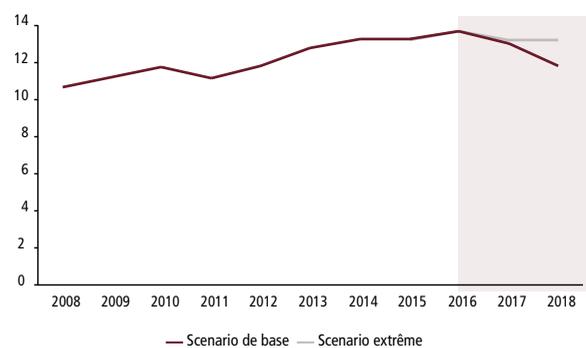
Globalement, les banques devraient demeurer résilientes. Ainsi, dans le scénario de base, le ratio de fonds propres s'établirait, en moyenne, aux alentours de 13%, tandis que dans le scénario extrême il avoisinerait 12%.

Evolution du taux des créances en souffrance, en %



Source : BAM

Ratio de fonds propres, en %



### **Renforcement du cadre de surveillance macroprudentielle**

Sur le plan de la surveillance macroprudentielle, l'année 2016 a été principalement consacrée au calibrage des instruments macroprudentiels de fonds propres faisant partie de la réforme Bâle III.

Le premier instrument intitulé coussin de fonds propres contracyclique, introduit au niveau de la circulaire relative aux fonds propres des établissements de crédit en juin 2016, vise à protéger les banques contre les fluctuations du cycle du crédit et l'accumulation de risques systémiques liés à une croissance excessive du crédit. Il est composé de fonds propres de base dont le niveau se situe dans une fourchette variant de 0% à 2,5% des risques pondérés.

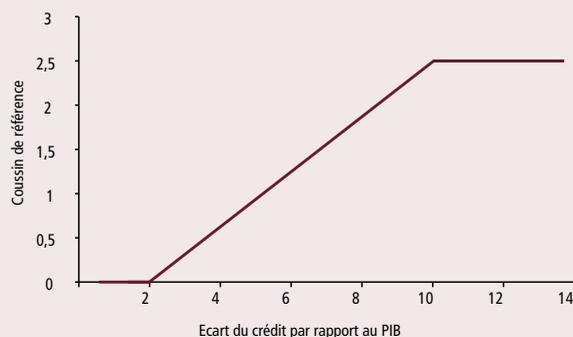
Les résultats des travaux de calibrage effectués font ressortir, à fin 2016, un coussin de fonds propres contracyclique situé à 0%.

### Encadré n°4 : Démarche de calibrage du coussin de fonds propres contractuelle

Le calibrage du coussin de fonds propres contractuelle requiert la mesure du cycle du crédit pour déterminer son niveau. Pour ce faire, l'indicateur « écart du crédit par rapport au PIB » est celui recommandé par le Comité de Bâle et transposé par plusieurs banques centrales.

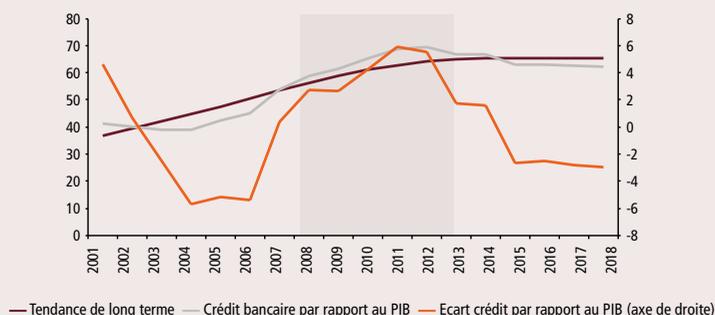
L'évolution du crédit est jugée excessive lorsque cet écart augmente plus rapidement que sa tendance de long terme, en raison d'une progression du crédit à un rythme supérieur à celui du PIB. Lorsqu'il est situé à un niveau inférieur ou égal à deux points de pourcentage, le coussin contractuelle n'est pas constitué. Lorsqu'il excède ce niveau, le taux du coussin est augmenté linéairement jusqu'à ce qu'il atteigne le niveau maximal de 2,5 % pour les niveaux d'écart du ratio crédit/PIB de dix points de pourcentage et plus.

**Ecart crédit/PIB Vs coussin contractuelle**



Le calcul de l'écart du crédit par rapport au PIB au Maroc fait ressortir un ratio négatif. Cette situation justifie la fixation du coussin de fonds propres contractuelle au niveau zéro.

**Ecart du crédit par rapport au PIB, en %**



Source : BAM

En convergence avec les recommandations du Comité de Bâle, Bank Al-Maghrib a poursuivi ses travaux pour encadrer les banques considérées comme étant d'importance systémique, qui se sont focalisés, cette année, sur les exigences prudentielles spécifiques devant être appliquées à ces banques. Ces exigences intègrent notamment une surcharge additionnelle en fonds propres devant permettre de les doter d'une capacité additionnelle d'absorption des pertes.

### Encadré n°5 : Traitement des banques d'importance systémique

Le Comité de Bâle a publié douze principes constituant le dispositif applicable aux banques d'importance systémique à l'échelle domestique, qui portent sur l'évaluation de ces banques ainsi que sur leur capacité d'absorption des pertes.

#### Méthodologie d'évaluation

**Principe 1 :** les autorités nationales doivent instaurer une méthodologie pour évaluer le degré d'importance systémique des banques sur le plan national.

**Principe 2 :** la méthodologie d'évaluation devrait refléter les impacts éventuels de la défaillance d'une banque d'importance systémique.

**Principe 3 :** le système de référence sur la base duquel est évalué l'impact de la défaillance d'une banque d'importance systémique devrait être l'économie nationale.

**Principe 4 :** lorsqu'il s'agit d'une banque disposant de filiales à l'étranger, les autorités du pays d'origine devraient évaluer le degré d'importance systémique des banques au niveau consolidé, tandis que les autorités du pays d'accueil devraient évaluer celui des filiales situées dans leur juridiction.

**Principe 5 :** l'impact de la défaillance d'une banque d'importance systémique sur l'économie nationale devrait, en principe, être évalué au regard des caractéristiques de la banque : taille, interdépendance, substituabilité, complexité ou tout autre critère considéré pertinent par les autorités nationales.

### Encadré n°5 : Suite

**Principe 6** : les autorités nationales devraient procéder à des évaluations régulières de l'importance systémique des banques dans leur juridiction.

**Principe 7** : les autorités nationales devraient rendre publique la documentation qui décrit la méthodologie utilisée pour évaluer le degré d'importance systémique des banques dans l'économie intérieure.

#### Capacité additionnelle d'absorption des pertes

**Principe 8** : les autorités nationales devraient documenter les méthodologies et les considérations ayant servi à déterminer le niveau de capacité additionnelle d'absorption des pertes.

**Principe 9** : la capacité additionnelle d'absorption des pertes exigée d'une banque devrait être proportionnelle au degré d'importance systémique de la banque.

**Principe 10** : les autorités nationales devraient veiller à la compatibilité de l'application des dispositifs des banques d'importance systémique à l'échelle mondiale et celles qui le sont à l'échelle domestique au sein de leur juridiction.

**Principe 11** : les autorités des pays d'origine et d'accueil devraient prendre des mesures pour coordonner leur action et coopérer entre elles lorsqu'une filiale d'une banque est considérée comme étant d'importance systémique par les autorités d'un pays d'accueil.

**Principe 12** : la capacité additionnelle d'absorption des pertes devrait être constituée entièrement d'actions ordinaires et éléments assimilés de T1 (CET1).

## II.2 SECTEUR DES ASSURANCES

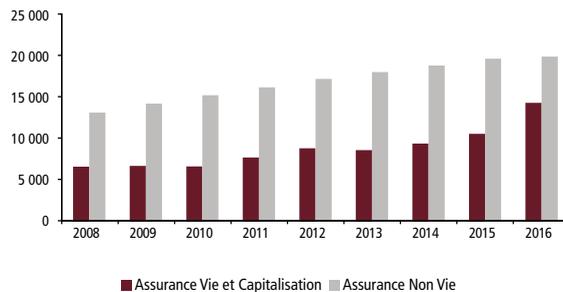
*L'activité du secteur des assurances a continué de progresser*

En 2016, le secteur des assurances a réalisé un chiffre d'affaires, mesuré par les primes émises, de 35,1 milliards de dirhams, soit une progression de 15,4%. Le taux de pénétration, correspondant au rapport entre les primes émises et le PIB, s'est établi ainsi à 3,6%.

Le principal contributeur à cette croissance est l'assurance vie qui a réalisé 14,3 milliards de dirhams de primes émises, en hausse de 35,4%. Cette hausse non récurrente est due à l'entrée sur le marché d'un nouvel acteur, la Mutuelle d'Assurances Chaâbi.

L'assurance automobile, premier contributeur de la branche Non-Vie et deuxième contributeur dans l'ensemble, a enregistré un montant de primes émises de 9,9 milliards de dirhams, en hausse de 4,6%.

### Répartition des primes émises par branche, en millions de dirhams



Source : ACAPS

*Le risque de spécialisation demeure faible*

Le marché marocain d'assurance continue à être dominé par quatre principales catégories ; à savoir les assurances vie et capitalisation, les assurances véhicules terrestres à moteur, les assurances corporelles et maladie-maternité et les assurances accidents du travail et maladies professionnelles. Ces assurances représentent, à elles seules, 85% du chiffre d'affaires global.

La répartition des primes émises par catégories d'assurances montre que les assurances vie et capitalisation représentent 40,7% du total du chiffre d'affaires, suivies des assurances véhicules terrestres à moteur avec une part de 28,4%, des

assurances corporelles et maladie-maternité avec une part de 10,4% et des assurances accidents du travail et maladies professionnelles avec une part de 6,2%.

Le caractère dominant des quatre principales catégories précitées ne fait pas peser au secteur un risque particulier.

En effet, l'assurance vie et capitalisation continue à se développer en dépit de la tendance baissière des taux d'intérêt et ce, eu égard au développement de la bancassurance et l'absence d'alternatives d'investissement.

L'évolution du chiffre d'affaires des assurances responsabilité civile automobile et accidents du travail 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.

Aussi, le secteur des assurances ne semble pas vulnérable au risque de spécialisation.

Par ailleurs, et eu égard au faible taux de pénétration de l'assurance par rapport à d'autres pays (3,6% contre 8,8% pour les pays de l'OCDE), le marché marocain d'assurance présente encore un potentiel important de développement. Par conséquent, le risque d'une baisse importante du chiffre d'affaires des différentes catégories d'assurances est à écarter.

***La rentabilité des entreprises d'assurances s'est améliorée***

La rentabilité du secteur des assurances a progressé en 2016 avec des résultats nets atteignant 3,2 milliards de dirhams contre 2,9 milliards de dirhams en 2015 (+7,8 %).

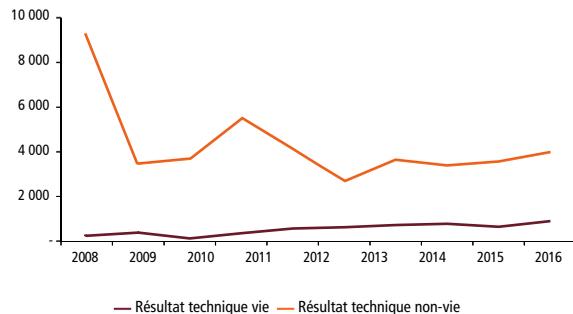
Ces résultats proviennent d'un résultat technique net de 5 milliards de dirhams, dont 4,1 milliards reviennent à l'assurance non vie. Malgré une baisse de la marge d'exploitation, due à une aggravation de la sinistralité de l'assurance automobile, de l'assurance accidents du travail et de l'assurance agricole, le

résultat technique net a été tiré par le solde financier à hauteur de 4,6 milliards de dirhams (3,4 milliards de dirhams en non vie et 1,1 milliard de dirhams en vie).

### Indicateurs de résultat des entreprises d'assurances

(En millions de dirhams)	2015	2016
Marge d'exploitation	1 937	615
Solde financier	3 933	4 589
Résultat technique et financier brut	5 870	5 204
Solde de réassurance	-1 528	-194
Résultat technique et financier net	4 341	5 010
Résultat non technique	-563	-555
Résultat avant impôts	3 778	4 455
Impôts sur les sociétés	817	1 264
Résultat net	2 961	3 191

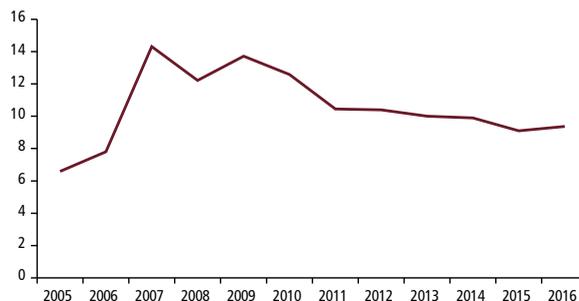
### Résultats techniques nets des entreprises d'assurances



Source : ACAPS

Les capitaux propres ont augmenté de 4,6%, atteignant 34,1 milliards de dirhams.

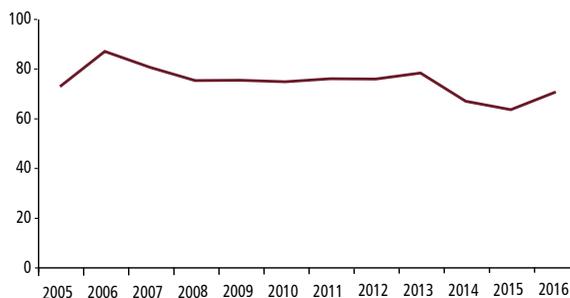
Le rendement des capitaux propres (RoE) (résultat net /capitaux propres) a enregistré un niveau de 9,4 % contre 9,1% en 2015.

**Résultat net / capitaux propres, en %**

Source : ACAPS

**Le niveau des sinistres comparé aux primes s'est détérioré**

Le ratio sinistres sur primes (S/P) a augmenté pour se situer à 69,4% en 2016 contre 62,4% en 2015. Cette augmentation est due à une aggravation de la sinistralité de l'assurance automobile, de l'assurance accidents du travail et de l'assurance agricole suite la forte sécheresse qui a caractérisé l'année 2016.

**Montant des sinistres/primes émises, en %**

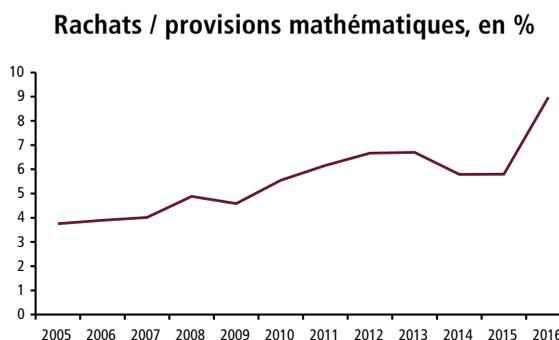
Source : ACAPS

**La hausse du niveau des rachats devrait constituer un point de vigilance**

Les rachats ont progressé de 66,7% en 2016 pour atteindre plus de 5,9 milliards de dirhams contre 3,6 milliards en 2015 et 3,3 milliards en 2014. Cette hausse s'expliquerait par la suppression de la Taxe de Solidarité en 2016. Les détenteurs de contrats auraient vraisemblablement temporisé le rachat de leurs contrats jusqu'à la suppression de ladite taxe.

La tendance baissière des taux d'intérêt serait également à l'origine de la hausse des rachats précitée.

Ainsi, la part des rachats dans les provisions mathématiques est passée à 8,9% en 2016 contre 5,8% en 2015.

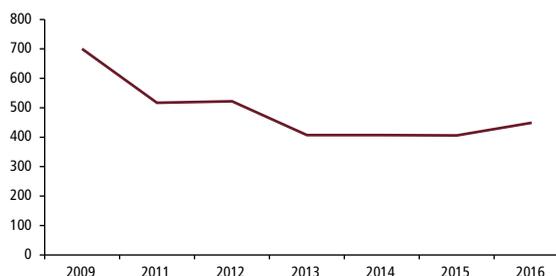


Source : ACAPS

*Le niveau de la marge de solvabilité reste audessus des exigences réglementaires*

La marge de solvabilité augmente à 449% à fin 2016 contre 408% à fin 2015. Cette augmentation s'explique en partie par les plus-values latentes constatées suite à une performance du marché boursier.

#### Taux de couverture de la marge de solvabilité, en %



Source : ACAPS

Bien que le niveau de la marge de solvabilité dépasse largement le minimum exigé par le cadre prudentiel en vigueur, cette marge ne reflète pas la réalité du secteur en matière de couverture des risques encourus, dans la mesure où elle ne couvre que le risque de souscription.

Le cadre prudentiel relatif à la Solvabilité Basée sur les Risques en cours de préparation, en application du dernier amendement du code des assurances, permettra de renforcer la résilience des entreprises d'assurances et de réassurance face aux différents risques auxquels elles sont exposées.

## Encadré n°6 : Les enjeux de la Solvabilité Basée sur les Risques

Le projet de Solvabilité Basée sur les Risques a pour objectif de garantir **la solvabilité des assureurs en tenant compte de tous les risques qu'ils encourent**. Elle introduit une approche nouvelle sur la manière de valoriser le bilan et la mise en place d'un système global de gestion des risques. Pour optimiser la performance et réduire le risque dans le secteur de l'assurance, le projet de Solvabilité Basée sur les Risques se structure **en 3 Piliers** :

**Le Pilier 1 : les exigences quantitatives.** Ce pilier définit les nouvelles règles pour déterminer le niveau de fonds propres minimum que doivent détenir les entreprises d'assurances et de réassurance, c'est-à-dire les règles de valorisation des actifs et des passifs, ainsi que les exigences de capital et leur mode de calcul. L'objectif est de calculer une marge de solvabilité qui reflète la réalité de l'assureur ou du réassureur compte tenu de l'ensemble de son activité et de l'ensemble des risques qu'il encourt; à savoir le risque de souscription, le risque opérationnel, la politique d'investissement, les risques de marché, les risques de concentration ou de contrepartie...

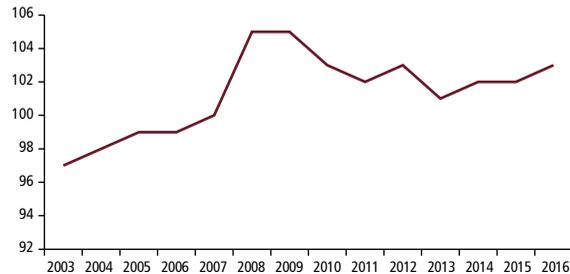
**Le Pilier 2 : les exigences qualitatives.** Ce pilier vise le renforcement des systèmes de gouvernance des entreprises d'assurances et de réassurance et leur maîtrise des risques à travers notamment des politiques de gouvernance appropriées, des systèmes d'audit, de contrôle interne et de gestion des risques performants et la mise en valeur des fonctions clés (Audit interne, gestion des risques, fonction actuarielle et conformité).

**Le Pilier 3 : la communication financière.** Ce pilier définit les exigences de reporting vis-à-vis du public et de l'Autorité. Ces exigences concernent également la pertinence, l'intégrité et la fiabilité de l'information. L'objectif est de promouvoir la transparence financière à des fins de communication et de contrôle.

**Le marché des assurances continue à couvrir ses engagements**

La couverture des provisions techniques par les actifs représentatifs a légèrement augmenté, pour atteindre 103% en 2016 contre 102% en 2015.

### Taux de couverture des provisions techniques par les actifs représentatifs, en %

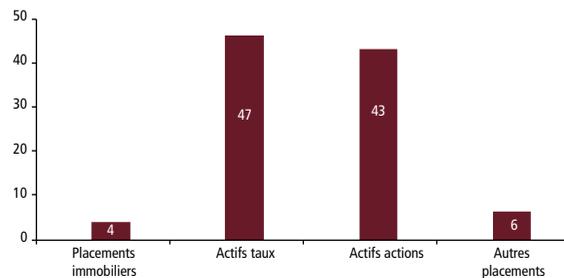


Source : ACAPS

*Les placements du secteur restent surexposés au risque actions*

Les placements<sup>20</sup> des entreprises d'assurances et de réassurance ont progressé de 6,2% en 2016 pour atteindre plus de 134,7 milliards de dirhams.

### Structure des placements en 2016, en %



Source : ACAPS

*Les entreprises d'assurances montrent une bonne résistance aux stress tests effectués sur le portefeuille actions et immobilier*

La part que représentent les actions dans les placements des entreprises d'assurances reste importante et atteint 43%, soit le même taux enregistré en 2015.

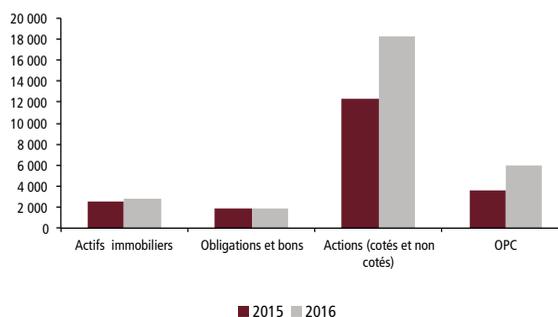
L'exposition des entreprises d'assurances au risque de marché a été appréhendée à travers un stress test fondé sur un choc boursier, calibré sur la base d'une baisse de 10% à 25% des cours des actions cotées. Les résultats de ces stress tests montrent que les exigences prudentielles en matière de solvabilité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

<sup>20</sup> Placements affectés aux opérations d'assurances

L'exposition au risque immobilier a été également appréhendée à travers un stress test fondé sur un choc des placements immobiliers, calibré sur la base d'une baisse de 10% à 25%. Les résultats de ces stress tests montrent que les exigences prudentielles en matière de solvabilité restent également respectées par les entreprises d'assurances.

Par ailleurs, le montant global des plus-values latentes à fin 2016 s'établit à 29 milliards de dirhams, soit une hausse de 52,3% par rapport à l'année 2015. Cette évolution est le résultat d'une appréciation des actions détenues directement par le secteur d'un montant de 5,9 milliards de dirhams et des Organismes de Placements Collectifs d'un montant de 3,5 milliards de dirhams et ce, suite à la performance du marché boursier enregistrée en 2016.

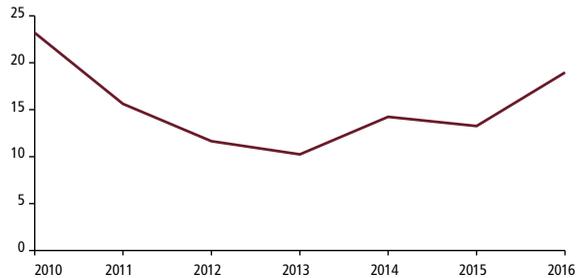
#### Plus-values latentes par type d'instruments, en millions de dirhams



Source : ACAPS

Rapporté au total des placements, le ratio (Plus-values latentes/total placements) a connu une hausse en passant de 13% en 2015 à 19% en 2016.

**Plus values latentes/Total placements, en %**



Source : ACAPS

*Le secteur des assurances est exposé à un risque de contrepartie vis-à-vis de certains émetteurs*

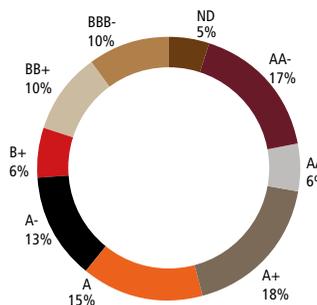
Le secteur des assurances encourt un risque de contrepartie lié à son exposition à certains émetteurs en matière de placements. En effet, ladite exposition par émetteur atteint dans certains cas environ 30% des fonds propres du secteur.

*L'exposition des entreprises d'assurances au risque de contrepartie vis-à-vis des réassureurs reste faible*

Concernant les cessions en réassurance, il est constaté qu'en moyenne, 28% des parts des cessionnaires dans les engagements des entreprises d'assurances sont garanties par des dépôts auprès des cédantes, 66% sont cédées à la Société Centrale de Réassurance (SCR) qui bénéficie de la garantie de l'Etat et 6% sont portées par des réassureurs étrangers dont la quasi-totalité bénéficie d'une notation BBB et plus.

S'agissant des rétrocessions effectuées par les réassureurs nationaux, elles le sont à hauteur de 69% auprès de réassureurs disposant d'un rating de AA- et plus.

**Ventilation des réassureurs selon le rating**



Source : ACAPS

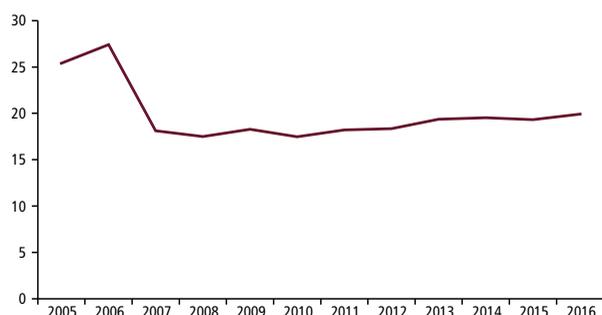
L'exposition des entreprises d'assurances au risque d'impayés provenant aussi bien des assurés que des intermédiaires d'assurances est restée quasiment stable. En effet, les parts

de ces impayés dans les fonds propres s'élevaient en 2016 respectivement à 19,9% et 13,2%.

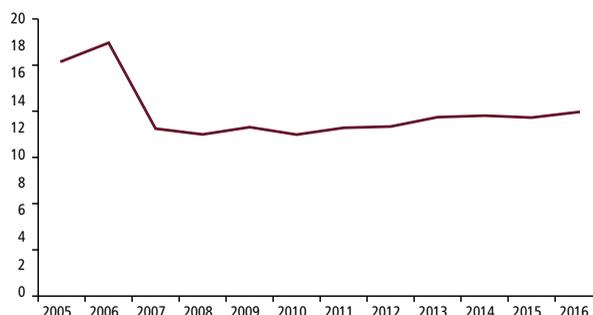
Ces impayés représentent respectivement 2,3 mois et 1,5 mois du chiffre d'affaires.

Le dispositif visant l'assainissement des impayés des assurés et des intermédiaires d'assurances sera renforcé davantage avec l'entrée en vigueur de la circulaire de l'ACAPS relative au secteur des assurances en cours d'homologation. Cette circulaire prévoit la révision des règles de provisionnement applicables actuellement aux impayés des assurés et l'institution du provisionnement pour les arriérés des intermédiaires d'assurances.

**Créances des Assurés/Capitaux propres, en %**



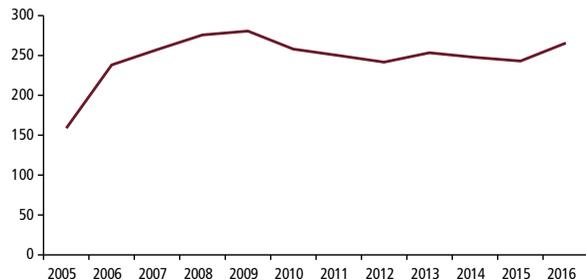
**Créances des Intermédiaires/Capitaux propres, en %**



Source : ACAPS

***La liquidité des actifs du secteur des assurances par rapport aux passifs exigibles se confirme***

Les actifs liquides des entreprises d'assurances continuent à couvrir les éventuelles sorties de trésorerie. Ainsi, le ratio de liquidité s'établit à 266% à fin 2016 contre 243% en 2015.

**Actifs liquides / passifs, en %**

Source : ACAPS

*Un processus continue de révision de la réglementation visant le renforcement de la solidité financière des entreprises d'assurances et le développement du secteur*

Dans le cadre du processus de révision continue de la réglementation régissant le métier de l'assurance et en vue de permettre le développement de cette industrie et l'amélioration de la couverture, l'Autorité de contrôle s'est penchée sur l'adaptation du cadre réglementaire régissant la profession.

### **Encadré n°7 : Principales réformes réglementaires**

#### **A- Amendement du code des assurances :**

L'année 2016 a été marquée par la publication au Bulletin Officiel de la loi n° 59-13 modifiant et complétant la loi n° 17-99 portant code des assurances. Les amendements apportés concernent notamment l'instauration du principe de la solvabilité basée sur les risques, l'amélioration de la gouvernance des entreprises d'assurances et de réassurance et le renforcement de leur transparence. Ils portent également sur la mise en place d'un cadre légal pour l'assurance Takaful et l'instauration de l'obligation de certaines assurances construction.

#### **B- Instauration du régime de couverture des conséquences des évènements catastrophiques :**

La loi n° 110-14 a été publiée au Bulletin Officiel en septembre 2016. Cette loi instaure un régime de couverture des conséquences des évènements catastrophiques combinant à la fois un système assurantiel au profit des personnes ayant souscrit un contrat d'assurance et un système allocataire au profit des personnes physiques ne disposant pas de couverture.

**Encadré n°7 : Suite****C- Chantiers en cours :**

1- un projet de loi portant amendement du livre IV du code des assurances est actuellement en cours d'examen au niveau du Secrétariat Général du Gouvernement (SGG). Ce projet vise notamment la refonte du cadre de référence pour la présentation des opérations d'assurances et la diversification des canaux de distribution des produits d'assurances pour inclure les nouvelles technologies.

2- un projet d'amendement du code des assurances est en cours d'élaboration. Ce projet, qui s'inscrit dans le cadre de l'application des recommandations de l'Association Internationale des Contrôleurs d'Assurance (IAIS) et du Conseil de Stabilité Financière (FSB), vise la mise en place d'un dispositif devant encadrer le traitement des assureurs d'importance systémique intégrant les exigences prudentielles spécifiques à cette catégorie d'assureurs et les mesures de gestion des crises.

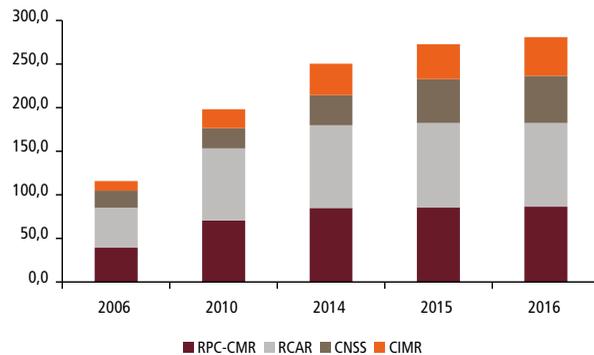
### III.3 REGIMES DE RETRAITE

*Le niveau des prestations servies par les régimes de retraite représente 110% de celui des cotisations perçues*

Les cotisations collectées par les régimes de retraite<sup>21</sup> ont représenté 44,1 milliards de dirhams en 2016, soit 4,4% du PIB, provenant d'une population d'actifs de 4,3 millions, soit 40,8% de la population active occupée<sup>22</sup>. Les prestations servies par ces régimes ont représenté, quant à elles, 49,1 milliards de dirhams, soit 4,8% du PIB.

Les réserves constituées se sont accrues de 3% pour atteindre 281 milliards de dirhams en 2016.

Evolution des réserves des régimes de retraite en milliards de dirhams



Source : ACAPS

	Cotisations		Prestations		Solde technique	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016
CMR	22 046	22 722	25 256	28 811	-3 210	-6 089
RCAR	2 314	2 916	4 762	5 066	-2 448	-2 150
CNSS	9 719	11 844	9 067	10 661	652	1 183
CIMR	6 076	6 572	3 612	4 534	2 464	2 038
<b>Total</b>	<b>40 155</b>	<b>44 054</b>	<b>42 697</b>	<b>49 072</b>	<b>-2 542</b>	<b>-5 018</b>

Source : ACAPS

21 Il s'agit du RPC, RPM, gérés par la CMR, le RCAR, la CNSS et la CIMR.

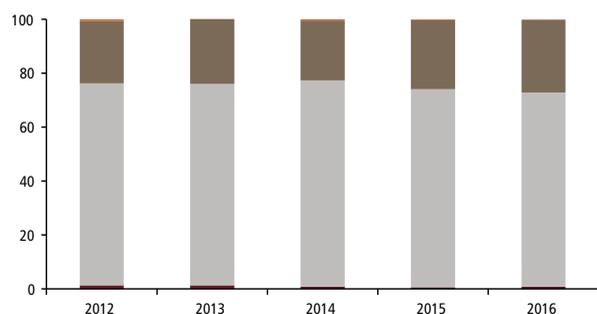
22 La population active occupée au titre de l'année 2016 est de 10,67 millions (source : HCP)

**La structure des placements des régimes de retraite est restée stable avec une prépondérance des placements en titres de dettes.**

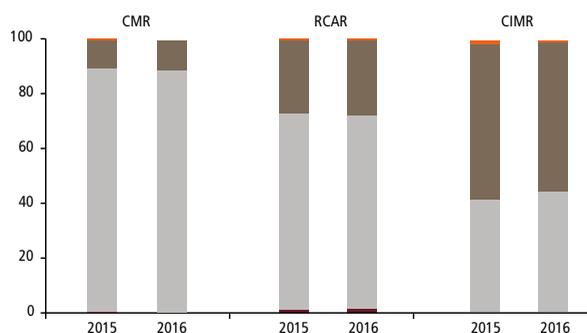
Les placements effectués par les régimes de retraite en 2016 se sont élevés à 280 milliards de dirhams, affichant un taux d'évolution de 3,1% par rapport à 2015.

En dehors des dépôts de la branche long terme de la sécurité sociale, effectués essentiellement auprès de la CDG<sup>23</sup>, la structure des placements des trois autres régimes<sup>24</sup>, est restée stable par rapport à 2015. Ainsi, la poche obligatoire a représenté en 2016 une part de 72,3% (dont 62,9% en BDT) du total des placements contre 26,5% pour la poche actions. Les placements de la CIMR se caractérisent par la prépondérance des placements en actions et parts sociales avec un taux de 54,3%, alors qu'ils ne représentent que 27,5% et 10,9% respectivement pour le RCAR et le RPC-CMR.

**Evolution de la structure des placements des régimes de retraite, en %**



**Structure des placements par caisse, en %**



■ Placements immobiliers ■ Valeurs d'Etat, Obligations et bons du Trésor ■ Actions ■ Autres

Source : ACAPS

**La sous-tarifcation des régimes de retraite et l'importance des engagements cumulés envers les affiliés pèsent lourdement sur leurs équilibres techniques**

La réforme paramétrique du Régime des Pensions Civiles (RPC) courant 2016 a permis d'équilibrer la tarification du régime, et ce pour les droits futurs de ses affiliés sans toutefois résorber les engagements importants du régime au titre des droits passés. Cela s'est traduit par l'amélioration du rapport<sup>25</sup> entre les prestations et les cotisations qui est passé de 203% à 94%, le taux de préfinancement<sup>26</sup> qui prend en considération l'ensemble des engagements du régime se situe, quant à lui, à 53% au lieu de 31% une année auparavant. La réforme paramétrique a permis de réduire de 53% l'engagement non couvert du régime à l'horizon des projections.

<sup>23</sup> Les fonds disponibles de la CNSS doivent être déposés à la Caisse de dépôts et de gestion, en vertu des dispositions du Dahir portant loi n°1.72.184 du 27 juillet 1972.

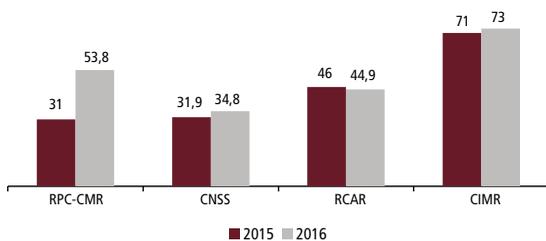
<sup>24</sup> Il s'agit du RCAR, de la RPC-CMR et la CIMR.

<sup>25</sup> Rapport calculé selon le profil moyen de chaque régime en tenant compte de ses propres hypothèses en termes de mortalité, évolution des salaires, revalorisation des pensions, taux technique...

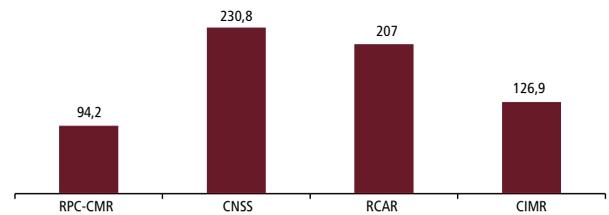
<sup>26</sup> Somme des réserves disponibles à l'année de base et des recettes actualisées, rapportée au total des engagements qui englobent les dépenses futures actualisées et l'engagement à l'horizon des projections en « régime fermé ».

Par ailleurs, l'inadéquation entre les niveaux des prestations et des cotisations, pour le RCAR et la CNSS, induisent des niveaux faibles de leurs taux de préfinancement (35% pour la CNSS et 45% pour le RCAR). En ce qui concerne la CIMR, et bien que son taux de préfinancement se situe à 73%, son équilibre technique reste sensible au facteur démographique de par le caractère facultatif du régime.

Taux de préfinancement en régime ouvert, en %



Rapport prestations / cotisations, en %



Source : ACAPS

***Une amélioration temporaire de la situation financière du RPC grâce à la réforme paramétrique adoptée en 2016***

Les réserves de la CIMR devraient rester positives tout au long de la période de projection. Celles des régimes obligatoires s'épuiseront à des horizons différents. L'horizon d'épuisement des réserves de la CNSS a été revu d'une année par rapport à 2015, soit 2044 au lieu de 2043. Les réserves du RPC-CMR s'épuiseront en 2027, en amélioration de cinq années suite à sa réforme paramétrique intervenue en 2016, alors que celles du RCAR s'épuiseront en 2038.

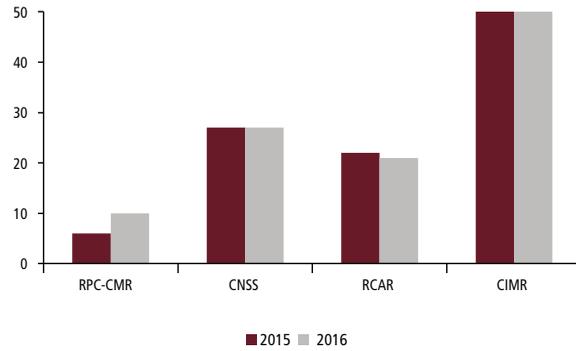
Le solde global<sup>27</sup> du RCAR et celui de la CNSS devraient se maintenir positifs jusqu'en 2020 pour le premier et 2027 pour le second. Pour le RPC-CMR, et malgré le changement de ses paramètres, le régime est entré en déficit technique structurel à partir de 2014.

Le fonds de péréquation du RCAR, qui matérialise la composante « répartition » du régime, s'est épuisé en 2016. Il convient de noter à cet égard que le décret n° 2-77-551 fixant les modalités d'application du régime général du RCAR prévoit dans ce cas,

<sup>27</sup> Solde global = solde technique + produits financiers des réserves.

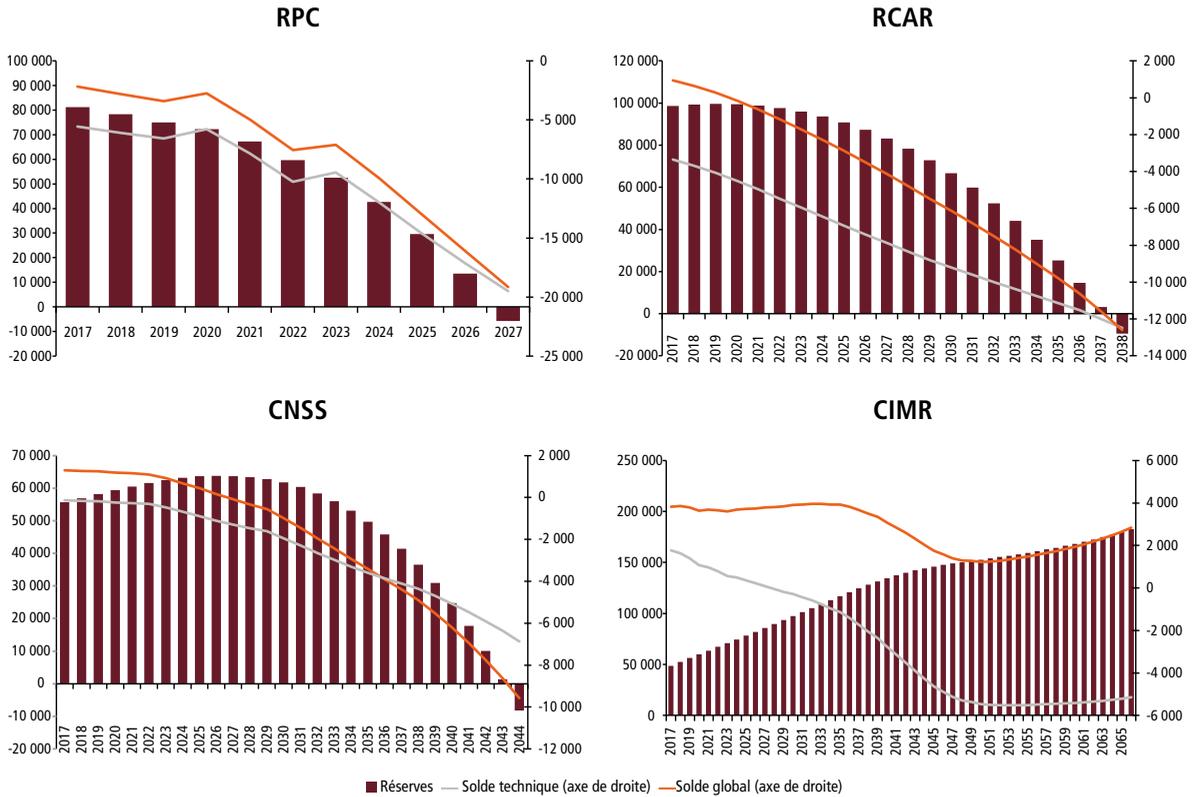
l'augmentation du taux de cotisation (part patronale) après accord préalable du Ministre de l'Economie et des Finances.

**Nombre d'années avant épuisement des réserves**



Source : ACAPS

**Evolution des réserves, du solde technique et du solde global, en millions de dirhams**



Source : ACAPS

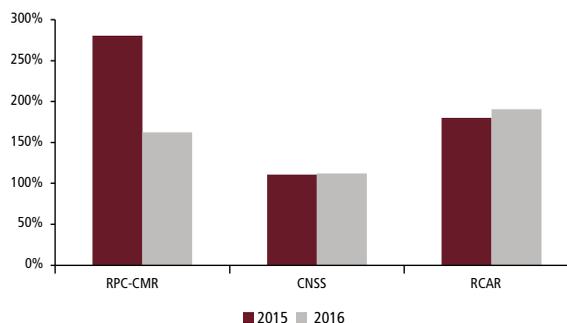
***Des marges de manœuvre réduites pour pallier les déséquilibres des régimes de retraite en particulier ceux du secteur public***

Repousser l'horizon de viabilité de 50 ans (2066) nécessiterait pour la CNSS, qui dispose d'un facteur démographique favorable, une augmentation du taux de cotisation à 13,4% au lieu de 11,9% en vigueur actuellement. En revanche, les taux de cotisation du RPC-CMR et du RCAR devraient, pour assurer leur viabilité sur le même horizon, être augmentés à 45,4% et 34,3% respectivement au lieu de 28% et 18%. Cela montre que le RCAR dispose de faibles marges de manœuvre pour redresser ses déséquilibres, d'autant plus qu'il ne dispose que de quelques années avant d'enregistrer son premier déficit. Parallèlement, les marges de manœuvre dont dispose le RPC-CMR restent très réduites malgré sa récente réforme paramétrique.

Aussi, il y a lieu d'entreprendre les mesures permettant de renforcer les équilibres financiers de la retraite du secteur public notamment :

- Accélérer la mise en place du pôle public ;
- Trouver les financements nécessaires pour résorber les dettes découlant des droits passés.

**Rapport du taux de cotisation d'équilibre<sup>28</sup> sur le taux de cotisation réglementaire**



Source : ACAPS

**Encadré n°8 : Extension de la couverture retraite et renforcement de l'épargne institutionnelle**

Le projet de loi n°99-15 instituant un régime de retraite pour les travailleurs non-salariés, en cours de discussion à la deuxième chambre du parlement, permettra d'étendre la couverture retraite à une grande frange de la population active occupée. La mise en place de ce régime, dont le projet de loi instaure des règles prudentielles à même d'assurer sa viabilité sur le long terme (principe de provisionnement total des engagements), permettra de renforcer davantage l'épargne institutionnelle et de dynamiser les marchés financiers.

<sup>28</sup> Il correspond au taux de cotisation permettant d'avoir une réserve qui ne s'annule qu'à l'horizon des projections (2066)

## III.4 INTERCONNEXIONS ENTRE LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES

### A. INTERCONNEXIONS INTERBANCAIRES SUR LE MARCHÉ DOMESTIQUE

*Le stress test de contagion interbancaire confirme l'absence de risque de contagion par effet de domino, étant donné la faiblesse des interconnexions multilatérales entre acteurs*

En 2016, les volumes traités sur le marché monétaire demeurent concentrés autour d'un nombre limité d'intervenants, plus particulièrement du côté des emprunts qui se caractérisent par un niveau de concentration élevé, une banque mobilisant en moyenne plus de 40% des échanges.

Ainsi, le stress test de contagion interbancaire conduit trimestriellement depuis 2009 pour évaluer le degré de propagation d'un problème de liquidité émanant d'un établissement, aux autres banques de la place, montre que le marché monétaire reste résilient. Cette résilience, perçue à travers l'absence d'un effet de domino plausible, reflète la faiblesse des interconnexions multilatérales entre les différents acteurs, ce qui confirme la concentration dont pâtissent les différents compartiments du marché monétaire marocain.

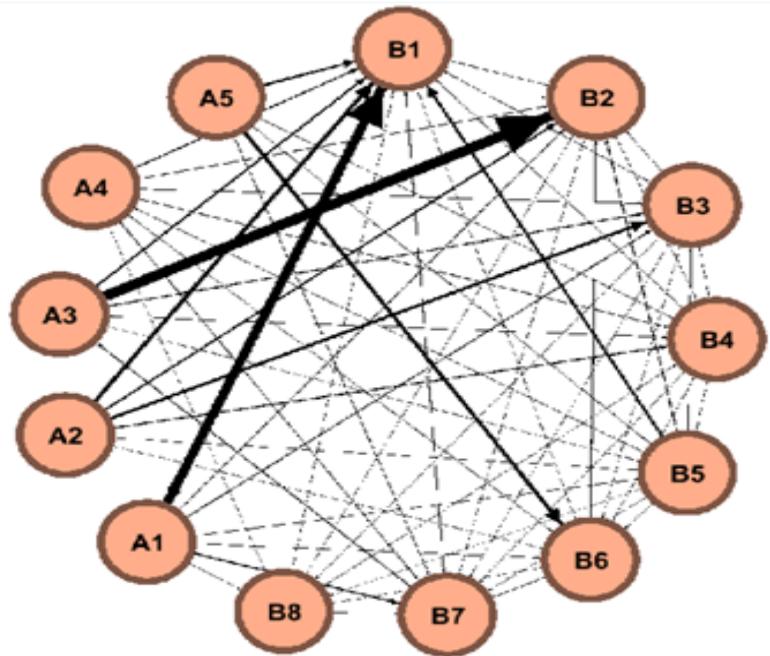
### B. INTERCONNEXIONS ENTRE LES BANQUES ET LES COMPAGNIES D'ASSURANCES

*Les expositions des compagnies d'assurances sur les banques sont plus significatives que celles réciproques*

Les expositions des banques sur le secteur des assurances représentent seulement 0,2% de leurs emplois et 0,3% de leurs ressources. Ces dernières continuent à être composées majoritairement des dépôts et instruments de dette.

Par ailleurs, les expositions des compagnies d'assurances sur le secteur bancaire constituent des parts significatives de leurs emplois qui atteignent environ 18,3% contre 2% de leurs ressources.

Ces emplois sont constitués majoritairement de titres de participation et de propriété (80%), de titres de créances (11%) et de dépôts (9%).



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

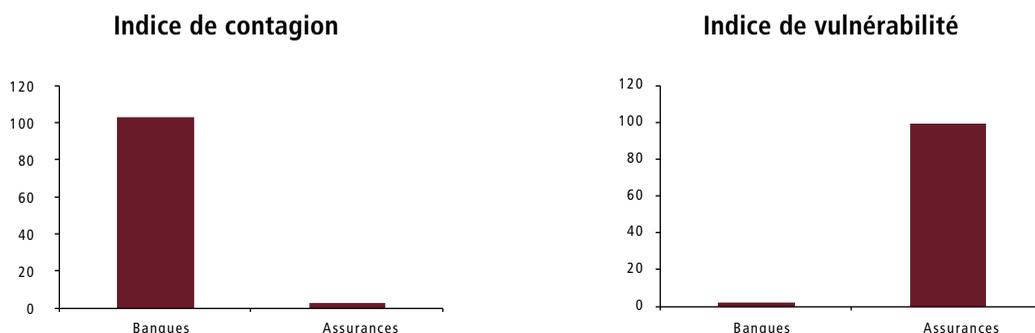
***Les stress tests confirment la vulnérabilité des compagnies d'assurances dans le cas de défaillances bancaires***

Un stress test portant sur un échantillon de 8 banques et 5 compagnies d'assurances de taille importante a été conduit afin d'évaluer la vulnérabilité de ces institutions.

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 (effets dominos).

A l'issue de ce stress test, deux indicateurs sont déterminés :

- **un indice de contagion** mesurant les pertes en pourcentage des fonds propres des autres institutions dues à la défaillance d'une institution.
- **un indice de vulnérabilité** évaluant la moyenne des pertes en pourcentage des fonds propres subies par une institution suite à la défaillance des autres.



Source : BAM - ACAPS

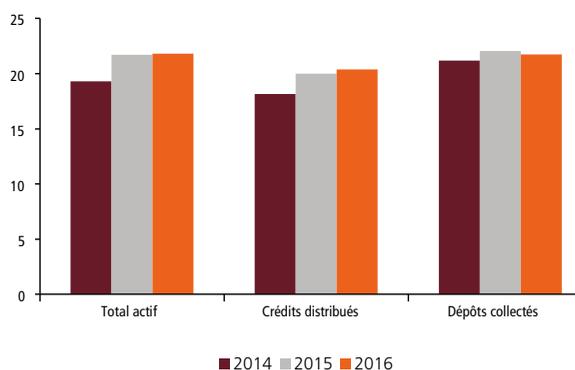
Les résultats de ce stress test font ressortir un indice de contagion élevé au niveau des banques et un indice de vulnérabilité important au niveau des assurances, indiquant que ces dernières seraient vulnérables à des défaillances bancaires.

### C. INTERCONNEXIONS ENTRE LES BANQUES ET LEURS FILIALES À L'ÉTRANGER

*La contribution des activités des trois groupes bancaires marocains à l'étranger s'est maintenue globalement au même niveau que l'année précédente*

Les filiales implantées à l'étranger des trois groupes bancaires marocains ont continué à contribuer à 22% de leur activité consolidée. Les crédits distribués et dépôts collectés à travers ces filiales se sont, eux aussi, stabilisés aux mêmes niveaux que l'année dernière avec des contributions respectives de 20% et 22%.

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

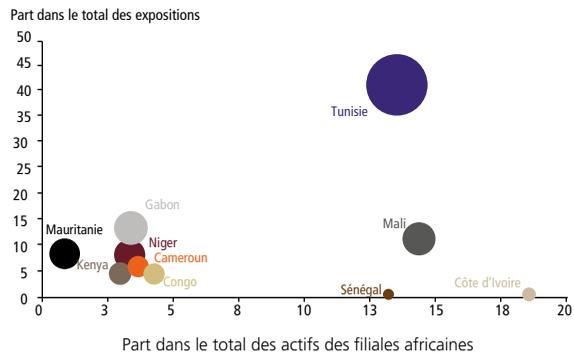


Source : BAM

*Le risque de contagion transfrontière pouvant émaner des filiales des banques marocaines implantées en Afrique reste très faible*

Les prêts accordés par les trois banques à leurs filiales implantées à l'étranger continuent d'afficher des niveaux très limités. Ces prêts se répartissent sur plusieurs zones géographiques, avec une part de 41% accordée à la Tunisie, 13% au Gabon et 10% au Mali.

### Principales expositions des banques marocaines sur leurs filiales en Afrique, en %



Source : BAM

Afin d'évaluer la résilience des banques face à d'éventuels chocs pouvant provenir de leurs filiales implantées à l'étranger, celles-ci ont été soumises à un stress test bâti sur la base d'une hypothèse de défaut de l'ensemble de ces filiales occasionnant une perte des expositions portées par leurs maisons mères.

Les résultats qui en découlent confirment la résilience des banques à de tels chocs, compte tenu de leur assise financière et du niveau faible de leurs expositions sur leurs filiales situées à l'étranger.

### III.5 ENJEUX LIÉS AUX RISQUES TECHNOLOGIQUES ET AU DÉVELOPPEMENT DE LA FINANCE DURABLE

*Au niveau international, l'émergence des innovations numériques et technologiques induit de nouveaux risques pour les institutions financières*

Sur le plan international, l'accélération des innovations technologiques dans le secteur financier est en train de bouleverser le système classique d'intermédiation financière, en proposant une offre diversifiée de services financiers faciles d'utilisation, accessibles et novateurs. Cette nouvelle ère numérique est, en outre, marquée par l'apparition de nouveaux acteurs, extérieurs au système financier (non bancaires), maîtrisant les innovations financières technologiques. Ceux-ci, qu'on appelle communément les « FinTech<sup>29</sup> », viennent concurrencer les acteurs traditionnels et remettre en cause les modalités de fourniture de certains services financiers.

A titre d'illustration, ces innovations ont porté sur le développement de nouvelles solutions de paiement telles que celle du « paiement mobile », la création de plateformes de financement dit participatif « crowdfunding », l'utilisation croissante de la monnaie virtuelle et de la technologie sous-jacente dite « blockchain », l'exploitation du « big data<sup>30</sup> » pour l'analyse des comportements des clients des services financiers et la gestion et le stockage de l'information sur le net via les plateformes de « cloud computing<sup>31</sup> ».

Dans cet environnement, les autorités (banques centrales, superviseurs, régulateurs,...) sont confrontées à de nouveaux risques (cybercriminalité, blanchiment de capitaux, fraudes, protection des consommateurs, etc.) et tentent d'adapter la réglementation et les mécanismes de supervision de manière à garantir la stabilité financière, mais sans nuire à l'essor des innovations qui améliorent la qualité des services rendus aux clients et constituent de réelles opportunités pour renforcer l'inclusion financière.

Au Maroc, des travaux ont été engagés dans ce sens à l'effet d'encadrer les risques liés à ces innovations technologiques.

<sup>29</sup> Les FinTech (contraction de « technologie financière ») désignent les entreprises spécialisées dans la mise en oeuvre d'innovations numériques et technologiques pour la sphère financière.

<sup>30</sup> Le « big data » désigne une nouvelle génération de technologies, conçue pour extraire et analyser des volumes très importants de données très variées

<sup>31</sup> Le cloud computing ou l'informatique en nuage est l'exploitation de la puissance de calcul ou de stockage de serveurs informatiques distants par l'intermédiaire d'un réseau, généralement internet. Ces serveurs sont loués à la demande, le plus souvent par tranche d'utilisation selon des critères techniques

Dans ce cadre, Bank Al-Maghrib a déjà mis en place une circulaire encadrant l'activité des établissements de paiement. Un projet de loi sur le financement participatif (crowdfunding) est également en cours d'élaboration par le Ministère de l'Économie et des Finances.

### Encadré n°9 : Évolution, à l'échelle internationale, des innovations numériques et technologiques

Les innovations technologiques les plus répandues intègrent, entre autres, la chaîne de blocs, le financement participatif et la négociation de haute fréquence.

- **La chaîne de blocs « Blockchain »** : est une technologie de stockage décentralisée et de transmission d'informations contenant une liste de transactions et de données extensible en permanence, regroupant tout l'historique des transactions que l'on pourrait comparer à une chaîne à laquelle de nouveaux éléments s'ajoutent continuellement. Cette technologie a la particularité de fonctionner sans organe central de contrôle. Elle est actuellement appliquée dans le cadre de la crypto-monnaie, mais son champ d'application est en train de s'étendre à d'autres domaines.
- **Le financement participatif (Crowdfunding)** : Il s'agit de sources de financement développées pour répondre aux besoins des porteurs de projets (TPE et PME, notamment) à travers un appel à contribution d'un grand nombre de personnes. Les projets sont présentés par leurs porteurs et les investisseurs choisissent de financer celui (ou ceux) répondant à leurs attentes à hauteur de ce qu'ils souhaitent investir. En fonction du projet, le «crowdfunder», autrement dit le bailleur de fonds, obtient une contrepartie financière ou des contributions en nature.
- **La négociation de haute Fréquence** : dans laquelle les décisions en matière d'investissement sont prises partiellement, voire intégralement, par des algorithmes automatisés (autrement appelés les robots conseillers). Il est également admis que la négociation à haute fréquence contribue à améliorer la liquidité et l'efficacité informationnelle dans le marché.

### Encadré n°9 : Suite

Les publications des instances internationales<sup>32</sup> et des banques centrales<sup>33</sup> indiquent que ces innovations financières sont certes prometteuses mais recèlent des risques potentiels, dont notamment :

- le risque lié aux paiements qui sont l'un des domaines susceptible d'être le plus impacté par les évolutions technologiques. Ce risque, sous l'impulsion des fournisseurs d'équipements mobiles, des opérateurs du net ou des télécommunications, a pris une ampleur considérable. Il pourrait se matérialiser, entre autres, par l'augmentation de la fraude profitant des vulnérabilités technologiques, l'aggravation du risque de compromission des données associées aux paiements et l'émergence de monnaies virtuelles de type « bitcoin<sup>34</sup> » qui échappent au champ de la régulation et de la supervision.
- le risque de crédit induit par le développement des plateformes de « crowdfunding » et celles de prêts directs basées sur un système de peer-to-peer<sup>35</sup> (P2P), qui viennent concurrencer le crédit bancaire traditionnel. Ce type de financement peut comporter des risques relatifs non seulement à l'évaluation de la qualité du projet objet du prêt et de la contrepartie financée mais aussi à la sécurité et à la pérennité de la plate-forme par laquelle les fonds transitent.
- le risque de cyber-attaques découlant de l'utilisation accrue du réseau internet et dont l'objectif peut varier en fonction des motivations des pirates informatiques (motivations financières - ex. vol de données bancaires -, attaques ciblées contre des organisations stratégiques, revendications politiques, etc.) ;

32 Travaux de la banque des règlements internationaux et du Conseil de stabilité financière (FSB).

33 Revue de la stabilité financière n°20 de la banque de France, Rapport annuel du conseil de surveillance de la stabilité financière des États-Unis 2016, revue de la stabilité financière 2016 de la Deutsche Bundesbank et rapport sur la stabilité financière de la banque centrale de la république de Turquie - Novembre 2016.

34 Le « bitcoin » est une monnaie virtuelle (ou crypto-monnaie) créée en 2009 par un ou plusieurs programmeurs informatiques utilisant le pseudonyme « Satoshi Nakamoto ». Le bitcoin s'échange de personne à personne (peer-to-peer) sur Internet contre d'autres devises monétaires (euro, dollar, yen...), en-dehors des réseaux bancaires traditionnels.

35 Le prêt « peer-to-peer » (terme dérivé du langage des réseaux informatiques) désigne un système de prêt entre particuliers grâce auquel des particuliers en financent d'autres (sans passer par un intermédiaire financier).

### Encadré n°9 : Suite

- Concernant le secteur des assurances, l'utilisation massive des objets connectés devrait avoir un impact à moyen et à long terme très considérable sur l'offre de l'assurance et pourrait même conduire à une révision en profondeur des modèles de couverture en vigueur. A titre d'illustration, avec l'avènement du véhicule autonome, ce n'est plus la responsabilité civile du conducteur qui sera couverte, mais celle du constructeur ou éventuellement celle d'éditeurs de logiciels de technologies embarquées, dès lors que ces dernières ont un rôle causal dans la survenance du fait dommageable. Aussi, le modèle économique qui repose de plus en plus sur la collecte et la maîtrise des données, le développement du « big data » en termes de quantité et de variété de la donnée clients pourrait même conduire à ajuster le tarif et l'offre de chaque assuré, remettant ainsi en cause le concept de mutualisation des risques en assurance.

***Adoption par les autorités de régulation d'une feuille de route pour l'alignement du secteur financier sur le développement durable***

Pour ce qui est des risques environnementaux, les autorités de régulation du secteur financier se sont mobilisées face à la problématique de la transition vers une économie plus durable. Dans ce sens, lesdites autorités ont adopté une feuille de route nationale du secteur financier pour le développement durable qui a été annoncée à Marrakech lors de la COP22. Cette feuille de route dresse les grandes lignes du processus de mise en œuvre de l'engagement du Maroc dans le développement de la finance durable.

## **Encadré n°10 : Feuille de route pour l'alignement du secteur financier marocain sur le développement durable**

La feuille de route visant l'alignement du secteur financier marocain sur le développement durable s'inscrit dans la lignée des orientations de la Charte nationale sur l'environnement et le développement durable et tient compte des principales orientations fixées par la Stratégie Nationale de Développement Durable dans le domaine de la finance.

Cette feuille de route liste les actions et mesures à mettre en œuvre pour l'alignement coordonné et progressif du secteur financier marocain, englobant les activités de banque, d'assurance et de marché de capitaux, sur les enjeux de développement durable et partant, de favoriser l'émergence d'une véritable « finance durable » multidimensionnelle, en ce sens qu'elle se doit de tenir compte à la fois des préoccupations environnementales, en particulier celles induites par le changement climatique, social et de gouvernance.

Elle s'articule autour de 5 axes majeurs :

- l'extension de la gouvernance fondée sur les risques aux risques socio environnementaux;
- le développement d'instruments et de produits financiers durables ;
- la promotion de l'inclusion financière en tant que vecteur du développement durable ;
- le renforcement des capacités dans le domaine de la finance durable ;
- la transparence et la discipline de marché.

Chacun de ces axes est décliné par secteur d'activité: banques, assurances, marché des capitaux ainsi que la place financière de Casablanca (CFC). Certaines mesures sont, en revanche, transverses à l'ensemble des composantes du secteur financier.

# **CHAPITRE 4**

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



## APERÇU

L'année 2016 a été marquée par la poursuite de l'amélioration des trésoreries bancaires en lien principalement avec l'augmentation des avoirs extérieurs nets. Dans ce contexte, la Banque centrale a réduit l'encours de ses interventions à 19,1 milliards de dirhams à fin 2016 contre 23 milliards à fin 2015.

Les émissions des titres de dette privée au Maroc ont reculé de 8,7% par rapport à l'année 2015 et restent dominées par les émissions des établissements de crédit. Le risque de crédit relatif à la dette privée est limité et ne représente aucune menace sur la stabilité du système financier. En effet, les dettes des émetteurs en difficulté ne représentent que 3,1% de l'encours global de la dette privée et lesdits émetteurs ont finalisé ou sont en cours de finalisation des plans de restructuration de leurs dettes.

La liquidité du marché boursier a connu une amélioration pour la deuxième année consécutive mais reste handicapée par la faiblesse du flottant et par les conditions restrictives d'exécution des ordres fixées par les donneurs d'ordres. Suite à l'augmentation importante des cours boursiers durant le dernier trimestre de l'année, la valorisation de la bourse de Casablanca ressort à un niveau élevé, poussée en cela par des investisseurs à la recherche d'une rentabilité meilleure dans un contexte de faible rendement du marché des taux d'intérêt. Cette situation peut constituer un risque d'instabilité pour le marché boursier si le contexte de taux bas venait à changer. La volatilité du marché boursier, quoiqu'en hausse, reste à un niveau modéré.

Par ailleurs, il convient de noter un certain regain d'intérêt de la part des personnes physiques marocaines pour le marché boursier.

L'industrie des OPCVM reste dominée en volume par les entreprises financières, ce qui fait des OPCVM un canal important de transmission des risques entre les marchés des capitaux et les établissements financiers. L'actif net global des OPCVM affiche une croissance annuelle moyenne de 10,6% sur les cinq dernières années et les sociétés de gestion jouissent d'une bonne santé financière. En 2016, les souscripteurs en OPCVM recherchent plutôt de la rentabilité mais sans prise de risque excessive. Quant à l'activité de gestion de portefeuille individuelle, elle fait l'objet d'une attention particulière en vue de la doter d'un cadre légal et réglementaire.

Les infrastructures de marché ont continué à fonctionner de manière fluide en 2016. Au niveau du SRBM, le taux de rejet des opérations traitées est resté très faible avec un taux moyen de disponibilité très élevé. Le GSIMT a lui aussi affiché un taux de disponibilité élevé et n'a pas connu d'incidents majeurs au cours de l'année.

Pour leur part, Maroclear et la société gestionnaire de la Bourse de Casablanca ont réalisé plusieurs avancées en matière de gouvernance, de contrôle interne et de sécurité informatique. En particulier, la réalisation du chantier important de démutualisation de la Bourse de Casablanca est susceptible d'avoir un impact favorable en termes de gouvernance et de développement du marché.

De plus, la mise en place d'un projet de PCA de place étalée sur la période 2016-2018, devrait permettre le déploiement d'un « exercice de continuité d'activité - place » destiné à vérifier l'opérabilité simultanée des PCAs individuels des IMF en connexion avec le système SRBM et de là, le renforcement desdites infrastructures.

## IV.1 MARCHÉS DE CAPITAUX

### A. MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

#### *Poursuite de l'amélioration du niveau de la liquidité bancaire*

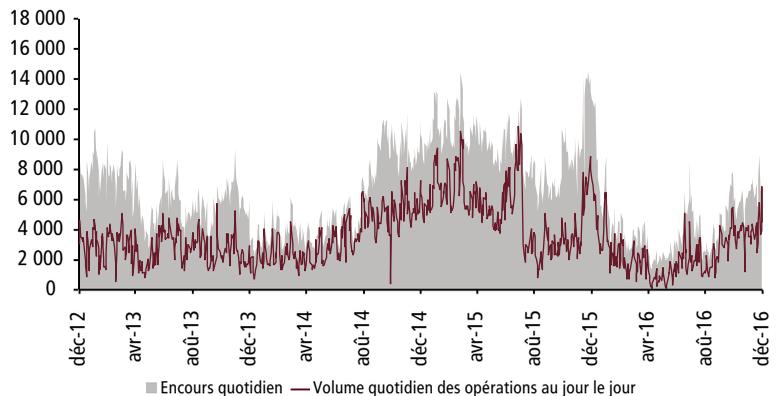
En 2016, le besoin de refinancement des banques soumises à la règle de la réserve obligatoire s'est résorbé, passant à 14,7 milliards de dirhams en moyenne quotidienne contre 34,2 milliards en 2015.

Dans ce contexte, la Banque centrale a réduit ses interventions dont l'encours quotidien moyen s'est établi à 15,4 milliards de dirhams en 2016 contre 34,7 milliards en 2015.

#### *Baisse des volumes échangés sur le marché monétaire interbancaire en blanc*

L'amélioration des trésoreries bancaires s'est traduite par une diminution des volumes échangés sur le marché monétaire interbancaire en blanc qui se sont établis en moyenne à près de 4,6 milliards de dirhams, au lieu de 10 milliards l'année précédente. En effet, les opérations traitées aussi bien au jour le jour qu'à terme ont enregistré des baisses de plus de 50%, passant respectivement à 2,5 et 2 milliards de dirhams en 2016 contre 5,2 et 4,3 milliards de dirhams un an auparavant.

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

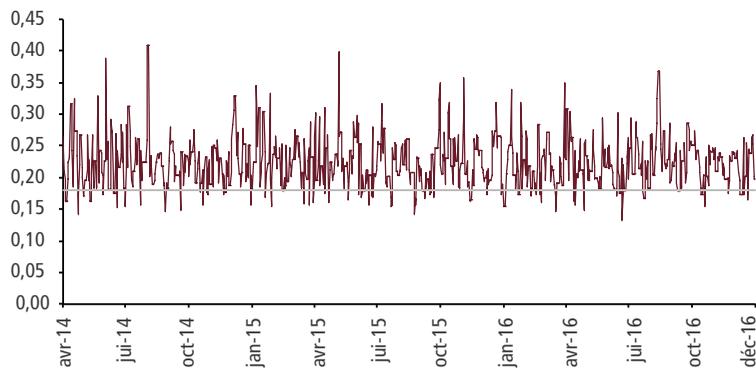


Source : BAM

**Persistence de la concentration sur le marché monétaire**

Les liquidités bancaires demeurent inégalement réparties entre les banques, plus de 70% des réserves totales étant détenues par les trois plus grands établissements de la place. Ainsi, à l’instar des années précédentes, l’indice de Herfindahl-Hirschman (IHH) de la liquidité bancaire se maintient à un niveau supérieur au seuil de 0,18, indiquant la forte concentration de la liquidité bancaire.

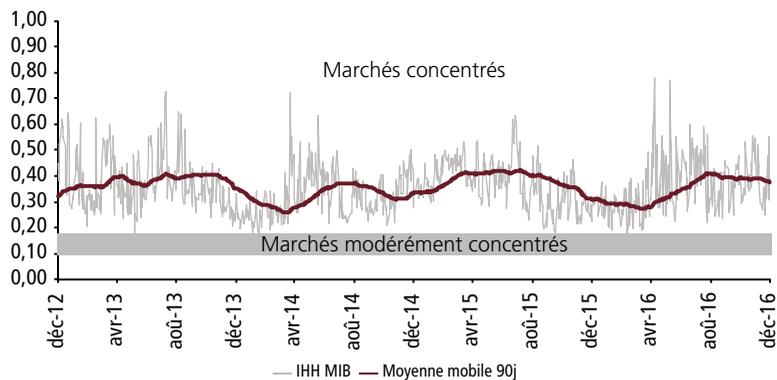
**Concentration de la liquidité bancaire**



Source : BAM

Cette structure se reflète également sur les prêts-emprunts en blanc qui demeurent fortement concentrés, plus particulièrement du côté des emprunts, avec un indice IHH à 0,36, un établissement bancaire ayant drainé, à lui seul, plus de la moitié des ressources sur ce compartiment de marché.

**Concentration du marché monétaire interbancaire en blanc au jour le jour**



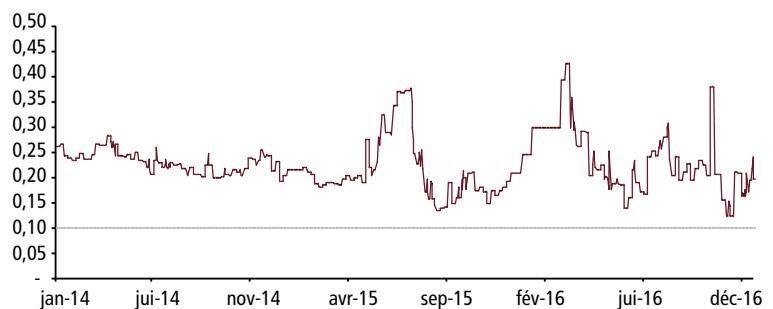
Source : BAM

Pour sa part, le marché de la pension livrée a enregistré une concentration moins importante comparativement aux autres compartiments, avec un indice IHH s'établissant toujours à 0,14, se situant ainsi dans la catégorie des marchés modérément concentrés du fait de son élargissement à d'autres opérateurs, notamment les OPCVM. Toutefois, les emprunts sur le marché de la pension demeurent concentrés autour des établissements bancaires avec une part de près de 70% du volume global.

### **Concentration du refinancement auprès de la Banque centrale**

La concentration élevée des trésoreries bancaires se reflète également sur la répartition des injections de la Banque centrale. Ainsi, plus de 80% des avances ont été servies à un nombre restreint d'établissements. Le niveau de l'IHH des injections de Bank Al-Maghrib a ainsi évolué autour de 0,29 en 2016, traduisant la forte concentration du refinancement des banques auprès de la Banque centrale.

#### **Concentration du refinancement auprès de Bank Al-Maghrib**



Source : BAM

### **Poursuite de la réduction de la pression sur le collatéral<sup>36</sup>**

La baisse de la pression sur le collatéral s'est poursuivie en 2016. En effet, la part du collatéral mobilisé par les banques par rapport à leurs avoirs propres en actifs éligibles s'est établie, en moyenne quotidienne, à 18% contre 32% en 2015 et 48% en 2014.

Cette évolution résulte d'une réduction significative des interventions de la Banque centrale dont l'encours a atteint un niveau de 6 milliards de dirhams au cours du premier semestre de l'année et ce, suite à l'amélioration des conditions de liquidité des banques.

<sup>36</sup> La pression sur le collatéral est un indicateur de la capacité des banques à se refinancer auprès de la Banque centrale. Plus cet indicateur est élevé, plus le risque d'émergence de tensions sur la liquidité bancaire augmente.

### Part du collatéral mobilisé par les banques, en %



Source : BAM

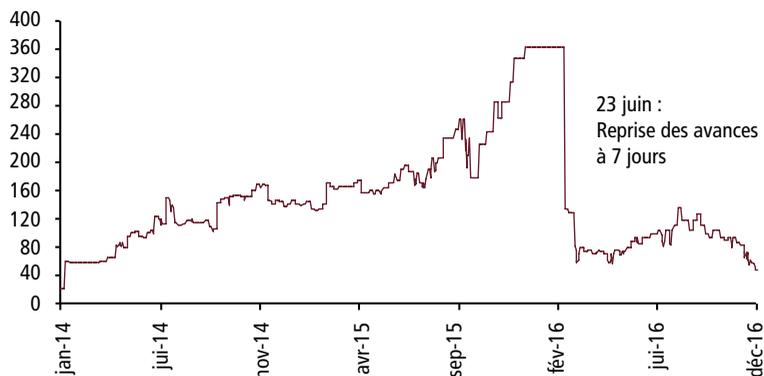
### *Baisse de la durée moyenne des interventions de BAM à partir du deuxième semestre 2016*

La durée moyenne des interventions de Bank Al-Maghrib s'est élevée à 9,8 mois au premier semestre de 2016 (contre 6,3 mois au deuxième semestre 2015) en raison de la suspension des avances hebdomadaires entre mars et juin dans un contexte d'amélioration des conditions de liquidité.

Suite à la décision du Conseil de la Banque de relever le taux de la réserve obligatoire, la durée moyenne des interventions s'est inscrite en baisse à partir de juillet 2016. En effet, cette décision s'est traduite par la reprise des opérations de refinancement hebdomadaires, impliquant la baisse à près de 3 mois de la durée moyenne des interventions.

Sur l'ensemble de l'année 2016, la durée moyenne s'est établie à 6 mois.

### Durée moyenne des interventions de BAM



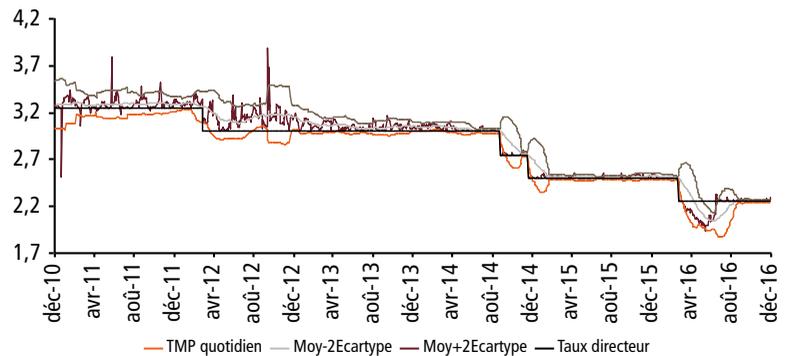
Source : BAM

### Baisse des taux monétaires

L'amélioration des conditions de liquidité, conjuguée à la baisse du taux directeur de 25 points de base à 2,25%, ont induit une baisse de 24 points de base du taux moyen pondéré (TMP) des opérations interbancaires en blanc au jour le jour qui s'est établi à 2,265%, contre 2,509% en 2015. Ainsi, l'écart avec le taux directeur a augmenté à 1,5 point de base au lieu de 1 point de base en 2015.

Le taux interbancaire est demeuré volatile au cours de cette année comme en témoigne la hausse de son écart-type passé à 0,03% contre 0,01% en 2015. Ainsi, le taux interbancaire a globalement oscillé dans une fourchette allant de 1,93% en juin à 2,54% en janvier.

**TMP interbancaire en blanc au jour le jour: tendance et volatilité, en %**



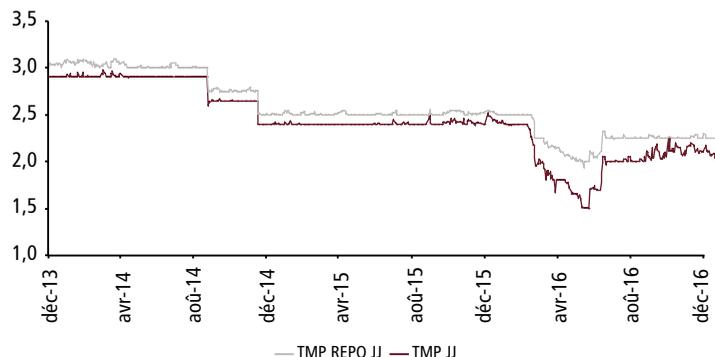
Source : BAM

### Effizienz de la formation des prix sur le marché monétaire

Les écarts entre les taux d'intérêt maximums et minimums observés au cours d'une même journée sur le marché monétaire en blanc ont augmenté, passant de 4 à 5 points de base entre 2015 et 2016. Pour leur part, les écarts de taux sur le marché de la pension ont atteint 16 points de base en moyenne en 2016 contre 2 points de base au cours des deux dernières années. Ces évolutions résultent de la baisse du taux directeur.

En outre, les écarts de taux entre le financement sur le marché en blanc et le marché collatéralisé se sont établis à près de 22 points de base en 2016 contre 10 points de base un an auparavant, et ce, compte tenu de la volatilité observée sur ce compartiment suite à la baisse du taux directeur.

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



Source : BAM

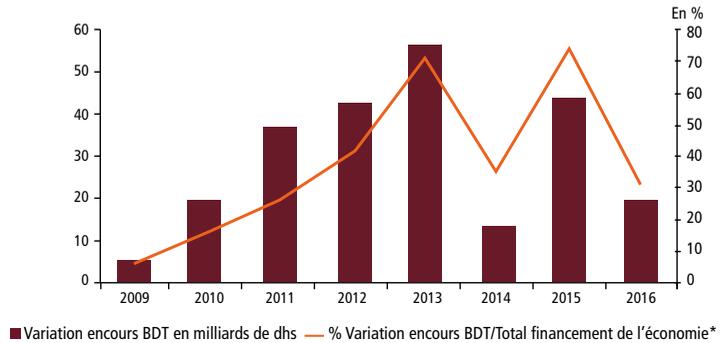
*Le marché secondaire de la dette publique demeure peu profond et assez volatile*

Le compartiment de la dette publique reste la première alternative de placement pour les investisseurs, de par la sécurité qu'il offre et le manque d'alternatives d'investissements.

Le Trésor a, toutefois, sensiblement réduit ses émissions compte tenu de l'amélioration de sa trésorerie (hausse des recettes fiscales et baisse des charges de compensation), combinée au recul des échéances des bons du Trésor de près de 16 milliards de dirhams par rapport à l'année précédente.

En effet, hors opérations d'échanges de titres, les émissions du Trésor ont diminué de 31% par rapport à 2015 en portant sur un volume de 86 milliards de dirhams. Ainsi, le volume mensuel moyen s'est établi à 7,2 milliards de dirhams contre 10 milliards de dirhams un an auparavant. Ainsi, l'encours des bons du Trésor s'est élevé à près de 490 milliards de dirhams à fin 2016, en hausse de 4% par rapport à fin 2015.

### Evolution de l'encours des Bons du Trésor, en milliards de dirhams

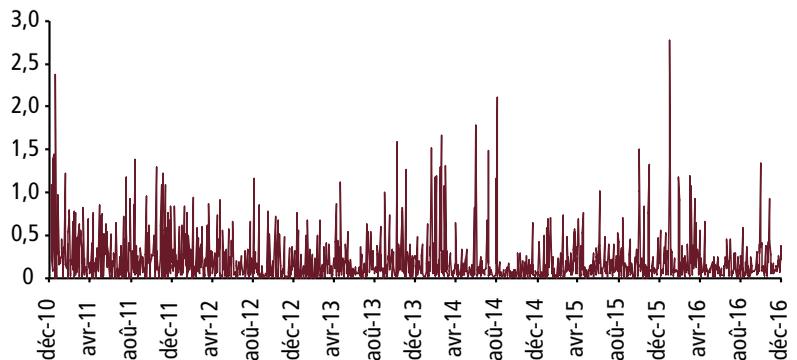


(\*) Emissions marché primaire de la bourse+ variation encours titres de dette, FPCT et OPCR+ Variation encours crédits des établissements financiers.

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

Cependant, le marché secondaire se caractérise toujours par un manque de profondeur avec un taux de rotation relativement bas, se stabilisant à un niveau de 0,46%. Les Banques et les OPCVM se positionnent comme les principaux intervenants sur ce compartiment, avec respectivement 58% et 38% des cessions et 50% et 46% des acquisitions réalisées sur l'année.

### Taux de rotation quotidien sur le marché secondaire des Bons du Trésor, en %



Source : BAM

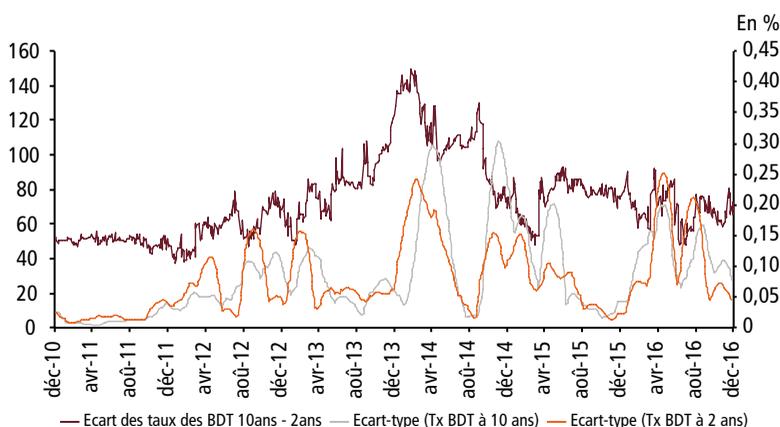
### ***Poursuite de la baisse des taux de rendement***

La courbe des taux a connu un mouvement vers le bas en raison de la baisse des rendements sur l'ensemble des maturités.

Dans ce contexte, l'écart-type des taux des BDT à 2 et 10 ans s'est établi respectivement à 4 et 8 points de base à fin 2016 contre 2 et 4 points de base un an auparavant.

En outre, l'écart de rendement entre les taux à 2 ans et 10 ans s'est élevé à 69 points de base en 2016, soit 7 points de base de moins qu'en 2015, traduisant un net resserrement du spread 2-10 ans, accompagné d'un mouvement d'aplatissement de la courbe des taux.

**Ecart des taux et volatilité des BDT 10 ans - 2 ans**



Source : BAM

### ***Marché peu développé de la dette privée, dont l'encours a connu une quasi-stagnation***

De son côté, le marché de la dette privée reste peu développé avec un compartiment secondaire très étroit et peu transparent. En effet, celui-ci représente 24% de la dette globale publique et privée et le segment des obligations privées concentre 63% de ce marché, suivi des certificats de dépôt avec une part de 28%.

Les émissions de dette privée se sont établies à 52,1 milliards de dirhams pour l'année 2016 en recul de 8,7% par rapport à l'année 2015. Ce recul est dû essentiellement à la baisse de 65,4% des émissions de billets de trésorerie. Les certificats de dépôt ont connu une hausse de 22,8% des émissions en 2016 et ont constitué 51,71% de l'ensemble des émissions de la dette privée, contre 31% pour les obligations, 10,44% pour les billets de trésorerie (BT) et 6,84% de bons de société de financement (BSF).

### Emissions de la dette privée par catégorie de titres

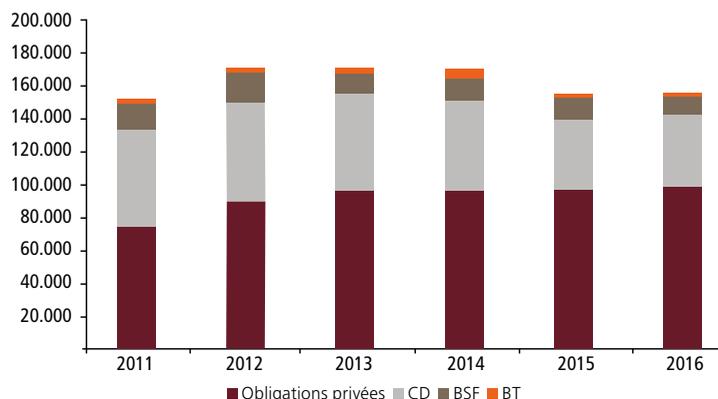
Emissions en millions de dirhams		2015	2016	Variation
Dette privée	Certificats de dépôts (CD)	21 955	26 967	+22,8%
	Obligations	14 142	16 167	+14,3%
	Bons des sociétés de financement (BSF)	5 257	3 568	-32,1%
	Billets de trésorerie (BT)	15 766	5 446	-65,5%
<b>Total dette privée</b>		<b>57 120</b>	<b>52 148</b>	<b>-8,7%</b>

Les établissements de crédit (banques et sociétés de financement) restent les principaux émetteurs de dette privée avec plus des trois quarts des émissions réalisées au cours de l'année 2016. Ils sont supervisés par Bank Al-Maghrib et leurs émissions de titres de dette visent principalement le renforcement des financements stables afin de se conformer aux règles prudentielles relatives à la liquidité.

Le secteur de l'industrie et des mines et le secteur immobilier et hôtelier ont constitué respectivement 13% et 8,5% des émissions de la dette privée en 2016, destinées en grande partie au financement de leurs investissements en Afrique.

Quant à l'encours, la dette privée s'est établie à 156 milliards de dirhams, soit le même niveau enregistré une année auparavant. Cette quasi-stagnation résulte notamment de la baisse des encours des bons de sociétés de financement (BSF) et des billets de trésorerie (BT), atténuée par la hausse de ceux des certificats de dépôt (CD) et des obligations privées.

## Encours de la dette privée, en millions de dirhams



Source : BAM-Maroclear

***Le risque de crédit relatif à la dette privée est limité***

Concernant le risque de crédit relatif à la dette privée à fin 2016, deux émetteurs de titres de dettes appartenant au secteur immobilier enregistrent des impayés au titre du remboursement des échéances de leurs dettes. Toutefois, cette situation ne constitue pas pour autant une préoccupation majeure dans la mesure où l'encours global des titres de dettes émis par lesdits émetteurs s'élève à près de 5 milliards de dirhams, soit 3,1% de l'encours global de la dette privée et qu'un processus de restructuration de ces dettes est en cours de finalisation.

## B. MARCHÉ BOURSIER

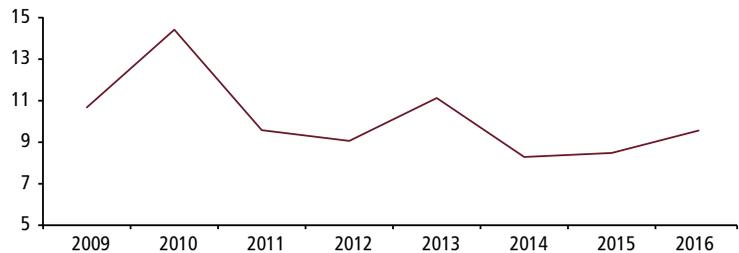
***Quoiqu'en amélioration, la liquidité du marché boursier reste relativement faible, impactée notamment par la prépondérance des participations stratégiques qui limite le facteur flottant...***

La liquidité<sup>37</sup> de la place boursière de Casablanca enregistre une amélioration pour la deuxième année consécutive. En effet, suite à l'augmentation importante des volumes traités au quatrième trimestre de l'année 2016, le taux de rotation a atteint 9,54% en 2016 contre 8,49% en 2015 et 8,25% en 2014, ce qui néanmoins demeure faible. Or, une faible liquidité peut constituer un facteur aggravant, en cas de tensions sur le marché, susceptible d'augmenter le coût des transactions et d'accélérer une éventuelle baisse des cours.

<sup>37</sup> Le ratio de liquidité est une moyenne mobile du volume mensuel (non doublé) des marchés central et de blocs rapportée à la capitalisation fin de mois, calculée sur une année glissante.

Toutefois, il convient de rappeler que le calcul du taux de rotation des stocks tient compte de la totalité de la capitalisation boursière. Cette dernière est caractérisée par la prépondérance des participations stratégiques qui en représentent près de 75%, limitant de facto le taux de rotation.

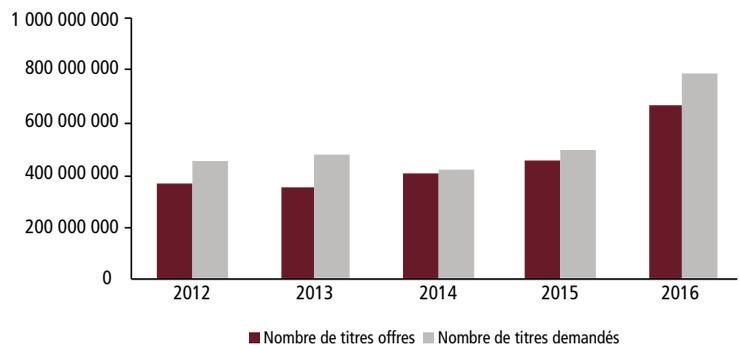
#### Evolution de la liquidité du marché boursier, en %



Source : Bourse de Casablanca

Les nombres de titres offerts et demandés ont fortement progressé en 2016 avec respectivement 46% et 58%. Cette forte augmentation ne s'est néanmoins pas reflétée sur la liquidité qui n'a progressé que de 12%.

#### Evolution des nombres des titres demandés et de ceux offerts

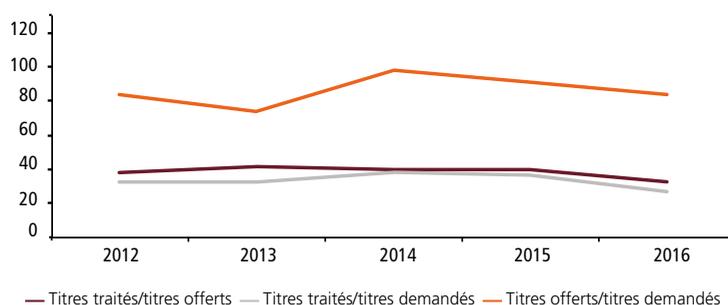


Source : Bourse de Casablanca

*... ainsi que par l'écart entre les prix de l'offre et de la demande fixés par les donneurs d'ordre*

En 2016, le ratio « titres offerts/titres demandés » s'élève à 85,2%, ce qui signifie que le nombre de titres demandés à l'achat est supérieur au nombre de titres offerts à la vente. Toutefois, les taux de satisfaction de l'offre et de la demande de titres au niveau du marché boursier restent limités en 2016 respectivement à 32,5% et 27,7%. Cette situation s'explique par l'écart important entre les prix de l'offre et ceux de la demande.

**Titres offerts Vs Titres demandés, en %**

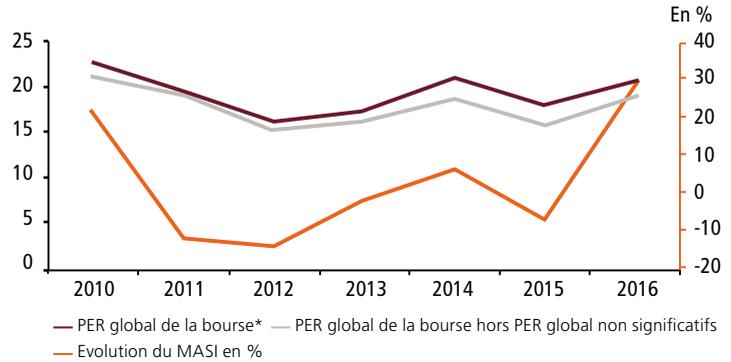


Source : BAM

*La valorisation du marché boursier a augmenté à un niveau élevé dans un contexte de recherche de rentabilité par les investisseurs*

Indicateur important dans l'analyse de la stabilité d'un marché boursier, le niveau de valorisation global des titres cotés ressort en hausse en 2016 (20,4x contre 17,9x à fin 2015) et ce, suite à la hausse des cours enregistrée à la Bourse de Casablanca, reflétée par une progression de l'indice MASI supérieure à 30%. Il convient de relever que 14 valeurs cotées, représentant 4,87% de la capitalisation boursière globale, ont des PERs non significatifs en raison de leurs résultats nets très faibles ou négatifs. En effet, si l'on exclut les sociétés précitées, le PER de la bourse s'établit à 19,1x à fin 2016 contre 15,5x en 2015. Cette augmentation du niveau de valorisation signifie que la hausse des cours a été plus importante que celle des résultats des sociétés cotées. Cette situation pourrait être causée par le contexte de faible rendement du marché des taux d'intérêt poussant les investisseurs à rechercher des produits à meilleurs rendements. Cependant, cette situation augmente le risque d'instabilité dans le marché boursier en particulier si le contexte de faiblesse des taux d'intérêt venait à changer de manière drastique.

### Valorisation de la Bourse de Casablanca



Source : Données Bourse de Casablanca et calculs AMMC (hors Samir pour l'année 2015)

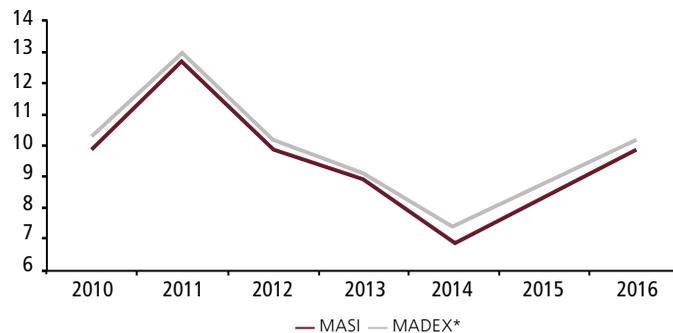
(\*)Capitalisation globale de la bourse de Casablanca à la fin de l'année N/Somme des résultats nets des sociétés cotées de l'année N.

(\*\*)Capitalisation globale de la bourse de Casablanca à la fin de l'année N/Moyenne des sommes des résultats nets des sociétés cotées sur les 5 dernières années.

*...et la volatilité est dans une tendance ascendante tout en demeurant modérée*

Autre indicateur important de la stabilité, la volatilité de la place de Casablanca continue sa tendance haussière entamée depuis 2014. Elle s'est établie à 9,84% en 2016 contre 8,27% en 2015 et 6,88% en 2014. Cette dernière hausse pourrait s'expliquer par la multiplicité des événements relatifs aux entreprises cotées en particulier les profits warnings. Ceci étant, la volatilité de la bourse de Casablanca reste modérée en comparaison avec les principales places boursières internationales.

### Volatilité annualisée, en %



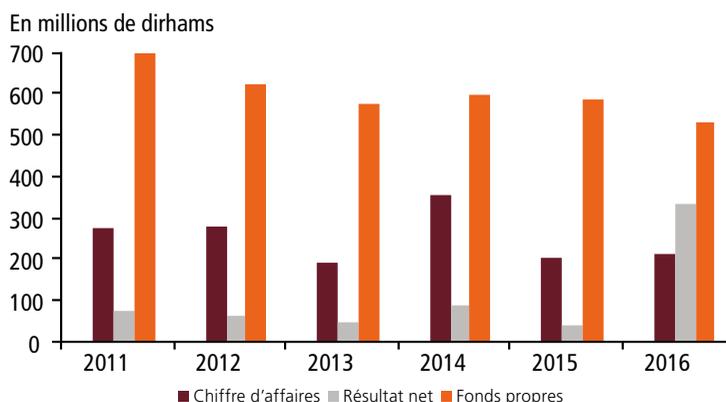
Source : Données Bourse de Casablanca et calculs AMMC

*L'activité des intermédiaires en bourse est caractérisée par une concentration du secteur dans un contexte de manque d'IPO et de faiblesse du volume des transactions*

Les revenus des sociétés de bourse ont enregistré une hausse pour la deuxième année consécutive et ce, parallèlement à l'amélioration de la liquidité du marché boursier. Le chiffre d'affaires consolidé des sociétés de bourse a atteint 197 millions de dirhams en 2016 contre 185 millions de dirhams en 2015 et 168 millions de dirhams en 2014.

Toutefois, plus des deux tiers des sociétés de bourse affichent des résultats d'exploitation négatifs et ce, en raison de la concentration qui caractérise le secteur avec 4 sociétés, sur un total de 17, s'accapant 60% du chiffre d'affaires du secteur.

#### Evolution des indicateurs financiers consolidés des sociétés de bourse



Source : Sociétés de bourse. Indicateurs en millions de dirhams

Cependant, le résultat net du secteur est en nette progression, passant de 32 millions de dirhams en 2015 à 317 millions de dirhams en 2016. Cette évolution est due à un résultat financier exceptionnel dégagé suite à la distribution d'un dividende exceptionnel par la Bourse de Casablanca dans le cadre de l'opération de démutualisation de son capital. Ce résultat net important pourrait être utilisé par les sociétés de bourse pour améliorer leurs fonds propres, lesquels ont enregistré une baisse en 2016.

En effet, les fonds propres consolidés des sociétés de bourse sont passés de 570 à 512 millions de dirhams et ce, en raison de la diminution du capital opérée par une société de bourse de 80 à 20 millions de dirhams par annulation d'actions.

Il est à rappeler que les sociétés de bourse sont soumises à un dispositif réglementaire complet en vue de couvrir les risques liés à leurs activités et protéger les investisseurs du marché boursier (cf. encadré 11).

### **Encadré n°11 : Dispositif réglementaire et de garantie du marché boursier**

Le dispositif sécurisant le fonctionnement du marché repose sur ce qui suit :

- 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 compte 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 2016 près de 42 millions de dirhams contre 39 millions de dirhams à fin 2015 et 37 millions de dirhams en 2014.

Conformément aux dispositions de l'article 68 du Dahir portant loi n°1-93-211 relative 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. MARCHÉ DE LA GESTION D'ACTIFS

***Augmentation de l'actif net global des OPCVM grâce essentiellement aux nouvelles souscriptions recherchant de la rentabilité avec toutefois une prise de risque modérée....***

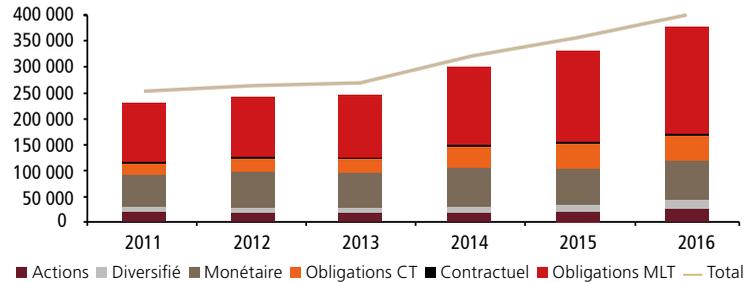
Sur les cinq dernières années, l'augmentation globale de l'actif net des OPCVM est de 63,7%, soit une croissance annuelle moyenne de 10,6%. L'actif net des OPCVM représente, à fin 2016, 38,5% du PIB contre 34,2% à fin 2015, 33,4% à fin 2014 et 28% à fin 2013. Le nombre des OPCVM en activité a atteint 425 à fin 2016 (contre 406 une année auparavant) et se répartit en 46 SICAV<sup>38</sup> et 379 FCP<sup>39</sup>. Avec 149 fonds, les OPCVM « OMLT<sup>40</sup> » demeurent les plus nombreux. Cette prédominance est également observée en matière d'actifs sous gestion puisque la catégorie « OMLT » présente, à fin 2016, un actif net de 204 milliards de dirhams, soit près de 54% de l'actif net total.

38 Société d'Investissement à Capital Variable

39 Fonds Commun de Placement

40 Obligataires moyen et long terme

### Evolution de l'actif net des OPCVM, en millions de dirhams

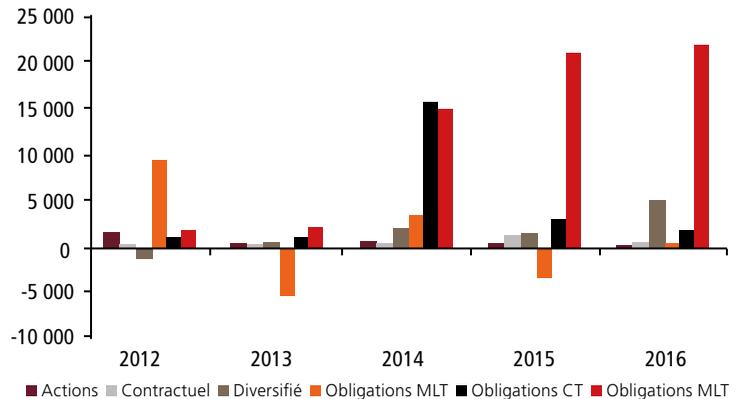


Source : Sociétés de gestion d'OPCVM, Calculs AMMC

L'actif net des OPCVM a connu une hausse de 13,78% au 30 décembre 2016 par rapport à fin 2015, pour s'établir à 375,6 milliards et ce, sous l'effet conjugué des deux facteurs suivants :

- les performances positives de toutes les catégories d'OPCVM estimées globalement à 18,5 milliards de dirhams.
- les souscriptions nettes qui ont atteint 26,9 milliards de dirhams essentiellement au niveau des OPCVM obligataires MLT, suivis des OPCVM diversifiés.

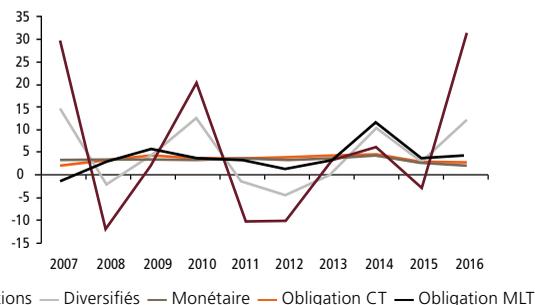
### Souscriptions nettes aux OPCVM



Source : Sociétés de gestion d'OPCVM, Calculs AMMC

Globalement, la tendance des nouvelles souscriptions s'est orientée vers une prise de risque modérée pour rechercher une meilleure rentabilité que celle des fonds monétaires tout en évitant les fonds actions plus volatiles.

## Performance annuelle par catégorie d'OPCVM, en %



Source : Sociétés de gestion d'OPCVM, Calculs AMMC

En effet, les performances des OPCVM en 2016 ont évolué différemment selon les catégories :

- Les OPCVM actions et, dans une moindre mesure, les OPCVM diversifiés ont nettement profité de la bonne performance du marché boursier en 2016. Les performances annuelles de ce dernier restent néanmoins historiquement volatiles.
- Les performances annuelles des OPCVM monétaires et obligataires CT sont moins volatiles mais faibles. Elles sont en baisse durant les deux dernières années en passant respectivement de 4,22% et 4,68% en 2014 à 2,19% et 2,8% en 2016.
- Les OPCVM obligataires MLT, plus sensibles à la variation des taux d'intérêt, sont plus volatiles que les OPCVM monétaires et obligataires CT. Après un pic de 11,63% en 2014 dû à la baisse des taux d'intérêt, ils ont enregistré en 2016 une performance annuelle en amélioration sensible de 4,68% contre 3,96% en 2015.
- Concernant les OPCVM contractuels, la diversité des montages financiers des fonds contractuels exclut toute possibilité d'un indice de performance pour cette catégorie d'OPCVM.

Les performances des OPCVM sont fortement dépendantes des performances du marché des titres de dette et du marché boursier. En effet, la composition de l'actif des OPCVM fait ressortir un lien important avec lesdits marchés dans la mesure

où ils en constituent respectivement 73,5% et 7,45% en 2016 contre 74,32% et 6,27% en 2015.

### Répartition, à fin 2016, de l'actif global des OPCVM par catégories d'actifs

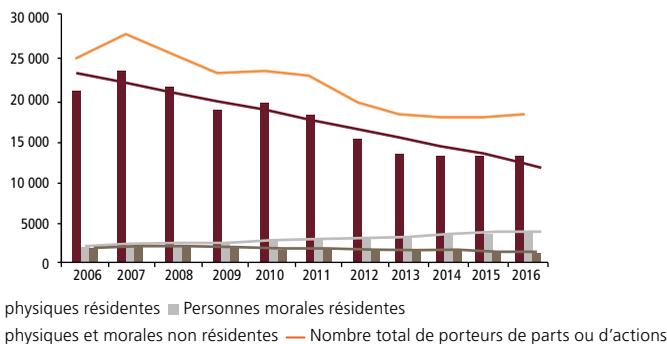
Catégorie	Montant	Structure
<b>Valeurs cotées (VC)</b>	30 521 063 179	7,72
VC Actions	29 431 716 511	7,45
VC Obligations privées	1 077 695 511	0,27
VC Obligations émises ou garanties par l'Etat	11 651 271	0,00
<b>Valeurs non cotées (VNC)</b>	309 128 980 736	78,21
VNC Actions	441 214 089	0,11
VNC Obligations privées	43 961 050 293	11,12
VNC Obligations émises ou garanties par l'Etat	202 231 747 135	51,16
VNC Titres de créance négociables	44 352 016 597	11,22
VNC Titres d'OPCVM	18 142 952 622	4,59
<b>Autres éléments d'Actif</b>	55 626 572 628	14,07
<b>ACTIF TOTAL</b>	<b>395 276 616 543</b>	<b>100,00</b>

Source : Sociétés de gestion d'OPCVM, Calculs AMMC

*...mais pour autant, le nombre d'investisseurs en OPCVM, en particulier les personnes physiques, demeure faible*

Après une tendance baissière soutenue de 35,7% en six ans (2008-2013), le nombre d'investisseurs ayant choisi les OPCVM comme véhicule d'investissement semble se stabiliser durant les trois dernières années (2014-2016). Cette situation est due essentiellement aux investisseurs personnes physiques résidentes qui ne représentent toutefois que près de 7,2% en termes de volume d'investissement. Le nombre d'investisseurs de la catégorie personnes morales résidentes est, quant à lui, en augmentation continue durant les 8 dernières années (2008-2016) passant ainsi de 2 108 à 3 660 porteurs de parts, soit une augmentation de 73,6% sur la période.

## Structure des investissements en OPCVM



Source : Sociétés de gestion d'OPCVM, Calculs AMMC

*...et les entreprises financières restent les principaux investisseurs en OPCVM, faisant de celles-ci un canal de transmission important des risques*

Les entreprises financières viennent largement en tête des catégories d'agents économiques détenant des parts ou des actions d'OPCVM avec un portefeuille de 278,8 milliards de dirhams, soit 74,2% du volume global des OPCVM, en augmentation de 18,7% par rapport à l'année 2015. De ce fait, les OPCVM sont susceptibles de transmettre les risques de marchés des capitaux vers les entreprises financières qui doivent par conséquent respecter les limites prudentielles fixées par la réglementation en matière d'investissement en portefeuille.

Dans le sens inverse, les OPCVM peuvent également transmettre les éventuelles défaillances des entreprises financières vers les marchés des capitaux. En effet, une entreprise financière qui connaît une difficulté financière chercherait à disposer de liquidités pour surmonter sa crise, ce qui la poussera à effectuer des rachats massifs de parts ou actions d'OPCVM. Ces rachats massifs exerceraient des pressions importantes sur le marché boursier et sur les marchés monétaire et obligataire.

**Répartition de l'actif net par type d'investisseur au 31 décembre 2016,  
en millions de dirhams**

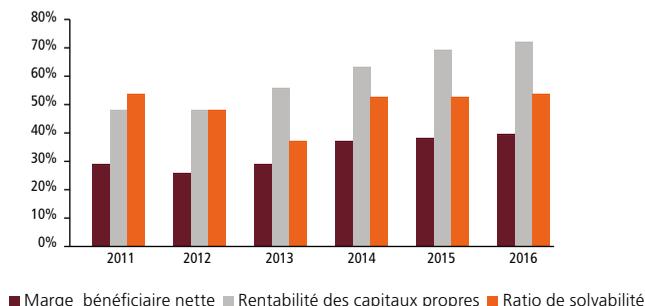
	OPCVM Actions et Diversifiés	OPCVM Obligations	OPCVM Monétaires	OPCVM Contractuels	TOTAL OPCVM	Part (en %)
<b>Entreprises financières dont :</b>	37 165	208 987	32 495	187	278 834	74,2%
Banques, CDG et Sociétés de financement	8 258	81 065	12 285	4	101 612	27,1%
Compagnies d'assurances et Organismes de retraite et de prévoyance	27 261	113 072	13 337	127	153 797	40,9%
OPCVM et autres sociétés de portefeuille	1 609	12 089	5 061	53	18 812	5%
Sociétés de bourse	5	267	646	1	919	0,2%
Autres entreprises financières	32	2 494	1 167	2	3 695	1%
<b>Entreprises non financières</b>	779	31 411	33 663	1 275	67 128	17,9%
<b>Personnes physiques résidentes</b>	5 793	15 089	5 873	140	26 895	7,2%
<b>Personnes physiques et morales non résidentes</b>	1 313	948	491	2	2 754	0,7%
<b>TOTAL</b>	<b>45 050</b>	<b>256 435</b>	<b>72 522</b>	<b>1 604</b>	<b>375 611</b>	<b>100%</b>

Source : Banques Dépositaires d'OPCVM, Calculs AMMC

***Les sociétés de gestion  
d'OPCVM jouissent  
globalement d'une bonne  
santé financière***

Les sociétés de gestion continuent d'afficher globalement de solides fondamentaux avec des indicateurs financiers ressortis en amélioration. En effet, la marge bénéficiaire du secteur est passée de 36,12% en 2015 à 37,17% en 2016. En termes de retour sur investissement, les capitaux propres affichent une rentabilité de 70,11% en 2016 contre 67,65% en 2015. Côté solvabilité, l'assise financière s'est renforcée avec un ratio Fonds propres/ Total bilan établi à 51,86% en 2016 pour 50,38% en 2015.

### Evolution des indicateurs financiers consolidés des sociétés de gestion d'OPCVM



Source : Sociétés de gestion d'OPCVM, 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.

## Encadré n°12 : Suite

### 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.

### 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.

## Encadré n°12 : Suite

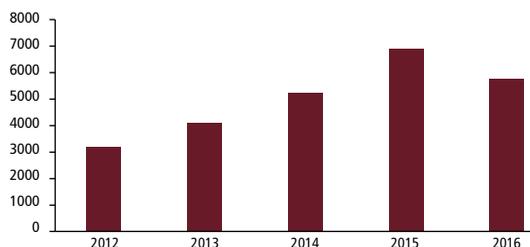
### Règles relatives à la valorisation

- 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 («illiquidité» d'un instrument financier, 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.

*La taille limitée du marché de la titrisation n'est pas de nature à constituer un risque pour la stabilité financière...*

L'année 2016 enregistre une légère baisse de l'encours des FPCT en dépit d'une nouvelle émission de 2 milliards de dirhams et ce, en raison du remboursement effectué à hauteur de 2,3 milliards de dirhams ainsi qu'un amortissement de 259 millions de dirhams.

### Evolution de l'encours des FPCT, en millions de dirhams



Source : Maghreb Titrisation

*...de même que pour l'activité du capital-risque*

Concernant le capital-risque, l'encours des investissements connaît une croissance soutenue. Il a atteint 6,3 milliards en 2016 soit une hausse de 14,5% contre une hausse de 12,2% en 2015 et de 16,7% en 2014 (source AMIC). L'origine des capitaux levés pour financer cette activité de capital risque est composée comme suit :

- des fonds marocains à hauteur de 46%, réparties entre plusieurs catégories d'investisseurs (compagnies d'assurance, caisses de retraite, banques et sociétés de gestion d'actif, Etat et organismes publics, de véhicules d'investissements et de privés) ;
- d'organismes de développement internationaux (SFI, BERD, BEI et autres) à hauteur de 39% ;
- de fonds de divers pays (à hauteur de 15%).

### *Une activité en cours d'encadrement*

A ce jour, l'activité de gestion de portefeuilles individuels n'est pas soumise à des obligations réglementaires en termes de reporting et de règles de pratique professionnelle, à l'exception de celle exercée par les sociétés de bourse. Un projet de loi régissant l'activité de gestion de portefeuille pour compte de tiers est en cours d'élaboration. Ce projet de loi est mené par le ministère de l'Economie et des Finances en collaboration avec l'AMMC et les intervenants du marché.

En attendant l'approbation dudit projet de loi et son entrée en vigueur effective, une enquête a été lancée à la fin de l'année 2016 par l'AMMC pour estimer les volumes des actifs gérés dans le cadre de contrats de gestion individuels et ainsi évaluer leur importance sur le plan de la stabilité financière.

## D. MARCHÉ DES PRÊTS DE TITRES

### **Encadré n°13 : Présentation du prêt-emprunt de titres**

L'activité de prêt de titres, initiée par la loi n° 45-12 relative au prêt de titres, publiée au Bulletin officiel le 7 février 2013, est entrée en vigueur en novembre 2014 après la publication des textes pris pour son application.

Le dispositif réglementaire définit le mode opératoire du traitement d'une opération de prêt de titres, que ce soit en amont (habilitation, instruments éligibles, garanties, etc.) ou en aval (échange des flux, mise en jeu de la garantie, dénouement, etc.).

### Encadré n°13 : Suite

La pierre angulaire du mode opératoire demeure la dimension contractuelle, matérialisée par la conclusion d'une convention-cadre inscrivant, de ce fait, l'exercice de l'activité de prêt de titres dans le cadre des meilleures pratiques au sein d'un marché organisé et sécurisé.

Composante fondamentale des marchés financiers internationaux, le prêt de titres est un contrat par lequel un prêteur remet temporairement des titres en pleine propriété à un emprunteur, et par lequel ce dernier s'engage à restituer les titres soit à une date prédéfinie, soit à la demande du prêteur, et le versement d'une rémunération basée sur la valeur des titres prêtés.

Les titres pouvant faire l'objet de prêts sont limités par ladite loi aux actions, Bons du Trésor, titres de créances négociables et obligations cotées.

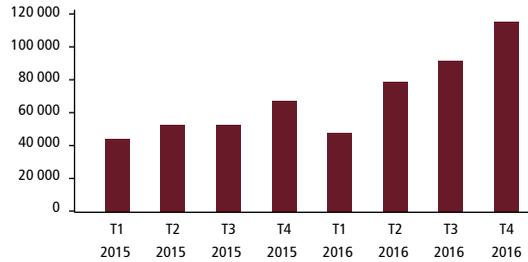
Le prêt-emprunt de titre est utilisé pour diverses fins. Soit le prêteur va utiliser ses actifs pour disposer d'une source de revenus supplémentaires, soit l'emprunteur va acquérir des titres dans l'objectif d'une opération monétaire qui lui permettra de lever du cash pour se refinancer grâce au fait que le titre est une garantie mobilisable transférable.

Parmi les garde-fous prévus par le dispositif légal et réglementaire, il y a lieu de citer qu'un titre emprunté ne peut être prêté pour éviter toute défaillance en chaîne. Par ailleurs, les personnes physiques ne peuvent intervenir qu'en tant que prêteur.

***Un marché de prêt de titres en pleine croissance...***

Durant l'année 2016, le volume des opérations de prêt de titres a atteint 325 milliards de dirhams en augmentation de 55% par rapport à l'année 2015.

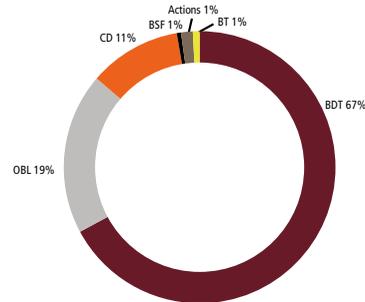
### Evolution du volume opérations de prêt de titres, en nombre



Source : Banques, calculs AMMC

Les opérations de prêt de titres portent principalement sur les Bons du Trésor qui représentent à eux seuls près des deux tiers des titres prêtés en 2016. Les obligations et les certificats de dépôt ont également fait l'objet d'opérations de prêt avec des parts respectives de 19% et 11%. Le prêt sur actions a atteint pour sa part 1,4% du volume total.

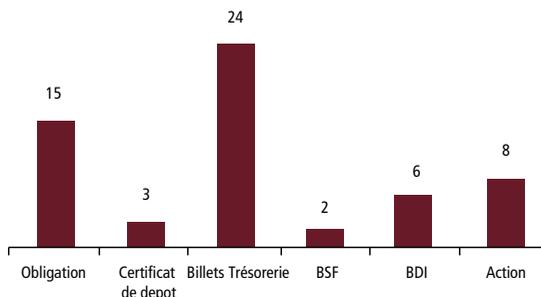
### Ventilation des opérations de prêt par catégorie de titres



Source : Banques, calculs AMMC

La durée moyenne pour une opération de prêt de titres varie entre 2 et 24 semaines en fonction du type d'instrument financier.

### Durée moyenne de prêt de titres par catégorie de titre, en semaines

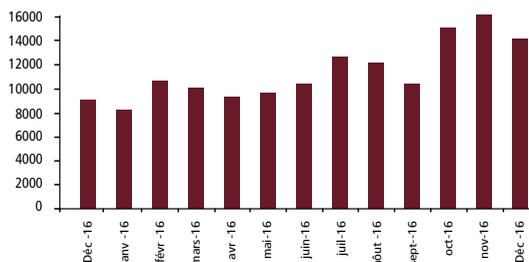


Source : Banques, calculs AMMC

*...avec une augmentation importante de l'encours des opérations amplifiant l'interconnexion du système financier*

A fin décembre 2016, l'encours des opérations s'élève à 14 milliards de dirhams et ce, après un pic de 16 milliards de dirhams enregistré le mois précédent. Cet encours est en augmentation de 56,3% par rapport au 31 décembre 2015.

### Evolution de l'encours de prêt de titres en millions de dirhams



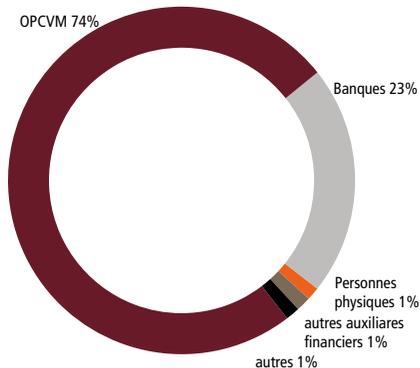
Source : Banques, calculs AMMC

Les banques sont les premiers emprunteurs, alors que les OPCVM sont les principaux prêteurs. Ceci s'explique par le fait que les banques empruntent les Bons du Trésor auprès des OPCVM principalement afin de les donner en garantie des avances de liquidités obtenues auprès de Bank Al-Maghrib.

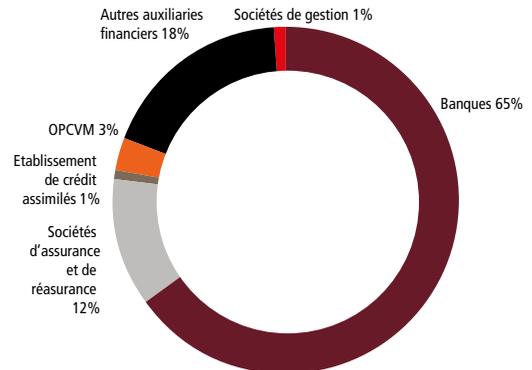
Il est à signaler que 97% des opérations de prêts de titres sont réalisées sans garantie, en majorité entre filiales du même groupe. Compte tenu de l'importance du risque de contrepartie et du niveau d'interconnexion que représente cette situation, le plafond des prêts de titres sans garanties est limité à 10% des

actifs des OPCVM et un projet d'amendement de la loi sur le prêt-emprunt des titres est en cours pour encadrer davantage cette activité.

### Ventilation des prêteurs, par catégorie d'agents économiques



### Ventilation des emprunteurs, par catégorie d'agents économiques



Source : Banques, calculs AMMC

## E. INVESTISSEURS

*Une tendance haussière du nombre d'investisseurs qui laisse entrevoir un certain regain d'intérêt des personnes physiques marocaines pour le marché boursier*

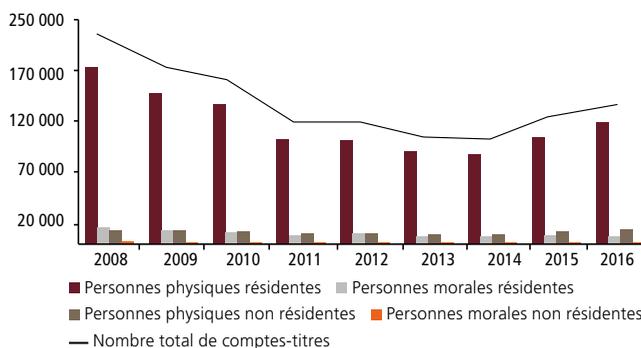
L'évolution du nombre de comptes titres relatifs aux valeurs mobilières peut être scindée en deux phases :

- Une première phase qui s'est caractérisée par une tendance baissière entamée depuis fin 2008 et qui s'est étalée sur une période de 7 ans. Durant cette phase, le nombre de comptes titres a baissé de 49%, passant de 204.222 à 103.800 comptes titres. Cette baisse a touché en grande partie les personnes physiques marocaines et pourrait être expliquée par la faiblesse du nombre d'IPO<sup>41</sup> durant ces dernières années.
- Une seconde phase durant laquelle l'évolution du nombre d'investisseurs freine sa trajectoire baissière et entame une tendance haussière avec +21% en 2015 et +12% en 2016. Une hausse qui concerne surtout les personnes physiques marocaines ainsi qu'étrangères dont les comptes titres se sont

41 De l'anglais, Initial public offering c'est une introduction en bourse.

établis respectivement à 119.957 et 13.463 en 2016 contre 86.807 et 8.744 en 2014. Cette évolution laisse entrevoir un certain regain d'intérêt pour la place financière marocaine, notamment avec les bonnes performances du marché boursier en 2016 et le contexte de faible rendement du marché des taux d'intérêt.

### Structure des comptes titres, par catégorie d'investisseurs



Source : Sociétés de gestion d'OPCVM, Calculs AMMC

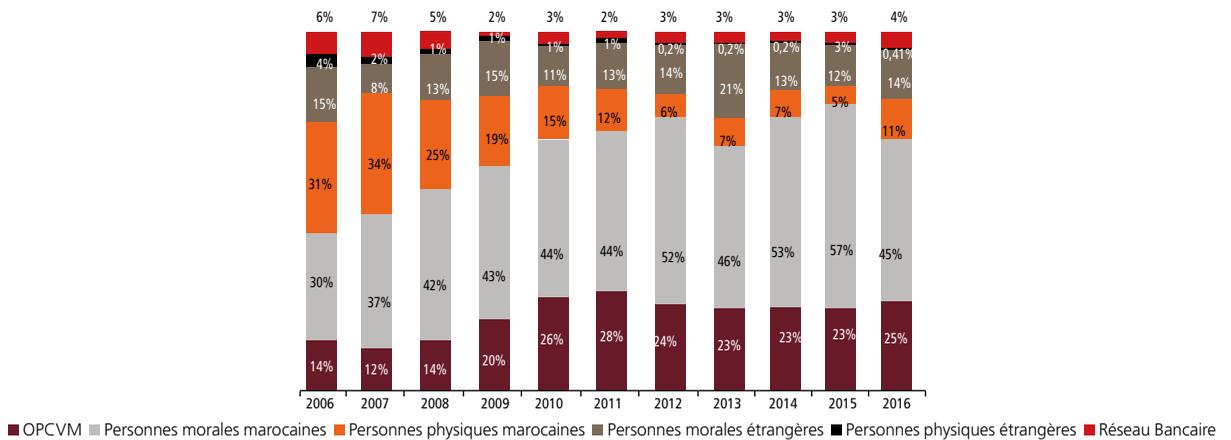
Ceci étant, le nombre d'investisseurs dans le marché des capitaux reste très faible à 0,41% de la population.

La structure des transactions boursières par type d'investisseurs fait ressortir une forte progression en 2016 de la part des personnes physiques marocaines de 5% à 11%. Toutefois, ce niveau reste trois fois inférieur à celui enregistré en 2006. La part des clients du réseau bancaire a connu une tendance similaire mais dans des proportions moindres.

La part des personnes morales marocaines a enregistré une hausse sensible en passant de 30% en 2006 à 45% en 2016 avec un pic à 57% en 2015. Celle des personnes morales étrangères a évolué en dents de scie durant les onze dernières années en oscillant autour de 13%. Les OPCVM restent très actifs sur le marché boursier avec une part représentant globalement le quart des transactions.

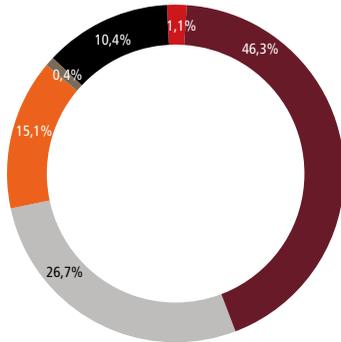
Les personnes physiques marocaines et les clients du réseau bancaire sont plutôt positionnés à la vente en 2016, contrairement aux OPCVM et aux personnes morales marocaines et étrangères qui sont davantage en position acheteuse.

**Structure des transactions boursières(\*) par type d'investisseurs**

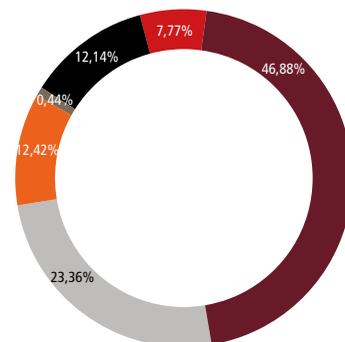


(\*) Marché central

**Répartition des achats par profil d'investisseurs**



**Répartition des ventes par profil d'investisseurs**



■ PMM ■ OPCVM ■ PME ■ PPE ■ PPM ■ Réseau bancaire

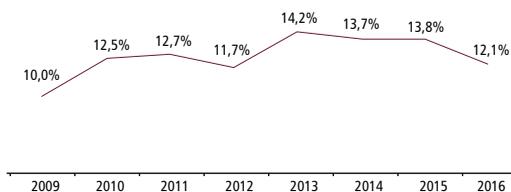
Source : Sociétés de bourse, calculs AMMC

**Les participations stratégiques constituent l'essentiel des investissements étrangers en bourse**

Les capitaux étrangers représentent 33% de la capitalisation boursière en 2016. Cependant, le risque d'un éventuel retrait massif en cas de déclenchement d'une crise financière est atténué par le fait que 91,6% des investissements étrangers en bourse sont réalisés sous forme de participations stratégiques.

En analysant le flottant en bourse de manière séparée, les investisseurs étrangers n'en détiennent en 2016 que 12,1% contre 13,8% en 2015 et 13,7% en 2014. Ceci étant, l'impact d'un retrait massif des capitaux étrangers reste non négligeable.

#### Part du flottant détenu par les étrangers



Source : Teneurs de comptes, calculs AMMC

## IV.2 INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

L'année 2016 s'est caractérisée par la poursuite des efforts en matière de surveillance des infrastructures de Marchés Financiers (IMF)<sup>42</sup>, afin de prévenir les effets de contagion ou de risque systémique et améliorer la résilience et la stabilité du système financier.

En matière de contrôle sur place, deux missions ont été conduites, auprès du GSIMT et de Maroclear, avec pour objectif d'évaluer ces deux IMF au regard des 24 principes, édictés en 2012, par le Comité sur les Paiements et les Infrastructures de Marché et le Comité Technique de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs relevant respectivement de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs, s'appliquant aux infrastructures de marché d'importance systémique.

Concernant la surveillance permanente, le projet de mise en place d'un outil d'aide à la notation des IMF a été initié. Basé sur un benchmark international et notamment sur le système de la Federal Reserve «ORSOM », cet outil a pour objectif d'adapter la surveillance aux risques encourus par l'infrastructure de marché, tout en permettant une meilleure compréhension du profil des risques de chaque IMF. Il est construit autour de cinq domaines de risques :

1. Organisation (Gouvernance et contrôle interne) : Il s'agit d'évaluer la stratégie de l'IMF, ses objectifs et la capacité des organes d'administration et de direction à les mettre en œuvre ;
2. Gestion des risques : l'objectif étant d'évaluer la capacité de l'IMF à gérer ses risques de manière intégrée et exhaustive y compris ceux que ses participants lui font encourir ;
3. Règlement : il s'agit de l'évaluation de la capacité de l'IMF à assurer le caractère définitif et irrévocable du règlement et la livraison physique des actifs ;

<sup>42</sup> Les IMF d'importance systémique sont au nombre de 4 : le système des Règlements Bruts du Maroc (SRBM), le Système Interbancaire Marocain de Télé-compensation (SIMT), le Système de règlement-livraison de titres de Maroclear et le système de compensation de la Bourse de Casablanca.

4. Risque opérationnel et SI: Il s'agit d'évaluer le dispositif de gestion des risques opérationnels mis en place par l'IMF, y compris les procédures et contrôles mis en place pour identifier et surveiller les risques, la robustesse des plans de continuité d'activité et la sécurité physique et de l'information ;
5. Accès, communication et transparence: Il s'agit d'évaluer la capacité de l'IMF à assurer un accès équitable, ouvert à tous les participants et à fournir les informations pertinentes aux participants et aux publics.

Cet outil permettra également d'évaluer les risques sur la stabilité financière induits par les IMF.

En parallèle, Bank Al-Maghrib a entamé les travaux relatifs à l'élaboration d'un projet de loi relatif à la surveillance et à la sécurisation des IMF et des moyens de paiement. Ce projet vient renforcer et clarifier les modalités de surveillance de ces assujettis et ce, en conformité avec les normes internationales en la matière.

Par ailleurs et afin de renforcer davantage la résilience des IMF, un projet de PCA de place, s'étalant sur une durée de trois ans (2016-2018), est en cours d'exécution. Ce projet a pour objectif de mettre en oeuvre un « exercice de continuité d'activité - place » destiné à vérifier l'opérabilité simultanée des PCAs individuels des IMF en connexion avec le système SRBM.

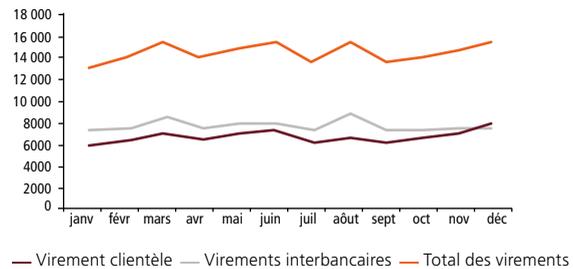
Dans le cadre de ce projet, deux actions phares sont mises en oeuvre :

- le suivi de la réalisation des tests de bascule et de repli par les IMF ;
- la conduite des tests de repli conjoints entre BAM et les IMF une à une.

## A. SYSTÈME DES RÈGLEMENTS BRUTS DU MAROC (SRBM)

Au terme de l'année 2016, le SRBM a permis le traitement agrégé de 175 041 ordres de virement, en quasi-stagnation par rapport à l'exercice précédent. La valeur globale de ces ordres a baissé de 33%, passant de 4839 milliards de dirhams en 2015 à 3226 milliards de dirhams en 2016. Ce repli est dû essentiellement à la baisse notable des virements interbancaires de 45% avec 1 921 milliards de dirhams en 2016, au lieu de 3 531 milliards de dirhams en 2015.

**Evolution des ordres de virement réglés dans le SRBM en 2016, exprimés en nombre**



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 et a enregistré une moyenne mensuelle, de 0.0043% en nombre et de 0.016% en volume.

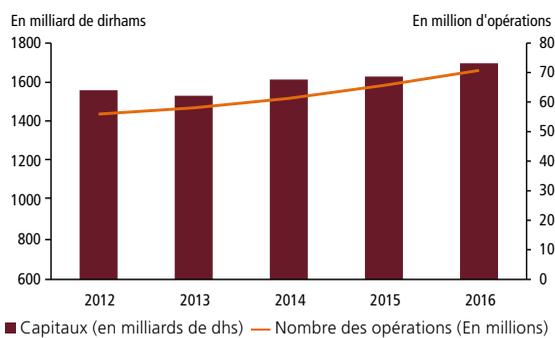
***Un haut niveau de disponibilité de la plateforme du SRBM***

Durant l'année 2016, 12 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 99,38%. 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 2016, les échanges interbancaires des moyens de paiement scripturaux transitant via le SIMT ont atteint 70,7 millions d'opérations pour un montant compensé de 1 697,5 milliards de dirhams, contre respectivement 65,7 millions et 1 630 milliards de dirhams en 2015, soit une progression de 8% et 4% d'un exercice à l'autre.

### Evolution annuelle des échanges interbancaires des moyens de paiement 2012-2016

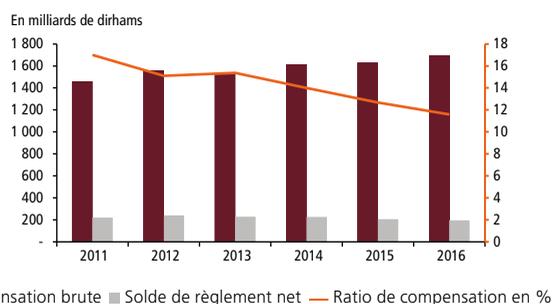


Source : GSIMT

*Un niveau de compensation élevé du système*

Sur l'année 2016, le ratio de compensation<sup>43</sup> s'est établi à un niveau faible de 11,6%, soit une baisse de 8,6% par rapport à 2015. Ce niveau traduit un effet de compensation élevé du système et la réduction des besoins de liquidités pour le règlement des engagements des participants de près de 88%. Le ratio de compensation enregistré, depuis 2014, une tendance baissière, reflétant ainsi une réduction substantielle des fonds destinés au dénouement des soldes de règlement rapprochés aux montants bruts des échanges.

### Evolution annuelle du ratio de compensation 2011-2016



Source : GSIMT

<sup>43</sup> 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.

***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, en moyenne.

Le montant du FGP s'est élevé à 403,9 millions de dirhams et a permis de couvrir 89% des soldes des journées de compensation sur la période du 24 octobre 2015 au 23 octobre 2016, soit 248 jours de règlement.

Au titre de l'année 2016, aucune mobilisation du FGP n'a eu lieu, malgré les positions débitrices importantes qui ont été enregistrées au cours de cet exercice (la position débitrice maximale de l'exercice ayant atteint un niveau de 1,6 milliard de dirhams).

***Taux de concentration important des cinq plus grands participants***

En 2016, les cinq plus grandes banques concentrent, en moyenne mensuelle, 69% 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 2016, les indicateurs de performance du GSIMT se sont établis à des niveaux satisfaisants. Le taux de disponibilité du SIMT a enregistré, en 2016, un haut niveau avoisinant les 99,99%. 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.

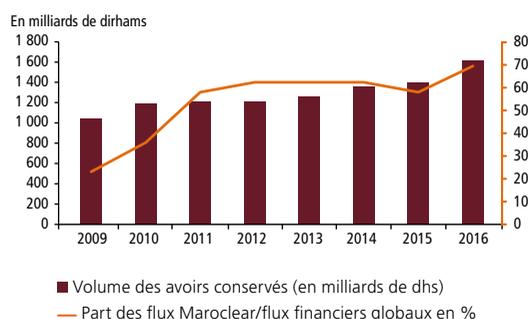
*Des volumes d'avoirs<sup>44</sup> conservés et des flux importants conduisant à une exposition importante du système financier marocain*

La capitalisation des valeurs conservées par Maroclear à fin 2016 s'est élevée à 1 603 milliards de dirhams contre 1 401 milliards de dirhams à fin 2015 et représente près de 159% du PIB.

Cette progression est essentiellement imputable à l'augmentation de la capitalisation boursière en hausse de près de 130 milliards de dirhams et, dans une moindre mesure, à la progression de l'actif net des OPCVM de 48,2 milliards de dirhams puis de l'encours des BDT de 20 milliards de dirhams.

Les flux dénoués toutes filières confondues durant l'année 2016 ont enregistré une hausse, aussi bien en termes de nombre d'opérations qu'en termes de volumes dénoués. Ainsi, le nombre d'opérations est passé à 2979 contre 2158 opérations en 2015, pour une valeur moyenne quotidienne de 40 milliards de dirhams en 2016 contre 32 milliards de dirhams en 2015. Les volumes dénoués par Maroclear restent largement dominés par la filière Repo à hauteur de 87,5% des dénouements.

### Evolution des indicateurs d'activité de Maroclear



Source : GSIMT

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

D'autre part, le SRBM a réglé à fin 2016, 84 944 opérations issues du système Maroclear, dont 22 051 issues de la filière de gré à gré, d'une valeur globale de 1 154 milliards de dirhams, et 62 893 opérations de repo, d'une valeur globale de 7 735 milliards de dirhams.

***Renforcement de l'organisation pour une meilleure gouvernance du Dépositaire central***

Maroclear a opéré, en 2016, une réorganisation de ses activités avec la création de postes de middle management et la mise en place d'un domaine fonctionnel relatif à la sécurité de l'information et à la qualité des systèmes d'information.

***Maîtrise des incidents au niveau de la plateforme de dénouement***

Depuis le déploiement de la nouvelle plateforme TCSBancs en 2010, le nombre d'incidents enregistré a connu une baisse drastique. En effet, le nombre d'incidents enregistré sur l'année 2016 s'est limité à 45 incidents, tous sans gravité sur le fonctionnement du système de règlement/livraison.

Nature de l'incident	Description de l'incident	Criticité
Systèmes	4	Modéré
	8	Modéré
Plateforme de dénouement	10	Mineur
	11	Modéré
Gestion des opérations	8	Mineur
	1	Modéré
Autres	3	Mineur
	24	Modéré
Total	21	Mineur

Au total, le taux de disponibilité du système a enregistré un niveau de 100% sur l'année 2016 et la charge du réseau Télécom n'a atteint qu'un niveau d'environ 11%.

***Un dispositif de contrôle interne structuré***

Le dépositaire central dispose d'une cartographie des risques mise à jour régulièrement. Afin de répondre à l'ensemble des dispositions réglementaires en matière de gestion des risques et d'améliorer davantage l'efficacité et la permanence des contrôles effectués, les activités d'audit sont séparées des activités opérationnelles et des comités d'audit et de gestion des risques sont mis en place.

***Des dispositifs de sécurité et de continuité d'activité certifiés***

Maroclear dispose d'un système de management de la sécurité de l'information certifié ISO 27001. Ce système s'articule autour des éléments suivants :

- Une documentation conforme au référentiel ISO22301 ;
- Un plan de secours informatique revu régulièrement ;
- Des moyens humains, techniques et organisationnels dédiés ;
- Une sauvegarde externalisée (en deux copies) ;
- Un site de secours distant, situé au siège de la Bourse de Casablanca, testé à fréquence régulière.

***Projets à venir pour renforcer la résilience de Marocclear***

Marocclear lancera en 2017 un chantier relatif à la mise en place d'un système de management de la qualité en vue de l'obtention de la certification à la norme ISO 9001.

De même, dans le cadre de l'amélioration continue de son système de management de la sécurité de l'information (SMSI), Marocclear a planifié en 2017, un audit externe de ses data-centers nominal et secours ainsi que des applications métiers.

Enfin, dans le cadre des tests de son Plan de Continuité d'Activité (PCA), Marocclear a prévu de réaliser en 2017 des tests de bascules réelles entre le site principal et le site de back up ainsi que des tests réels de bascule avec le SRBM.

## D. SYSTÈME DE COTATION DE LA BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA<sup>45</sup>

La société gestionnaire de la Bourse des valeurs de Casablanca est tenue de mettre en place les moyens organisationnels, matériels et techniques nécessaires afin d'assurer le bon fonctionnement du marché boursier et sécuriser les échanges.

A ce titre, l'AMMC effectue un suivi rapproché des différents risques spécifiques à l'activité de la bourse et particulièrement les risques opérationnels du système de cotation et de garantie de bonne fin des opérations. Le but est de s'assurer que la société gestionnaire a mis en place des dispositifs efficaces pour maîtriser lesdits risques.

Pour ce faire, l'AMMC a identifié soixante-seize risques liés aux différents processus de la bourse des valeurs. L'exposition à ces risques est évaluée périodiquement en analysant leurs criticités intrinsèques et en prenant en considération l'efficacité des dispositifs mis en place pour les maîtriser. Soixante-quatorze dispositifs de maîtrise des risques sont évalués périodiquement par l'AMMC.

### *Démutualisation du capital améliorant la gouvernance de la société gestionnaire*

L'année 2016 a connu plusieurs réalisations importantes sur le plan de la gouvernance de la société gestionnaire, notamment :

- La démutualisation du capital de la bourse qui est désormais réparti entre les banques, les entreprises d'assurances, les sociétés de bourse, la Caisse de dépôt et de gestion et Casablanca Finance City Authority ;
- La signature d'un nouveau cahier de charges qui lie l'Etat aux nouveaux actionnaires de la société gestionnaire et la réorganisation des comités internes avec notamment la mise en place d'un comité audit et risque ;
- L'adoption de nouveaux statuts ;
- L'entrée en vigueur du nouveau règlement intérieur du Conseil d'administration et de la charte de l'administrateur qui reprend les obligations déontologiques des membres du Conseil d'administration.

<sup>45</sup> Ce paragraphe s'intéresse aux aspects relatifs aux risques opérationnels; les autres aspects étant déjà abordés dans le paragraphe IV-1-B relatif au marché boursier.

***Une nouvelle plateforme de cotation offrant de nouvelles fonctionnalités et plus de performance et de sécurité***

Ces actions sont susceptibles d'impacter favorablement la gouvernance et, par conséquent, permettre une meilleure maîtrise des risques.

L'année 2016 a été marquée par le démarrage de la nouvelle plateforme de cotation Millennium et ce, au courant du mois d'août. La Bourse de Casablanca a procédé le 1<sup>er</sup> août 2016 à l'implémentation avec succès de sa nouvelle plateforme technologique, fournie par MillenniumIT, filiale technologique du London Stock Exchange Group (LSEG).

Cette nouvelle plateforme regroupe une solution intégrée de cotation et de négociation (Millennium Exchange) et un outil de surveillance du marché (Millennium Surveillance). Elle améliore significativement le niveau d'automatisation et d'efficacité opérationnelle et optimise le traitement des opérations.

La mise en place de cette nouvelle plateforme a également permis d'introduire de nouveaux types d'ordres et de nouvelles fonctionnalités, visant à améliorer la transparence et la liquidité du marché.

L'année 2016 a connu la survenance de 13 incidents opérationnels sans gravité ni impact sur le bon fonctionnement du marché.

Nature de l'incident	Nombre d'incidents	Criticité
Systèmes	1	Modéré
	1	Mineur
Système de compensation	2	Modéré
	2	Mineur
Plateforme de cotation	1	Modéré
	3	Mineur
Autres	3	Mineur
Total	4	Modéré
	9	Mineur

***Un dispositif de contrôle interne mieux structuré***

Le dispositif de contrôle interne de la bourse des valeurs a été formalisé en 2015 avec l'instauration des contrôles permanents et périodiques ainsi que du suivi des actions correctives. Une cartographie des risques a été établie. Les fonctions d'audit interne et de contrôle interne ont été séparées tout en renforçant l'effectif par le recrutement d'un responsable d'audit interne.

***Une certification du dispositif de sécurité informatique renouvelée***

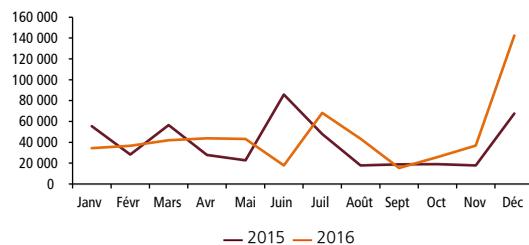
La Bourse de Casablanca dispose d'un système de management de la sécurité de l'information certifié conforme à la norme 27001. En 2016, la société gestionnaire a obtenu le renouvellement de cette certification et a procédé à la mise à niveau de son architecture électrique.

Concernant le plan de continuité d'activité (PCA), la société gestionnaire a réalisé en 2016 un test de Back up entre le site principal et le site de secours. La procédure relative au PCA a été mise à jour durant le 4<sup>ème</sup> trimestre 2016 compte tenu des nouvelles fonctionnalités de la plateforme MIT.

***Soldes déversés au niveau du SRBM***

Au terme de l'année 2016, le montant total déversé par la Bourse de Casablanca dans le SRBM s'est établi à 550 millions de dirhams, contre 465 millions en 2015, soit une hausse de 18%.

**Soldes issus de la BVC et réglés dans le SRBM 2015/2016, en milliers de dirhams**



Source: SRBM

## E. CYBER-RÉSILIENCE

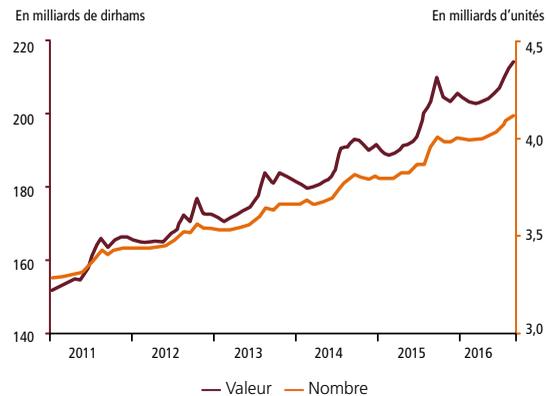
Vu les menaces grandissantes des cyber-attaques sur les IMF, un projet de directive portant sur le renforcement de la cyber-résilience de ces infrastructures est en cours de finalisation par Bank Al-Maghrib. Ce projet s'appuie sur le rapport «Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures» publié par le CPIM/IOSCO le 29 juin 2016 et sur le décret de la DGSSI n°2-15-712 du 22 mars 2016 fixant le dispositif de protection des systèmes d'information sensibles des infrastructures d'importance vitale.

### IV.3 APPROVISIONNEMENT EN MONNAIE FIDUCIAIRE

*Hausse de l'approvisionnement en monnaie fiduciaire afin de répondre aux besoins de l'économie nationale*

A fin 2016, la circulation fiduciaire s'est établie à 216 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 1,5 milliard de billets et 2,6 milliards de pièces, en augmentation de 4,8% et 2,2%, respectivement en valeur et en volume, au lieu de 7,4% et 5,3% un an auparavant. Le cash demeure un moyen de paiement privilégié dans l'économie marocaine. Ceci est confirmé par une augmentation annuelle moyenne de la valeur des signes monétaires en circulation d'environ 6% ainsi que par son ratio relativement au PIB qui a atteint 21%, soit son plus haut niveau enregistré durant les 5 dernières années.

**Evolution de la circulation de la monnaie fiduciaire, en nombre et en valeur**



Source : BAM

La structure des billets en circulation, considérée en nombre, reste identique à celle enregistrée en 2015. Les billets de 200 DH affirment leur prédominance en représentant la moitié du volume des billets en circulation, suivis par les billets de 100 DH avec une part de 38%. Les billets de 20 et de 50 DH représentent des parts respectives de 7% et de 4%.

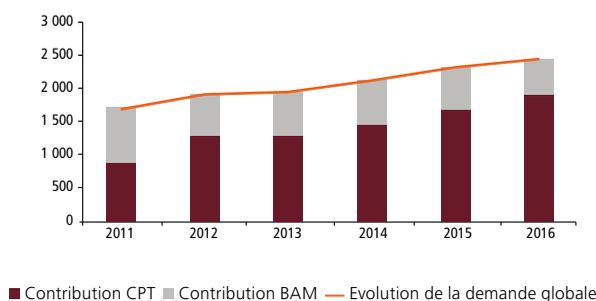
Afin de répondre au besoin national, l'approvisionnement global en billets de banque marocains a porté sur un volume de 2,5 milliards de billets en augmentation de 6,4% par rapport à 2015.

Bank Al-Maghrib a assuré 42% de l’approvisionnement global grâce aux sorties au niveau de ses guichets et qui se sont établies à 1,03 milliard de coupures, en hausse de 1,4% par rapport à 2015.

Les sorties de Bank Al-Maghrib sont constituées de 36% de billets neufs, 20% de billets valides issus du tri automatique de BAM et 44% de billets valides versés par les Centres Privés de Tri (CPT) à la Banque centrale en tant qu’excédents des banques commerciales. De ce fait, la contribution directe de l’Institut d’émission dans l’approvisionnement de l’économie nationale en billets de banques revient à 23%.

Le reste des approvisionnements, évalué à 1,43 milliard de coupures, a été assuré directement par les CPT, grâce aux opérations de recyclage effectuées dans le cadre de la délégation accordée par BAM. En fait, leur contribution, sans cesse croissante, est passée de 50% à 77% entre 2011 et 2016.

#### Contribution de BAM et des CPT dans l’approvisionnement global, en millions de coupures

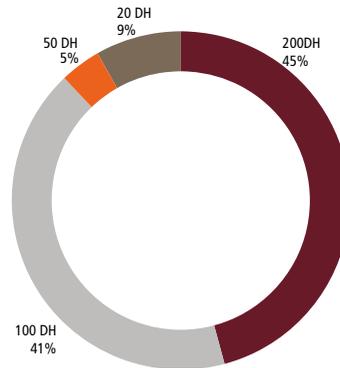


Source : BAM

Sur les 12 régions du Royaume, six s’accaparent 86% du volume servi par BAM. La région de Casablanca-Settat occupe la première place avec une part de 22%, suivie par la région de Rabat-Salé-Kénitra avec 20%. La région de Marrakech-Safi se positionne en troisième place avec une part de 13%. La région de Fès-Meknès arrive en quatrième place avec 12%. Les régions de Tanger-Tétouan et Sous-Massa occupent, quant à elles, les 5<sup>ème</sup> et 6<sup>ème</sup> rangs avec des parts respectives de 10% et 9%.

A fin 2016, les sorties de billets aux guichets BAM font apparaître, dans leur structure, la prédominance des coupures de 200 DH et 100 DH avec des parts respectives de 45% et de 41%. Les sorties de billets de 50 DH et 20 DH représentent des parts successivement de 5% et de 9%.

**Structure des sorties de billets aux guichets de BAM 2016, en %**

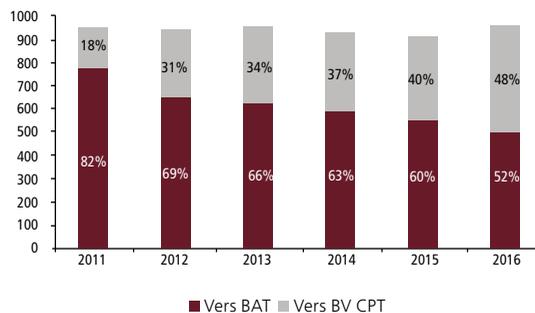


Source : BAM

Il convient de noter que le développement du rôle des CPT dans la filière fiduciaire a contribué à la stabilisation des mouvements de billets de banque aux guichets de BAM. Dès lors, les flux de sorties et de versements de billets se sont maintenus à un volume égal à environ 1 milliard de billets par an.

Les versements globaux aux guichets de BAM s’inscrivent en hausse de 5% pour atteindre 962 millions de billets en 2016 dont 465 millions de billets valides des CPT.

**Evolution des versements globaux des billets aux guichets de BAM, en millions de coupures**

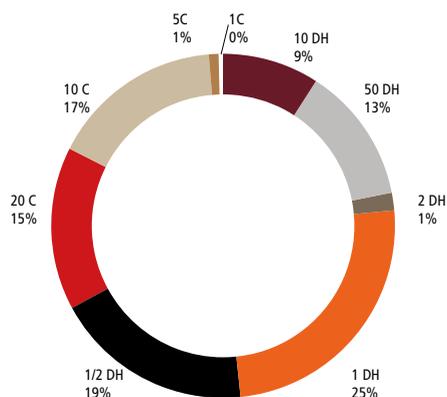


Source : BAM

A l’instar de l’approvisionnement en billets de banque, la satisfaction du besoin en pièces métalliques s’effectue conjointement par BAM et les CPT.

En 2016, l’approvisionnement global en pièces de monnaie concerne un volume de 537 millions d’unités, en baisse de 3% par rapport à 2015. 84% de cet approvisionnement a été réalisé par les CPT grâce aux opérations de recyclage direct. Le reliquat ayant été injecté par BAM, représente un volume de 85 millions de pièces neuves qui s’inscrit en baisse de 18% par rapport à 2015.

**Structure des sorties des pièces de monnaie aux guichets de BAM en 2016**



Source : BAM

Eu égard au rôle de la Banque centrale en matière de satisfaction des besoins de l’économie nationale en billets et en pièces de monnaie, les encaisses de la monnaie fiduciaire sont évaluées grâce à la situation des stocks opérationnels (SO) permettant de mesurer le délai de couverture exprimé en nombre de mois. Ces délais doivent assurer une couverture minimale de 1,5 mois par dénomination.

Conçus pour répondre à différents risques, les stocks stratégiques de la banque centrale permettent une couverture de 6 mois de sorties pour chaque dénomination.

Le taux de contrefaçon demeure faible à 8,6 faux billets par million de billets en circulation en 2016, contre 7,6 un an auparavant. Quant aux fausses pièces de monnaie, aucune contrefaçon n'a été détectée par BAM en 2016.



## **LISTE DES ABRÉVIATIONS**



## LISTE DES ABRÉVIATIONS

<b>ACAPS</b>	AUTORITÉ DE CONTRÔLE DES ASSURANCES ET DE LA PRÉVOYANCE SOCIALE
<b>AMMC</b>	AUTORITÉ MAROCAINE DU MARCHÉ DES CAPITAUX
<b>AMIC</b>	ASSOCIATION MAROCAINE DES INVESTISSEURS EN CAPITAL
<b>ANCFCC</b>	AGENCE NATIONALE DE LA CONSERVATION FONCIÈRE, DU CADASTRE ET DE LA CARTOGRAPHIE
<b>ANRT</b>	AGENCE NATIONALE DE RÉGLEMENTATION DES TÉLÉCOMMUNICATIONS
<b>BAM</b>	BANK AL-MAGHRIB
<b>BCE</b>	BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE
<b>BCP</b>	BANQUE CENTRALE POPULAIRE
<b>BCEAO</b>	BANQUE CENTRALE DES ÉTATS DE L'AFRIQUE DE L'OUEST
<b>BDT</b>	BONS DU TRÉSOR
<b>BEAC</b>	BANQUE DES ÉTATS DE L'AFRIQUE CENTRALE
<b>BEI</b>	BANQUE EUROPÉENNE D'INVESTISSEMENT
<b>BERD</b>	BANQUE EUROPÉENNE POUR LA RECONSTRUCTION ET LE DÉVELOPPEMENT
<b>BRI</b>	BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX
<b>BTP</b>	BÂTIMENT ET TRAVAUX PUBLICS
<b>BVC</b>	BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA
<b>CA</b>	CHIFFRE D'AFFAIRES
<b>CCG</b>	CONSEIL DE COOPÉRATION DU GOLFE
<b>CCP</b>	CHAMBRE DE COMPENSATION CONTREPARTIE CENTRALE
<b>CDG</b>	CAISSE DE DÉPÔT ET DE GESTION
<b>CIMR</b>	CAISSE INTERPROFESSIONNELLE MAROCAINE DE RETRAITE
<b>CMI</b>	CENTRE MONÉTIQUE INTERBANCAIRE
<b>CMR</b>	CAISSE MAROCAINE DES RETRAITES
<b>CNSS</b>	CAISSE NATIONALE DE SÉCURITÉ SOCIALE
<b>CPIM</b>	COMITÉ SUR LES PAIEMENTS ET LES INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ
<b>CSPR</b>	COMITÉ SUR LES SYSTÈMES DE PAIEMENT ET DE RÈGLEMENT
<b>DAT</b>	DÉPÔT A TERME
<b>DTFE</b>	DIRECTION DU TRÉSOR ET DES FINANCES EXTÉRIEURES
<b>FCP</b>	FONDS COMMUN DE PLACEMENT
<b>FGP</b>	FONDS DE GARANTIE PERMANENT
<b>FMI</b>	FONDS MONÉTAIRE INTERNATIONAL
<b>FPCT</b>	FONDS DE PLACEMENT COLLECTIFS EN TITRISATION
<b>FSB</b>	FINANCIAL STABILITY BOARD
<b>GE</b>	GRANDE ENTREPRISE
<b>HCP</b>	HAUT COMMISSARIAT AU PLAN
<b>HHI</b>	INDICE HERFINDAHL-HIRSCHMANN
<b>IAM</b>	ITISSALAT AL MAGHRIB
<b>IDE</b>	INVESTISSEMENTS DIRECTS ETRANGERS
<b>IMF</b>	INFRASTRUCTURES DES MARCHÉS FINANCIERS
<b>IOSCO</b>	ORGANISATION INTERNATIONALE DE COMMISSIONS DE TITRES

<b>IPAI</b>	INDICE DES PRIX DES ACTIFS IMMOBILIERS
<b>IR</b>	IMPÔT SUR LES REVENUS
<b>IS</b>	IMPÔT SUR LES SOCIÉTÉS
<b>LCR</b>	LIQUIDITÉ DE COURT TERME
<b>MADEX</b>	MOROCCAN MOST ACTIVE SHARES INDEX
<b>MASI</b>	MOROCCAN ALL SHARES INDEX
<b>MEF</b>	MINISTÈRE DE L'ECONOMIE ET DES FINANCES
<b>MENA</b>	MOYEN ORIENT ET AFRIQUE DU NORD
<b>MRE</b>	MAROCAIN RÉSIDENT À L'ÉTRANGER
<b>OCP</b>	OFFICE CHÉRIFIEN DES PHOSPHATES
<b>OICV</b>	ORGANISATION INTERNATIONALE DES COMMISSIONS DE VALEURS
<b>OMLT</b>	OBLIGATAIRES MOYEN ET LONG TERME
<b>OMPIC</b>	OFFICE MAROCAIN DE LA PROPRIÉTÉ INDUSTRIELLE ET COMMERCIALE
<b>OPCR</b>	ORGANISMES DE PLACEMENT EN CAPITAL RISQUE
<b>OPC</b>	ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF
<b>OPCVM</b>	ORGANISMES DE PLACEMENT COLLECTIF EN VALEURS MOBILIÈRES
<b>PCA</b>	PLAN DE CONTINUITÉ DES ACTIVITÉS
<b>PCEC</b>	PLAN COMPTABLE DES ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT
<b>PER</b>	PRICE EARNING RATIO
<b>PIB</b>	PRODUIT INTÉRIEUR BRUT
<b>PME</b>	PETITE ET MOYENNE ENTREPRISE
<b>PNB</b>	PRODUIT NET BANCAIRE
<b>RBE</b>	RÉSULTAT BRUT D'EXPLOITATION
<b>RCAR</b>	RÉGIME COLLECTIF D'ALLOCATION DE RETRAITE
<b>RIN</b>	RÉSERVES INTERNATIONALES NETTES
<b>RNPG</b>	RÉSULTAT NET PART DU GROUPE
<b>RPC</b>	RÉGIME DES PENSIONS CIVILES
<b>RPM</b>	RÉGIME DES PENSIONS MILITAIRES
<b>SCR</b>	SOCIÉTÉ CENTRALE DE RÉASSURANCE
<b>SFI</b>	SOCIÉTÉ FINANCIÈRE INTERNATIONALE
<b>SICAV</b>	SOCIÉTÉ D'INVESTISSEMENT À CAPITAL VARIABLE
<b>SIMT</b>	SYSTÈME INTERBANCAIRE MAROCAIN DE TÉLÉ-COMPENSATION
<b>SMSI</b>	SYSTÈME DE MANAGEMENT DE LA SÉCURITÉ DE L'INFORMATION
<b>SRBM</b>	SYSTÈME DES RÉGLEMENTS BRUTS DU MAROC
<b>TCN</b>	TITRES DE CRÉANCES NÉGOCIABLES
<b>TPE</b>	TRÈS PETITE ENTREPRISE
<b>TMP</b>	TAUX MOYEN PONDÉRÉ
<b>TPME</b>	TRÈS PETITE ET MOYENNE ENTREPRISE
<b>TVA</b>	TAXE SUR LA VALEUR AJOUTÉE
<b>VC</b>	VALEURS COTÉES
<b>VNC</b>	VALEURS NON COTÉES





**Dépôt légal : 2017MO3198**  
**ISBN : 978-9981-873-90-2**

