

ROYAUME DU MAROC



# RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE

---

EXERCICE 2019 | NUMERO 7



## PRÉAMBULE

Elaborée fin 2018, la nouvelle feuille de route de stabilité financière couvrant la période 2019-2021 s'est inscrite dans la continuité de celle du cycle triennal précédent et s'est fixée pour principaux objectifs la consolidation du cadre légal et réglementaire de stabilité financière, le renforcement du dispositif analytique y afférent, la mise en place du cadre stratégique de la politique macroprudentielle, la finalisation du dispositif de résolution et de gestion de crise ainsi que la surveillance renforcée des risques émergents. L'année 2019, première année de mise en œuvre de cette feuille de route, a connu déjà des avancées sur les objectifs fixés.

En effet, sur le plan légal, l'année 2019 a été marquée par l'entrée en vigueur en juillet 2019 de la loi 40-17 relative au nouveau Statut de Bank Al Maghrib. Cette loi confère à la Banque une nouvelle mission de contribution à la stabilité du système financier national dans le cadre du Comité de Coordination et de Surveillance des Risques Systémiques (CCSRS). Sur la base de ce mandat, Bank Al-Maghrib peut prendre toute mesure en la matière notamment l'octroi de liquidités d'urgence et la possibilité d'accorder des avances, dans des situations exceptionnelles, aux Fonds de garantie de dépôts, pour leur permettre d'indemniser les déposants. La Banque peut également proposer au Gouvernement toute autre mesure visant à maintenir la stabilité financière. Dans le même sillage, les autres régulateurs (l'ACAPS et l'AMMC) ont lancé des chantiers de revue de leurs textes fondateurs pour y inclure notamment la mission de contribution à la stabilité financière.

Au niveau analytique, Bank Al-Maghrib a mis en place, avec l'appui technique du Fonds Monétaire International, une nouvelle démarche pour la conduite de stress test macro du secteur bancaire et défini les mécanismes de calibrage des instruments macroprudentiels relatifs aux ménages et au secteur immobilier. Elle a également procédé à la revue des indicateurs de solidité financière et poursuivi, en collaboration avec la DTFE, les travaux de mise en place d'un cadre d'analyse des interactions entre les politiques macroprudentielle et budgétaire. Aussi, un indice de stabilité financière a été élaboré sur la base d'un benchmark international, l'objectif étant d'affiner davantage l'appréciation des sources de vulnérabilités pesant sur la stabilité financière. Toujours dans cette optique, les trois régulateurs financiers travaillent ensemble pour la mise en place d'un cadre de surveillance propre aux conglomérats financiers en application des dispositions de la loi n° 103-12 relative aux établissements de crédit et organismes assimilés.

Concernant les risques émergents, les régulateurs se sont penchés sur l'analyse des risques liés aux innovations technologiques (Fintech, cryptoactifs, cybersécurité, etc.). En particulier, le cadre de surveillance du cyber-risque au sein du système financier a été élaboré et un diagnostic du niveau de maturité des institutions financières en la matière a été entamé. Concomitamment, les régulateurs ont lancé un chantier de collaboration avec l'Agence de Développement du Digital<sup>1</sup>, touchant notamment à la réglementation digitale, les FinTech, le digital lab et plus largement à la stratégie numérique nationale et le développement de l'écosystème digital.

Sur le volet opérationnel, le CCSRS a eu notamment, durant ses deux dernières sessions semestrielles, à examiner la cartographie des risques systémiques, à faire le point sur la feuille de route de stabilité financière et à approuver le sixième numéro du rapport sur la stabilité financière au titre de l'année 2018. Il a, également, examiné l'état d'avancement des actions inscrites dans la feuille de route pour la mise en œuvre des recommandations de la mission d'évaluation du Groupe d'Action Financière du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord (GAFIMOAN) réalisée en 2018, en matière de lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme dans le secteur financier.

Concernant le secteur des assurances, l'ACAPS a avancé sur l'implémentation du dispositif de Solvabilité Basée sur les Risques. Pour le pilier 1, après avoir finalisé la première étude quantitative d'impact, qui a porté sur l'exercice 2017 et s'est soldée par l'élaboration du bilan prudentiel, l'Autorité prépare le lancement de la 2ème étude d'impact avec en perspective le calcul des fonds propres et du capital de solvabilité requis pour les exercices 2017, 2018 et 2019. Concernant le pilier 2, le projet de circulaire sur les exigences qualitatives a été discuté et stabilisé avec le secteur. Ce référentiel sur la gouvernance comportera également un volet concernant les règles et les modalités de son implémentation. Quant au pilier 3, les travaux sur les exigences en matière de communication des informations à l'Autorité et au public ont été initiés.

Pour sa part, l'AMMC a apporté durant l'année 2019 des améliorations au niveau des cadres organisationnel et analytique relatifs à la gestion des risques systémiques, à travers la mise en place d'un guide d'identification de tels risques, la restructuration des axes d'analyse des risques et la mise en place de nouveaux indicateurs de suivi. En outre, l'AMMC a avancé en 2019 dans les travaux de plusieurs chantiers visant le renforcement de la stabilité financière, en particulier ceux relatifs à l'encadrement du marché secondaire de la dette privée, et des instruments financiers commercialisés par les salles de marchés.

<sup>1</sup> Créée en vertu de la loi n°61-16, l'Agence de Développement du Digital, est chargée de mettre en œuvre la stratégie de l'Etat en matière de développement du digital et de promouvoir la diffusion des outils numériques et le développement de leur usage auprès des citoyens.

S'agissant des Infrastructures des Marchés Financiers (IMF), Bank Al-Maghrib a organisé en collaboration avec la Banque Mondiale, un exercice de simulation portant sur l'évaluation des Principes pour les Infrastructures des Marchés Financiers (PIMF) en utilisant la méthodologie CPMI-IOSCO telle qu'édictée par la Banque des Règlements Internationaux. Cet exercice, organisé en juin 2019, a été tenu en la présence de l'AMMC, des gestionnaires des IMF ainsi que des représentants des participants systémiques qui concentrent l'essentiel des flux échangés au niveau de ces infrastructures. Le but de l'exercice était de mieux appréhender les enjeux des nouveaux principes et surtout d'en avoir une compréhension commune, facilitant ainsi les travaux de surveillance, et de coopération entre autorités d'une part, et les IMF d'autre part. A ce titre, ont été examinés en particulier les principes afférents aux risques de crédit et de liquidité pour le volet stress tests, et le principe relatif au risque opérationnel pour le volet cybersécurité.

L'année 2019 a été marquée par l'organisation le 9 décembre 2019, de la troisième édition du symposium régional sur la stabilité financière. Cet événement de grande envergure a connu la participation de plusieurs hauts représentants de banques centrales et autres autorités financières venant de l'ensemble des régions du continent Africain, ainsi que des responsables de haut niveau représentant le secteur financier marocain. Y a également pris part, le Président de l'Association des Banques Centrales Africaines, laquelle est désormais un partenaire régulier à l'organisation des éditions de cet événement biennal ainsi que le secrétaire général adjoint du Conseil de Stabilité Financière (Financial Stability Board -FSB-), en plus de représentants de haut niveau de l'Association Internationale des Superviseurs des Assurances (IAIS), de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV), de la Banque Mondiale, de l'Autorité française des Marchés Financiers, de l'UNEP (United Nations Environment Programme) et de l'Autorité française de Contrôle Prudentiel et de Résolution.

Le présent rapport s'articule autour de quatre chapitres retraçant respectivement :

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

4. les évolutions des marchés de capitaux et des infrastructures de marché, tout en mettant l'accent sur l'évaluation des risques majeurs pesant sur la stabilité des marchés et des infrastructures d'importance systémique.

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

Enfin, ce septième numéro du rapport sur la stabilité financière se distingue des autres éditions par l'ajout d'un supplément spécifique consacré, notamment, à une analyse préliminaire des risques induits par la crise Covid-19 sur le secteur financier national. Il inclut aussi les principales mesures entreprises jusqu'à présent, de manière concertée par les autorités financières pour endiguer les effets de la crise sanitaire sur la stabilité financière.

## SOMMAIRE

<b>SYNTHESE GENERALE .....</b>	<b>9</b>
<b>CHAPITRE 1 : DEVELOPPEMENTS MACROECONOMIQUES.....</b>	<b>17</b>
I.1 ANALYSE DE L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL.....	21
I.2 DÉVELOPPEMENTS MACROECONOMIQUES DOMESTIQUES .....	29
<b>CHAPITRE 2 : SITUATION FINANCIERE DES AGENTS NON FINANCIERS ..</b>	<b>39</b>
II.1 MENAGES .....	43
II.2 ENTREPRISES NON FINANCIERES .....	57
<b>CHAPITRE 3 : SOLIDITE DES INSTITUTIONS FINANCIERES .....</b>	<b>69</b>
III.1 SECTEUR BANCAIRE .....	75
III.2 SECTEUR DES ASSURANCES .....	91
III.3 REGIMES DE RETRAITE.....	108
III.4 ENJEUX LIES AUX INNOVATIONS TECHNOLOGIQUES ET FINANCIERES ET AUX CHANGEMENTS CLIMATIQUES .....	113
A. INNOVATIONS TECHNOLOGIQUES FINANCIERES.....	113
B. RISQUES CLIMATIQUES.....	121
III.5 INTERCONNEXIONS ENTRE LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES.....	123
A. INTERCONNEXIONS INTERBANCAIRES SUR LE MARCHÉ DOMESTIQUE .....	123
B. INTERCONNEXIONS ENTRE LES BANQUES ET LES COMPAGNIES D'ASSURANCES .....	123
C. INTERCONNEXIONS ENTRE LES BANQUES ET LEURS FILIALES A L'ETRANGER .....	125
III.6 POLITIQUE ET INSTRUMENTS MACROPRUDENTIELS .....	127
A. LE COUSSIN CONTRACYCLIQUE.....	127
B. INSTRUMENTS MACROPRUDENTIELS POUR ATTÉNUER LES RISQUES LIÉS AU SECTEUR IMMOBILIER .....	127

<b>CHAPITRE 4 : MARCHES DE CAPITAUX, INFRASTRUCTURES DE MARCHE ET MONNAIE FIDUCIAIRE .....</b>	<b>131</b>
IV.1 MARCHES DE CAPITAUX .....	135
A. MARCHES MONETAIRE ET OBLIGATAIRE.....	135
B. MARCHES ACTIONS .....	151
C. ACTIVITE DE LA GESTION D'ACTIFS .....	160
D. MARCHE DES PRETS DE TITRES .....	178
E. INVESTISSEURS .....	183
IV.2 INFRASTRUCTURES DES MARCHES FINANCIERS (IMF).....	187
A. SYSTEME DE REGLEMENT-LIVRAISON DES TITRES (MAROCLEAR).....	187
B. SYSTEME DE COTATION DE LA BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA .....	189
C. EVALUATION DE LA RESILIENCE DES IMF .....	190
IV.3 CIRCULATION FIDUCIAIRE .....	193
<b>LISTE DES ABRÉVIATIONS .....</b>	<b>199</b>

## SYNTHESE GENERALE

### **Empreinte de fortes incertitudes sur le plan international, l'exposition aux risques émanant de la position extérieure fait l'objet d'un suivi particulier dans un contexte d'aggravation attendue du compte courant en 2020**

La conjoncture internationale a été marquée, en 2019, par un ralentissement prononcé de la croissance mondiale, pénalisée en particulier par l'amplification des incertitudes liée notamment à la persistance des différends commerciaux entre les États-Unis et la Chine, aux tensions géopolitiques et à la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne. Inopportunistement, les conditions économiques et financières devraient se détériorer davantage en 2020, sous les effets de la pandémie Covid-19. Une récession économique plus sévère que celle qui a suivi la crise financière 2008-2009 se profile selon les prévisions des institutions internationales (FMI, OCDE, Banque mondiale, etc.), induisant un resserrement des conditions financières des marchés mondiaux et, partant, une accentuation des vulnérabilités du système financier.

Au plan national, le déficit du compte courant, après son raffermissement de 1,2 point de PIB en 2019, devrait s'aggraver fortement en 2020 à 10,3% du PIB à cause des impacts de la pandémie Covid-19, avant de s'améliorer partiellement en 2021 à 5,8% grâce notamment à la reprise rapide prévue en 2021. Les avoirs officiels de réserve qui se sont améliorés en 2019 assurant une couverture supplémentaire d'un mois par rapport à 2018, devraient baisser. Leur niveau permettrait, toutefois, de couvrir autour de 5 mois d'importations de biens et services sur l'horizon de prévision.

Dans ces conditions, les risques liés à la position extérieure, bien qu'ils se soient estompés en 2019, devraient s'aggraver en raison du choc pandémique et feront, en conséquence, l'objet d'un suivi très rapproché par les autorités financières.

### **L'amélioration des activités non agricoles ne devrait pas se poursuivre et les risques issus des conditions macroéconomiques devraient s'intensifier**

La croissance économique en 2019 a décéléré, pour la deuxième année consécutive à 2,5%, sous l'effet de la contraction de la valeur ajoutée agricole (-5,8%), en dépit de l'accélération des activités non agricoles à 3,8% contre une moyenne de 2,7% sur les cinq dernières années. Cette décélération reflète un ralentissement de la demande intérieure dont la contribution à la croissance s'est limitée à 2 points de pourcentage contre 4,4 points un an auparavant.

Les perspectives économiques pour 2020 et 2021 sont négativement marquées par les effets manifestes de la pandémie Covid-19. La croissance en 2020 sera, en particulier, doublement affaiblie par les effets de la sécheresse (nouvelle contraction de la valeur ajoutée agricole) et par l'arrêt total ou partiel de l'activité dans plusieurs secteurs sous l'effet des restrictions mises en place pour limiter la propagation de la pandémie. Le PIB devrait ainsi, enregistrer en 2020 une baisse de 5,2%, la plus forte depuis 1996. Toutefois, la sortie de cette récession devrait intervenir en 2021, avec une croissance de 4,2%, à la faveur des différentes mesures de soutien et de relance et de la fin probable de la pandémie.

### **Le processus de consolidation budgétaire s'est interrompu en 2019 et devrait s'étaler dans le temps induisant un alourdissement de l'endettement du Trésor**

Le déficit budgétaire, hors privatisation, s'est aggravé à 4,1% du PIB en 2019 après 3,8% en 2018, en raison principalement des effets des décisions du dialogue social sur les charges de fonctionnement et de l'accélération de l'exécution des investissements. Le financement de ce déficit s'est opéré principalement par une combinaison de recours à l'endettement intérieur et extérieur. Ainsi, la dette du Trésor a augmenté de 3,5% s'établissant, à 65% du PIB.

A moyen terme, compte tenu des dépenses et des mesures de soutien en lien avec la pandémie Covid-19, des pertes de revenus liées à la baisse de l'activité économique et de la diminution des recettes fiscales qui en découle, le processus de consolidation budgétaire devrait s'étaler encore davantage dans le temps. En effet, sur la base des estimations disponibles, le déficit budgétaire devrait se creuser à 7,6% en 2020 avant de s'atténuer à 5% en 2021. Dans ces conditions, la dette du Trésor devrait s'alourdir à 75,3% du PIB puis 75,4% en 2020 et 2021 respectivement.

### **Reprise du crédit bancaire en faveur des entreprises non financières particulièrement privées ; les niveaux déjà élevés des créances en souffrance et des délais de paiement inter-entreprises devraient s'accroître davantage compte tenu des effets de la pandémie**

En 2019, l'endettement financier des entreprises non financières a repris avec une hausse de 4% après un ralentissement à 1,8% en 2018, pour s'établir à 68,6% du PIB. Cette accélération a été tirée par les entreprises privées dont la dette s'est accrue de 5,2%, portée principalement par l'endettement bancaire qui s'est accélérée de 0,8% à 6% sous l'effet de la dynamique des secteurs non agricoles. Quant aux entreprises non financières publiques, elles ont vu le rythme de leur dette financière reculer à 1,9% en lien avec une nouvelle baisse de leur composante extérieure de 1,1% en 2019 après un repli de 0,8% une année auparavant.

Le montant global des créances en souffrance des entreprises non financières s'est sensiblement accru de 5,4% à près de 51 milliards de dirhams en 2019 contre 0,2% à fin 2018, portant ainsi leur taux de défaut de paiement à 10% de leur dette bancaire, niveau similaire à celui observé en 2018 mais qui demeure encore élevé et pourrait, de surcroît, s'accroître davantage au regard des effets de la pandémie Covid-19.

Une nouvelle étude de l'endettement financier et commercial d'un échantillon de 70.820 entreprises non financières<sup>2</sup> fait ressortir que les délais de paiement des créances inter-entreprises se sont allongés de façon sensible particulièrement pour les TPE (atteignant 157 jours de leur chiffre d'affaires) et pour certains secteurs d'activité, notamment, le transport et entreposage, les industries extractives et manufacturières ainsi que les activités immobilières. Cette étude révèle aussi que le taux d'endettement à long terme des entreprises de l'échantillon s'est contracté à 44% en 2018 contre 47% une année auparavant, en lien essentiellement avec le renforcement de leurs capitaux propres.

S'agissant des ménages, leur endettement s'est élevé à 358,6 milliards de dirhams, en hausse de 5,1% après 5,7% en 2018 et porte en grande partie sur l'acquisition de biens immobiliers. Rapportée au PIB, il demeure quasiment stable depuis 2014 autour de 31%. En revanche, le montant des créances en souffrance des ménages poursuit sa progression de 10,4% après 14,1% une année auparavant. Leur taux de défaut, s'inscrivant dans une tendance haussière passant à 8,2% après 7,8% et 7,3% en 2018 et 2017, fait l'objet d'un suivi particulier.

### **Malgré la montée des risques macro-économiques, le secteur financier demeure résilient**

Dans un environnement porteur de risques, le secteur bancaire continue d'afficher des fondamentaux solides au regard des indicateurs et ratios de liquidité, de rentabilité et d'adéquation des fonds propres. Les banques sont parvenues cette année à dégager sur base sociale un résultat net positif de 12 milliards de dirhams, en hausse de 8% contre 2,9% une année auparavant. Cette progression recouvre essentiellement un accroissement significatif du résultat des opérations de marché et une baisse du coût du risque. Le coefficient moyen d'exploitation ressort à 50,2% contre 50,7% en 2018. Le rendement moyen des actifs (ROA) et celui des fonds propres (ROE) ressortent, quant à eux, aux mêmes niveaux de l'année précédente, soit 0,9% et 9,4% respectivement.

Au plan prudentiel, les banques affichent une bonne capitalisation avec un ratio moyen de solvabilité, sur base sociale, de 15,6% et un ratio moyen de fonds propres de catégorie 1 de 11,5% pour des minima réglementaires de 12% et 9% contre respectivement 14,7% et 10,9%

2 dont les données disponibles concernant l'exercice 2018 ont été fiabilisées.

en 2018. Le ratio de liquidité à court terme (Liquidity Coverage Ratio -LCR-), de son côté, s'est établi à 159% contre 135% une année auparavant, niveau largement supérieur au minimum réglementaire exigible de 100%.

Les exercices de stress test effectués par Bank Al-Maghrib sur la base des projections économiques de juin 2020, font ressortir à cette date la résilience du secteur bancaire face aux chocs simulant une détérioration des conditions macroéconomiques en lien avec l'impact de la crise sanitaire, de leurs expositions intra-financières et de celles émanant de leurs filiales implantées à l'étranger. Les coussins dont disposent les banques leur permettent d'absorber ces chocs et de préserver ainsi la continuité de l'offre de services financiers. Le risque de concentration sur les grands débiteurs auquel sont exposées les banques continue, dans le contexte de la pandémie Covid-19, de faire l'objet d'un suivi particulier.

La solidité des indicateurs du secteur bancaire est également observée sur base consolidée avec un résultat net-part du groupe en hausse de 2,3%, une baisse du coût des risques de 3,1%, une rentabilité des actifs et des fonds propres qui s'est établie à 0,8% et à 9,7% contre respectivement 0,9% et 10,7% un an auparavant. Pour leur part, le ratio moyen global de solvabilité et le ratio moyen de fonds propres de catégorie 1, se sont établis consécutivement à 13,9% et 10,9% pour des minimas réglementaires de 12% et 9%.

S'agissant du secteur des assurances, le volume global des primes a atteint en 2019, 44,9 milliards de dirhams, en progression de 8,5% contre 6,3% un an auparavant. Les résultats nets ont augmenté de 3,5 à 3,7 milliards de dirhams sous l'effet de l'amélioration de la marge d'exploitation et du solde financier. Quant aux plus-values latentes, elles ont enregistré une augmentation de 24,2% en lien essentiellement avec la performance du marché boursier en 2019 conjuguée à une baisse des taux d'intérêt. Le rendement des capitaux (ROE) se maintient à un niveau appréciable à 9,6% contre 9,4% une année auparavant.

La marge de solvabilité s'est située à 413,4% contre 414,7% un an auparavant. Ne couvrant que le risque de souscription, l'excédent de marge devrait baisser de manière significative avec le passage à un régime prudentiel de solvabilité basée sur les risques.

Par ailleurs, les exercices de stress tests réalisés en mars 2020 ont fait ressortir à cette date la résilience des entreprises d'assurances aux chocs sur le portefeuille actions et immobilier ainsi que ceux résultant de conditions macroéconomiques et techniques défavorables, notamment celles en lien avec la pandémie Covid-19.

Concernant les régimes de retraite, la sous-tarifcation des droits acquis dans le cadre de la branche long-terme de la CNSS et du régime général du RCAR conduit à une forte accumulation des dettes implicites (engagements non couverts) des deux régimes. En ce qui concerne le régime des pensions civiles géré par la CMR, sa réforme paramétrique intervenue en 2016 a permis d'équilibrer sa tarification au titre des droits acquis après 2017. Toutefois, l'importance des engagements du régime au titre des droits acquis avant la réforme menace sa pérennité.

### **Les composantes du marché des capitaux ont continué de se développer en 2019 tout en restant globalement stables, avec néanmoins un point de vigilance quant à la valorisation élevée du marché boursier**

Dans un contexte de taux d'intérêt bas et stables, les émissions de dette privée continuent leur dynamique haussière tirées essentiellement par les acteurs du secteur financier. Elles ont atteint 82,6 milliards de dirhams en 2019, soit une augmentation de 19% contre 30% en 2018, portant ainsi l'encours à 230 milliards de dirhams. Le risque de crédit relatif aux émetteurs de dette privée ayant fait appel public à l'épargne reste limité et ce, en l'absence de défaut de remboursement des échéances de la dette. Les émissions obligataires par voie de placement privé représentent 30% des émissions d'obligations privées et restent réservées aux investisseurs qualifiés. Par ailleurs, une tendance haussière est observée, en particulier, au niveau de l'encours des obligations subordonnées perpétuelles au profil plus risqué. Il représente 12,6% de l'encours obligataire privé. Ces émissions sont également réservées aux investisseurs qualifiés, y compris les OPCVM l'ayant prévu dans leur stratégie d'investissement telle que figurant dans leur note d'information.

Le marché boursier a connu une hausse sensible des émissions de titres de capital avec un volume de 9,8 milliards de dirhams et ce, grâce essentiellement aux augmentations de capital réalisées par les banques. Avec une volatilité globalement limitée, l'indice MASI a connu une tendance haussière à partir du deuxième semestre 2019, enregistrant ainsi une performance annuelle de 7,11%. La valorisation de la Bourse de Casablanca en 2019 ressort élevée avec un PER de 23,7x en fin d'année.

L'actif net des OPCVM a progressé de 8,23% au cours de l'année pour s'établir à 471 milliards de dirhams à fin 2019 contre 435 milliards de dirhams à fin 2018. Cet encours reste majoritairement détenu par les institutions financières (plus des trois-quarts) et est principalement investi en titres émis ou garantis par l'Etat et en titres émis par les institutions financières.

Avec respectivement des encours à fin 2019 de 10,6 milliards de dirhams et 928 millions de dirhams, les fonds de titrisation et de capital investissement ne représentent pas actuellement un enjeu pour la stabilité financière. Par ailleurs, l'année 2019 a été marquée par le lancement des premiers organismes de placement collectif immobilier.

L'activité de prêts de titres enregistre une baisse avec un volume de 307 milliards de dirhams en 2019 contre 361,5 milliards de dirhams en 2018 et 510 milliards de dirhams en 2017. Ces opérations portent essentiellement sur les bons du Trésor. Les principales opérations sont réalisées par les OPCVM en tant que prêteurs et les banques en tant qu'emprunteurs avec des prêts majoritairement sans collatéral. Ces derniers sont néanmoins, réalisés dans la limite réglementaire de 10% de l'actif net de chaque fonds.

### **Poursuite de la résilience des infrastructures de marchés financiers notamment celles d'importance systémique**

Les Infrastructures de Marchés Financiers (IMF) notamment systémiques continuent d'afficher des niveaux de fiabilité et de disponibilité satisfaisants permettant aux participants d'émettre leurs instructions de paiement et de procéder à leur règlement dans les meilleures conditions de sécurité.

La résilience des IMFs, évaluée sur la base des 24 Principes pour les Infrastructures des Marchés Financiers (PIMF) édictés par la Banque des Règlements Internationaux, s'est améliorée en 2019, notamment, en ce qui concerne la finalisation du cadre organisationnel des IMF et de leur gestion des risques (y compris le risque opérationnel).

### **Poursuite de la mise en place du cadre de surveillance des risques émergents liés aux innovations technologiques et aux changements climatiques**

Les risques émergents liés aux innovations technologiques et aux changements climatiques et leurs incidences sur la stabilité financière constituent aujourd'hui un défi grandissant pour les autorités financières. En effet, les implications et effets disruptifs de la transformation digitale et des innovations technologiques ne manqueront pas d'impacter la sphère financière. L'essor des Fintech et des Insurtech, l'utilisation des Big Data, les modes de financements alternatifs « crowdfunding », le développement du paiement mobile et l'utilisation des technologies de la blockchain sont autant d'exemples des nouvelles tendances qui devraient prendre une place de plus en plus importante dans les secteurs bancaire, assurantiel et des marchés de capitaux.

Les risques induits par ces technologies disruptives se sont amplifiés avec la digitalisation accrue et rapide des services financiers. Il s'agit, particulièrement, des risques d'utilisation des technologies informatiques à des fins de blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme, de protection des consommateurs, d'accès aux données à caractère personnel et de recrudescence des cyberattaques ciblant le secteur financier. Sur ce dernier point, les institutions internationales sont unanimes quant au caractère systémique du risque cyber et à la nécessité de mettre en place un cadre de référence pour le réguler et le surveiller. Au Maroc, les autorités financières ont déjà établi une feuille de route pour la surveillance du cyber risque au sein du système financier national en s'inspirant, à cet effet, des standards internationaux. Dans ce cadre, un diagnostic de la maturité des établissements financiers en matière de cybersécurité a été amorcé selon une démarche concertée entre les trois régulateurs.

Sur un autre volet non moins important, les changements climatiques constituent un challenge pour le secteur financier. Dans ce sens, les risques physiques induits par la récurrence de plus en plus forte des catastrophes climatiques et les risques liés à la transition vers une économie à bas carbone, notamment quand elle est brutale et non ordonnée, peuvent entraîner des perturbations et des pertes financières significatives pouvant compromettre la résilience du secteur financier.

En conséquence, l'élaboration d'une cartographie des risques climatiques, même si elle demeure encore en gestation tant au plan international que national, s'impose aux trois régulateurs financiers dans le cadre du maintien de la stabilité financière. Bank Al-Maghrib, l'ACAPS et l'AMMC œuvrent pour coordonner progressivement leurs approches d'identification, de surveillance et de mesure des expositions du secteur financier à de tels risques.



# **CHAPITRE 1**

## **DEVELOPPEMENTS MACROECONOMIQUES**



## **APERÇU**

*Malgré les évolutions globalement favorables en 2019, les risques macroéconomiques devraient s'amplifier en 2020, en lien avec la détérioration prévue des conditions économiques et financières, avant de s'atténuer en 2021.*

L'environnement international a pâti, courant 2019, de l'escalade du conflit commercial entre la Chine et les Etats-Unis, des incertitudes liées au Brexit et des tensions géopolitiques. Par conséquent, la croissance économique a nettement reculé dans la majorité des pays avancés et ceux émergents et en développement. À moyen terme, la détérioration des conditions économiques et financières devrait, selon le FMI, s'accroître en lien avec l'impact de la pandémie Covid-19. En conséquence, l'amélioration du compte courant en 2019 ne devrait pas se poursuivre. Toutefois, la mobilisation des financements extérieurs en 2020 et la reprise prévue en 2021 permettront aux réserves de change d'assurer une couverture autour de 5 mois d'importations de biens et de services sur l'horizon de prévision.

Malgré l'amélioration des activités non agricoles, la croissance économique nationale a décéléré pour la deuxième année consécutive à 2,5% après 3,1% en 2018, sous l'effet principalement de la contraction de la valeur ajoutée agricole. Le taux de chômage a baissé suite aux créations d'emploi dans les activités non agricoles, notamment dans le secteur des services. Quant aux perspectives économiques, elles sont marquées par les effets manifestes de la pandémie Covid-19 et du confinement sanitaire. En effet, le PIB devrait enregistrer en 2020, une contraction de -5,2%, reflétant la baisse de l'activité agricole et l'arrêt total ou partiel de l'activité dans plusieurs secteurs sous l'effet des restrictions mises en place dans le cadre de la lutte contre la pandémie. Toutefois, grâce aux différentes mesures de soutien et de relance et la fin probable de la pandémie, la sortie de la récession devrait intervenir en 2021, avec une croissance du PIB de 4,2%.

La dette du Trésor a augmenté en s'établissant à 65% du PIB en 2019. A moyen terme, le coût des dépenses liées à la lutte contre la pandémie conjugué à celui des mesures de soutien à l'économie et au recul des recettes fiscales en lien avec la baisse de l'activité économique, devraient engendrer un étalement dans le temps du processus de consolidation budgétaire. Ainsi et sur la base des éléments disponibles, le déficit budgétaire devrait s'aggraver à 7,6% en 2020 (avant de s'atténuer à 5% en 2021), se traduisant par un alourdissement de la dette du Trésor qui devrait atteindre 75,3% du PIB puis 75,4% en 2020 et 2021 respectivement.

La morosité du marché de l'immobilier s'est poursuivie en 2019 avec une nette baisse du volume des transactions et une quasi-stagnation des prix des actifs immobiliers. Les effets de la pandémie Covid-19 devraient fortement affecter le marché de l'immobilier dans les prochains trimestres. Pour y répondre, le Comité de Veille Economique<sup>3</sup> a étendu dans un premier temps aux promoteurs la possibilité de bénéficier du nouveau mécanisme de garantie appelé « Damane Oxygène » qui leur permet de financer, via les banques, leurs besoins en fonds de roulement.

---

<sup>3</sup> Comité mis en place le 11 mars 2020 pour le suivi des répercussions de la crise sanitaire et l'identification des mesures appropriées d'accompagnement.

## I.1 ANALYSE DE L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

### *Repli de la croissance économique mondiale à son plus bas niveau depuis la dernière crise financière*

En 2019, l'activité économique s'est repliée dans la plupart des pays avancés et émergents, pâtissant principalement de la persistance des différends commerciaux, des inquiétudes liées au Brexit et des tensions géopolitiques surtout au Moyen Orient. Par conséquent, la croissance mondiale est revenue de 3,6% à 2,9%, soit son plus faible niveau depuis la crise financière de 2008.

Le ralentissement de l'activité a été quasi généralisé dans les pays avancés, comme en atteste la décélération de la croissance de 2,9% à 2,3% aux Etats-Unis après deux années de raffermissement, en lien notamment avec l'amenuisement des effets des mesures budgétaires expansionnistes, de 1,9% à 1,2% dans la zone euro et de 2% à 1,6% au Canada. Pour leur part, le Japon et le Royaume-Uni continuent d'enregistrer des taux d'accroissement du PIB assez faibles, bien qu'en progression de 0,3% à 0,7% et de 1,3% à 1,4%, respectivement.

Concernant la croissance dans la zone euro, elle a été principalement plombée par le recul de la demande étrangère, notamment celle destinée à l'Allemagne, l'Italie et la France. En outre, certains facteurs nationaux ont contribué à la baisse de l'activité dans les pays de la zone, tels que la faiblesse de la productivité en Italie et le rehaussement des exigences et des normes environnementales pour l'industrie automobile allemande.

Quant aux pays émergents et en développement, leur croissance a de nouveau décéléré en 2019, atteignant son plus bas niveau depuis dix ans, soit 3,7% après 4,5% une année auparavant. Cette contre-performance est induite par l'essoufflement de l'activité dans les grandes économies asiatiques et latino-américaines. Ainsi, l'accroissement du PIB a diminué de 6,7% à 6,1% en Chine sous l'effet notamment des tensions commerciales avec les États-Unis et du resserrement de la régulation financière, de 6,1% à 4,2% en Inde, de 1,3% à 1,1% au Brésil et de 2,1% à -0,1% au Mexique. Parallèlement, la Russie et la Turquie ont continué de subir, entre autres, les contrecoups des crises économique et monétaire qui ont sévi au cours des années précédentes, leur croissance économique ayant ralenti respectivement de 2,5% à 1,3% et de 2,8% à 0,9%.

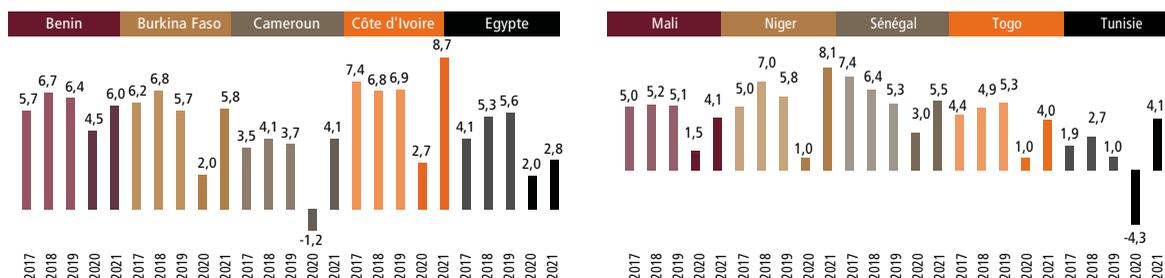
L'atonie de l'économie mondiale a largement contribué à l'affaiblissement de l'activité dans la région Moyen-Orient et Afrique du Nord, dont le taux d'accroissement du PIB s'est limité à 0,3%. En particulier, le recul de la demande étrangère et la poursuite de la récession en Iran (-7,6% après -5,4% en 2018) ainsi que la forte décélération de 2,4% à 0,3% en Arabie saoudite ont fortement pénalisé la croissance du groupe des pays exportateurs de pétrole dont le PIB s'est contracté de

0,8%. Par ailleurs, la décélération de la croissance du groupe des pays importateurs de pétrole est principalement imputable aux crises sociales au Liban et au Soudan.

### *L'évolution de l'activité demeure hétérogène entre les pays de l'Afrique Subsaharienne*

En Afrique Subsaharienne, la croissance du PIB a légèrement décéléré à 3,1% après 3,2% enregistrée en 2018. Cette évolution reflète l'impact d'une conjoncture internationale difficile et l'effet des chocs spécifiques à certains pays (perturbations météorologiques, problèmes sécuritaire et sanitaire...). En particulier, la croissance a reculé de 6,6% à 5,7% dans la communauté d'Afrique de l'Est<sup>4</sup>, et de 6,4% à 6,1% dans la zone de l'UEMOA<sup>5</sup> et s'est accrue de 0,8% à 1,9% dans la région CEMAC<sup>6</sup>. Par pays, les baisses les plus importantes de la croissance ont été enregistrées en Afrique du Sud (de 0,8% à 0,2%), au Sénégal (de 6,4% à 5,3%) et au Burkina Faso (de 6,8% à 5,7%), tandis que certains pays ont réalisé une hausse notable de leur PIB, dont le Rwanda (de 8,6% à 9,4%), le Gabon (de 1% à 3,8%) et le Nigéria (de 1,9% à 2,2%).

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



Source : FMI

### *Atténuation de la volatilité des marchés financiers conjuguée à une aversion au risque plus forte*

Les marchés financiers internationaux sont restés sensibles, en 2019, aux craintes sur l'issue des négociations commerciales entre les Etats-Unis et la Chine, aux incertitudes entourant l'évolution des perspectives économiques, et à l'orientation accommodante des politiques monétaires dans les pays avancés. Sur le marché boursier, des hausses importantes ont été enregistrées d'une année à une autre, allant de 12,1% pour le FTSE 100 à 18,2% pour le NIKKEI, 22,3% pour le Dow Jones Industrial et 24,8% pour l'EUROSTOXX 50. Ces évolutions se sont accompagnées par une baisse marquée de la volatilité par rapport à 2018, le VIX et le VSTOXX ayant diminué de 25,4 et 23,9 à 13,8 et 14, respectivement. De même, les indices boursiers des pays émergents ont

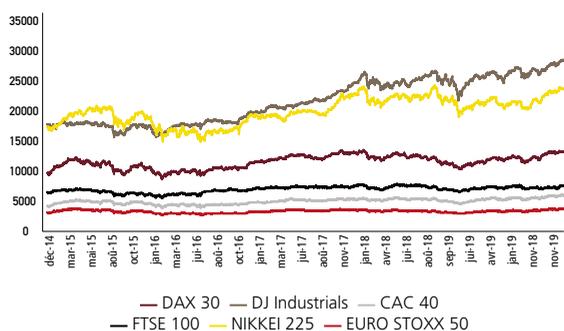
<sup>4</sup> La communauté d'Afrique de l'Est est composée de cinq pays : Burundi, Kenya, Rwanda, Tanzanie et Ouganda.

<sup>5</sup> 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.

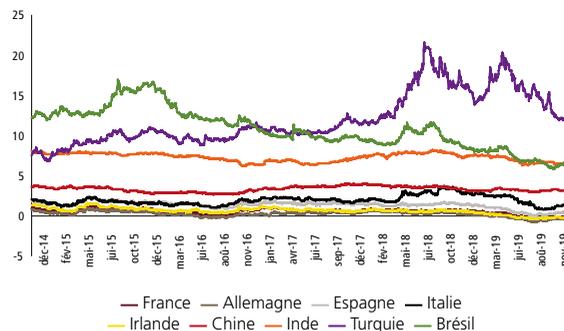
<sup>6</sup> La Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale est composée de six pays : le Cameroun, la République centrafricaine, la République du Congo, le Gabon, la Guinée équatoriale et le Tchad.

connu des accroissements significatifs, s'élevant à 20,9% pour l'indice de la Chine, 6,1% pour celui de l'Inde et à 7,3% pour la Turquie. Sur les marchés obligataires, les taux souverains se sont globalement détendus en lien notamment avec la montée de l'aversion au risque. Dans les pays avancés, cette baisse des taux s'est établie en moyenne à 76,9 points de base pour les Etats-Unis, 75,9 points en Espagne et 66,4 points de base en Allemagne. Quant aux pays émergents et en développement, la diminution des taux souverains a varié dans une fourchette allant de 8,5 points de base en Turquie à 245 points de base pour le Brésil.

### Évolution des indices boursiers



### Évolution des taux souverains



Source : Datastream

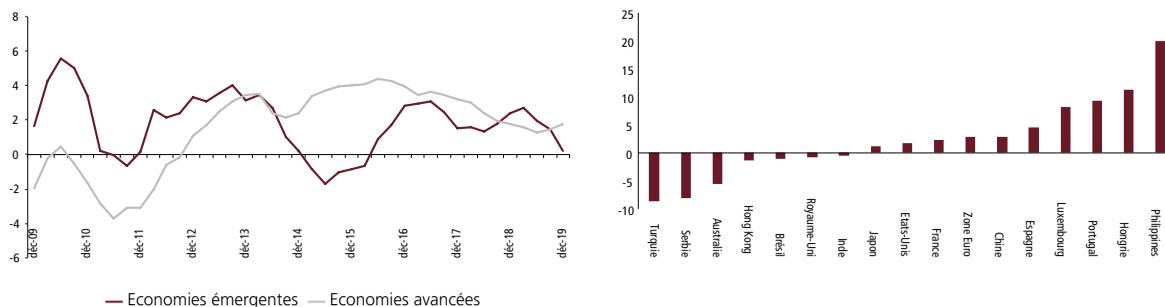
Dans le même sillage, l'évolution sur les marchés de change a été rythmée par les incertitudes qui ont marqué le paysage économique et financier en 2019. En effet, l'euro s'est de nouveau, déprécié de 2,4% face au dollar (1,11 dollar au terme de l'année), pénalisé par le ralentissement de la croissance dans la zone euro et par les différentiels des taux d'intérêt. Concernant la livre sterling, elle a bénéficié de la dissipation à partir d'octobre des craintes relatives au Brexit, et s'est appréciée de 3,5% vis-à-vis du dollar et de 5,9% face à l'euro. Parallèlement, l'atonie de l'activité dans les pays émergents a affaibli leurs monnaies, qui se sont globalement dépréciées face au dollar, à l'exception du Rouble russe et le Rand d'Afrique du Sud, qui ont enregistré une appréciation vis-à-vis du dollar de 12,6% et 2,6%, respectivement.

### *Poursuite de la décélération des prix de l'immobilier résidentiel*

La croissance des prix de l'immobilier résidentiel a de nouveau ralenti en 2019. Dans les pays avancés, l'accroissement des prix s'est limité à 1,5% après 2,3% en 2018. Cette évolution reflète principalement la contraction des prix à Hong Kong (-1,3%), au Canada (-1,3%) et au Royaume Uni (-0,7%), ainsi qu'une importante décélération de la croissance des prix en Irlande (de 9,8% à 1,4%), aux Etats-Unis (de 3,1% à 1,7%) et en Allemagne (de 4,8% à 3,8%). Dans les pays émergents, la croissance des prix de l'immobilier résidentiel est revenue de 1,8% à 1,6% en

moyenne, traduisant en particulier une diminution de 7,3% à 6,4% au Chili, une contraction des prix en Inde de 0,4% après une hausse de 1,7% et une accentuation de la baisse en Turquie, passant de -7,8% à -8,5%.

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



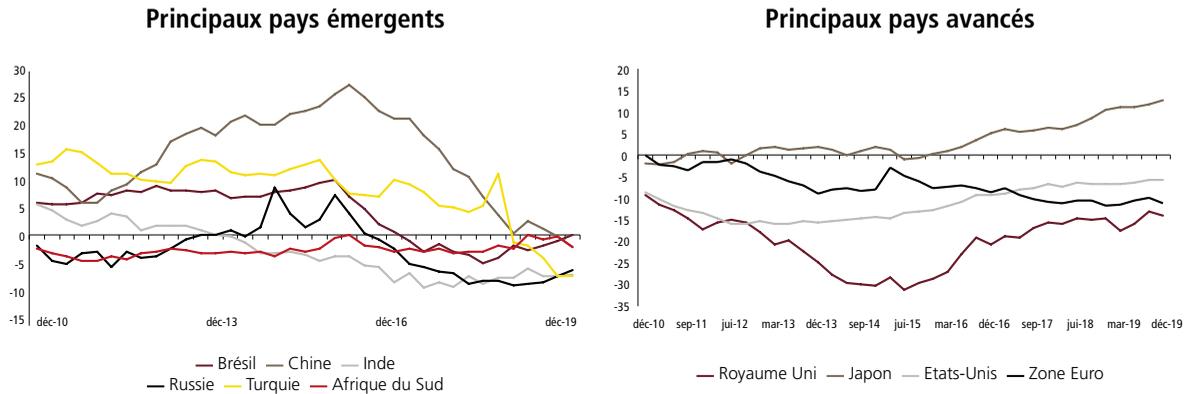
Source : BRI

### Persistence d'un endettement élevé du secteur privé

Le niveau actuel de l'endettement privé constitue toujours une vulnérabilité pour la stabilité financière de certaines économies avancées et émergentes, comme en témoigne le niveau élevé de l'écart du ratio crédit/PIB par rapport à sa tendance de long terme (« crédit to GDP gap »). Cet écart s'est davantage creusé dans quelques pays au quatrième trimestre 2019, atteignant des niveaux préoccupants, soient 12,8% au Japon, 10,2% à Hong-Kong, 8,2% à Singapour et 4,4% en Allemagne. En revanche, l'écart du ratio crédit/PIB a persisté à des niveaux négatifs dans plusieurs pays dont les Etats-Unis, l'Espagne et le Portugal, démontrant l'absence d'une bulle de crédit.

Dans ces conditions, l'Allemagne a relevé le ratio du coussin de fonds propres contracyclique (CCyB), le portant en juin 2019 à 0,25% avec une mise en œuvre effective au troisième trimestre 2020. De même, la France a augmenté ce ratio à deux reprises, en janvier (à 0,25% effective à partir de juillet 2019) et en avril (à 0,5% effective à partir d'avril 2020). Cependant, Hong Kong l'a abaissé de 2,5% à 2% en lien avec la détérioration des conditions économiques. Quant aux pays qui enregistrent des niveaux négatifs de l'écart du ratio crédit/PIB, ils ont globalement maintenu leurs ratios CCyB à 0%, à l'exception du Luxembourg et du Royaume Uni, qui ont annoncé le relèvement de leurs taux, sur la base de l'analyse d'indicateurs complémentaires (dynamique des crédits, surévaluation potentielle des prix de l'immobilier et indicateurs liés à l'environnement macroéconomique) et des résultats du macro stress test.

## Évolution de l'écart du ratio crédit/PIB, en %



Source : BRI

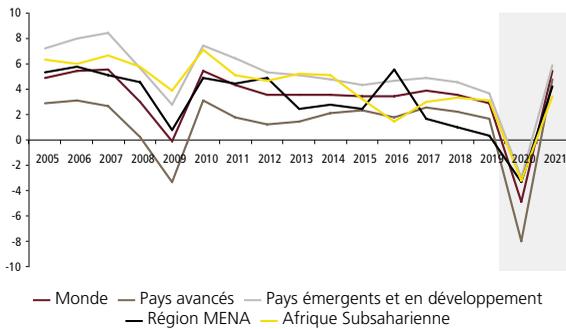
Concernant l'endettement public, il a marqué une légère hausse dans les pays avancés, s'élevant à 105,2% du PIB après 103,9% reflétant, particulièrement, l'accroissement de la dette aux Etats-Unis (de 106,9 % à 109%) résultat d'une politique budgétaire qui est restée relativement expansionniste. Dans la zone euro, bien que le ratio de la dette publique en pourcentage du PIB soit revenu de 85,9% à 84,1% à la faveur des efforts de désendettement de certaines économies, il demeure à des niveaux élevés dans plusieurs pays (France, Italie, Grèce et Portugal). Dans les pays émergents et les économies à revenu intermédiaire, la progression du ratio de la dette publique par rapport au PIB de 49,7% à 53,2% en 2019 est, notamment, attribuable à la hausse de l'endettement dans les pays d'Asie et d'Amérique Latine.

***A moyen terme, la stabilité financière mondiale risque de subir les contrecoups du choc économique induit par la pandémie Covid-19***

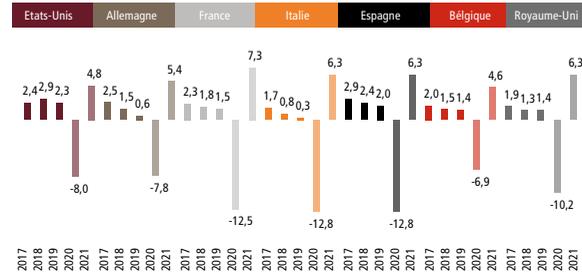
Le paysage économique et financier sera bouleversé en 2020-2021 par les répercussions de la pandémie Covid-19 qui s'est propagée à l'ensemble des pays. En effet, les différentes institutions internationales prévoient une récession économique<sup>7</sup> plus sévère que celle qui a suivi la crise financière 2008-2009 et un resserrement des conditions financières des marchés mondiaux qui accentueraient les vulnérabilités du système financier.

<sup>7</sup> Le FMI table, pour sa part, sur une évolution en forme de « V » avec une forte récession en 2020 et un rebond en 2021, dans un contexte marqué, toutefois, par de fortes incertitudes liées à l'évolution de la situation pandémique dans le monde.

### Croissance dans le monde (en%)



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



Source : FMI

Globalement, le FMI considère que les principaux risques entourant la stabilité financière à l'échelle mondiale concernent :

- La montée des vulnérabilités des entreprises non financières : une période prolongée de croissance négative et un coût de financement élevé pourraient affaiblir ces entreprises dont les fragilités sont beaucoup plus élevées qu'en 2008-2009 ;
- La hausse des pertes subies par les gestionnaires d'actifs : un prolongement du durcissement des conditions financières pourrait forcer les gestionnaires de vendre des actifs sur des marchés en baisse, ce qui risque d'amplifier la diminution des prix et la dépréciation des actifs ;
- L'affaiblissement de la résilience des banques : bien que les banques disposent de plus de matelas sous forme de fonds propres et d'actifs liquides que par le passé, grâce aux réformes post-crise 2008, elles risquent d'enregistrer des pertes de marché et de crédit considérables, induites par la baisse des prix des actifs et la détérioration de la situation économique des ménages et des entreprises. De plus, le faible niveau de la rentabilité des banques dans certaines économies avancées limiterait leur capacité à réduire les pertes ;
- La diminution de la rentabilité des compagnies d'assurance : une forte baisse des prix des actifs pourrait largement réduire le rendement des portefeuilles des compagnies d'assurance. En outre, la dégradation des notations des obligations de sociétés pourrait augmenter les pertes ainsi que les exigences en capital pour les assureurs.

Au total, la matérialisation des risques dépend de plusieurs facteurs dont l'évolution de la pandémie, l'ampleur des perturbations des chaînes d'approvisionnement et le prolongement du resserrement des conditions financières mondiales. De surcroît, l'impact de la pandémie et les risques qui en découlent ne peuvent être atténués sans le renforcement de la coopération multilatérale.

### Encadré n°1 : les vulnérabilités du système financier international selon FSB\*

Le FSB a mis en exergue dans ses rapports et lors des réunions des différents groupes de travail régionaux de l'année 2019, les principales vulnérabilités ayant émergé et qui pourraient impacter à terme la stabilité financière. Il s'agit notamment de :

- **la persistance des taux d'intérêt bas** : les niveaux relativement bas des taux d'intérêt ont induit une augmentation du niveau de la dette et du risque y associé, une hausse des actifs non liquides détenus par les gestionnaires d'actifs et une inadéquation des liquidités (liquidity-mismatches) pour les fonds de pension et les compagnies d'assurance. Dans ce cadre, le FSB a recommandé de conduire régulièrement des stress test de liquidité, de s'assurer que les investisseurs disposent de l'information nécessaire pour évaluer correctement le risque et maintenir une forte coopération internationale en la matière.
- **l'exposition importante aux marchés des prêts à effet de levier et aux obligations de prêt garanti** : Les vulnérabilités émanant de l'exposition à ces marchés se sont fortement accrues depuis la crise financière, d'autant plus que le degré de levier des emprunteurs a augmenté et la santé financière n'est pas bien évaluée. Par conséquent, les taux de défaut des prêts à effet de levier risquent de croître et leurs taux de recouvrement diminuer. De ce fait, ces marchés peuvent être de plus en plus vulnérables aux chocs macroéconomiques et perturber les autres marchés. En particulier, les expositions aux marchés des prêts à effet de levier et aux obligations de prêt garanti sont concentrées dans un nombre limité de grandes banques internationales qui ont une dimension transfrontalière significative. Cependant, il est difficile de procéder à une évaluation exhaustive des répercussions de ces expositions sur le système financier mondial, compte tenu de l'insuffisance des données.
- **l'utilisation accrue des innovations technologiques** : Le Conseil accorde une attention particulière au développement des crypto-actifs et a entamé la surveillance de ces actifs depuis deux ans, tout en soulignant qu'ils ne constituent pas aujourd'hui une menace pour la stabilité financière mondiale. Toutefois, l'introduction possible des « Global stablecoins », dont le Libra, pose de nouveaux défis aux organismes de réglementation, en lien notamment avec la stabilité financière, la protection des données à caractère personnel, l'intégrité financière, la cybersécurité, les risques opérationnels et la politique monétaire. Par conséquent, il est essentiel que les « Global stablecoins », respectent les normes réglementaires les plus strictes et soient soumis à une surveillance prudentielle rigoureuse. A ce titre, le FSB a engagé des travaux d'évaluation de leur impact sur la stabilité financière selon deux axes : (i) l'examen des canaux de transmission des risques émanant des « Global stablecoins » pour la stabilité financière et (ii) la réglementation et la régulation de l'utilisation de ces actifs, en mettant l'accent sur les risques transfrontaliers.

### Encadré n°1 : Suite

Le FSB prévoit d'assurer un suivi régulier de l'évolution des vulnérabilités précitées et ce, en :

- œuvrant pour garantir une transition harmonieuse du Libor vers d'autres taux de référence dans tous les pays ;
- poursuivant l'examen des nouvelles technologies financières à travers la réalisation d'une étude des pratiques efficaces en matière de réglementation, de supervision et de conformité, connues sous le nom de Regtech et Suptech ;
- publiant une analyse sur les modalités de résolution des difficultés réglementaires relatives à la mise en place des «Global stablecoins ».

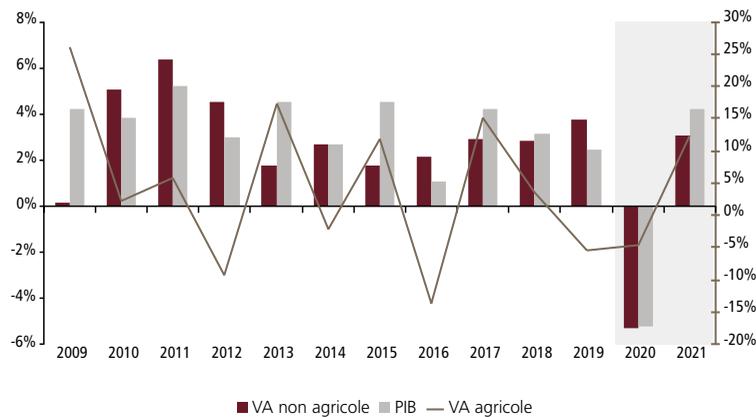
\*Financial Stability Board (Conseil de Stabilité Financière).

## I.2 DÉVELOPPEMENTS MACROECONOMIQUES DOMESTIQUES

### *Poursuite de la décélération de la croissance économique en 2019*

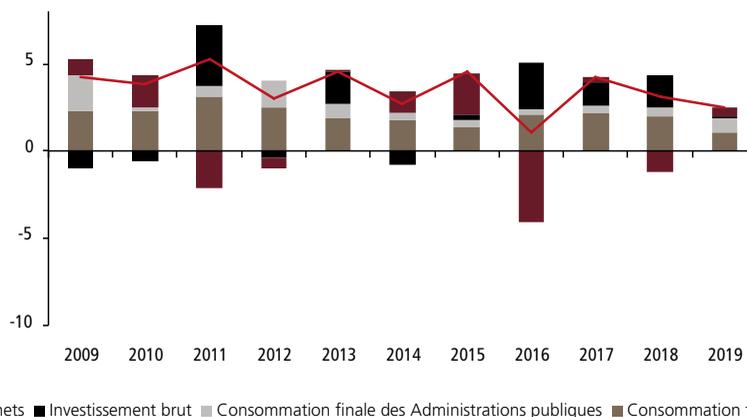
Malgré l'accélération des activités non agricoles à 3,8% contre une moyenne de 2,7% sur les cinq dernières années, la croissance économique a décéléré pour la deuxième année consécutive pour s'établir à 2,5% après 3,1% en 2018, sous l'effet de la contraction de la valeur ajoutée agricole à 5,8%. Cette évolution résulte aussi du ralentissement de la demande intérieure dont la contribution à la croissance s'est limitée à 2 points de pourcentage contre 4,4 points, atténuée par une contribution positive des échanges extérieurs nets de 1,2 point au lieu d'une ponction de 0,5 point une année auparavant. En conséquence, l'inflation a marqué une nette décélération en s'établissant à 0,2% après 1,6% et sa composante sous-jacente à 0,5% au lieu de 1,3%.

Evolution des composantes du PIB, en %



Source : HCP

Contributions à la croissance du PIB (En point de pourcentage)



Source : HCP

Suivant ces développements, la perte d'emploi dans l'agriculture (146 mille postes) a été plus que compensée par une importante création de postes dans les activités non agricoles, notamment dans le secteur des services (267 mille postes). Globalement, l'économie nationale aurait créé 165 mille postes et compte tenu d'une entrée nette sur le marché de 135 mille demandeurs d'emploi, le taux de chômage s'est réduit à 9,2% après 9,5% et le taux d'activité est passé de 46% à 45,8%.

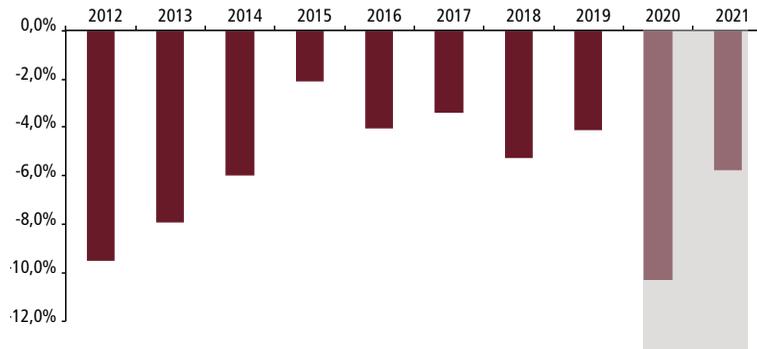
Les perspectives économiques pour 2020 et 2021 sont marquées par les effets manifestes de la pandémie Covid-19 et du confinement sanitaire. Ainsi, le PIB devrait enregistrer en 2020, une contraction de 5,2%, reflétant la baisse de l'activité agricole et l'arrêt total ou partiel de l'activité dans plusieurs secteurs sous l'effet des restrictions mises en place dans le cadre de la lutte contre la propagation de la pandémie. Toutefois, grâce aux différentes mesures de relance et sous l'hypothèse de la maîtrise de la pandémie, la sortie de la récession devrait intervenir en 2021, avec une croissance de 4,2%. Dans ce contexte, l'inflation devrait rester modérée à 1% sur l'horizon de prévision.

#### *Une reprise des réserves de change après deux années de repli*

Suite aux évolutions favorables du compte courant en 2019, les réserves de change se sont améliorées. Après deux années de repli, les avoirs officiels de réserves sont revenus quasiment à leur niveau de 2016, soit 253,4 milliards de dirhams, permettant de couvrir 6 mois et 8 jours d'importations de biens et services, en amélioration de près d'un mois par rapport à 2018.

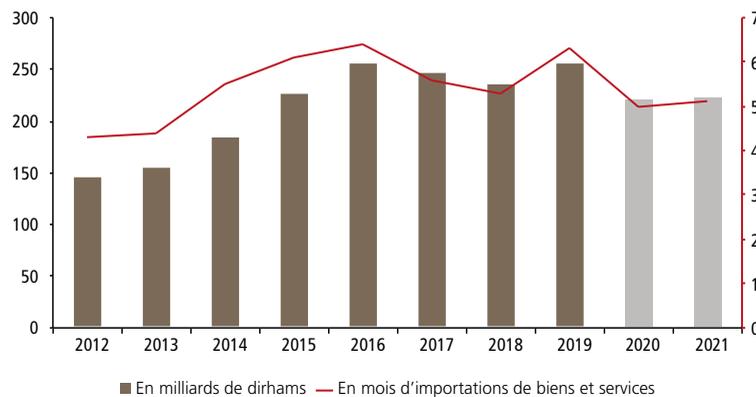
Le déficit du compte courant s'est résorbé en passant de 5,3% à 4,1% du PIB. Cette amélioration s'explique essentiellement par le raffermissement du solde des services de 1,2 point du PIB, alors que le net ralentissement des importations (2% au lieu de 9,9%) a compensé la décélération des exportations (2,4% au lieu de 10,7%). Du point de vue des principales évolutions, l'année a été marquée par l'allègement de la facture énergétique (-7,2%), la baisse des exportations de phosphates et dérivés (-5,9%) et de la construction des voitures (-1,3%) et l'accélération des recettes de voyages (7,8%).

## Déficit du compte courant (en % du PIB)



Source : BAM

## Avoirs officiels de réserves



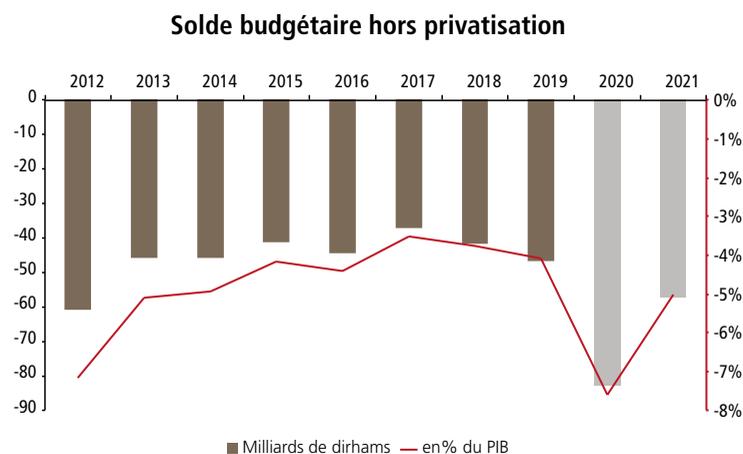
Source : BAM

Sur l'horizon de prévision et en lien avec les conséquences de la pandémie Covid-19, le compte courant devrait s'aggraver à -10,3% en 2020. En effet, le repli de la demande mondiale devrait se traduire par une baisse des exportations et une dégradation du marché de travail dans les pays d'accueil des marocains résidant à l'étranger, ce qui devrait avoir pour effet une baisse marquée des transferts des MRE. Le recul des importations, s'expliquant par la baisse de la facture énergétique et de la demande intérieure, ne pourrait pas compenser la contreperformance des exportations. La sortie de crise prévue en 2021 devrait permettre une résorption du déficit courant qui reviendrait à -5,8%. En conséquence, les avoirs officiels de réserves devraient pouvoir couvrir autour de 5 mois d'importations de biens et de services aussi bien en 2020 qu'en 2021, sous l'hypothèse de deux sorties à l'international du Trésor (10 milliards de dirhams en 2020 et 10,8 milliards en 2021).

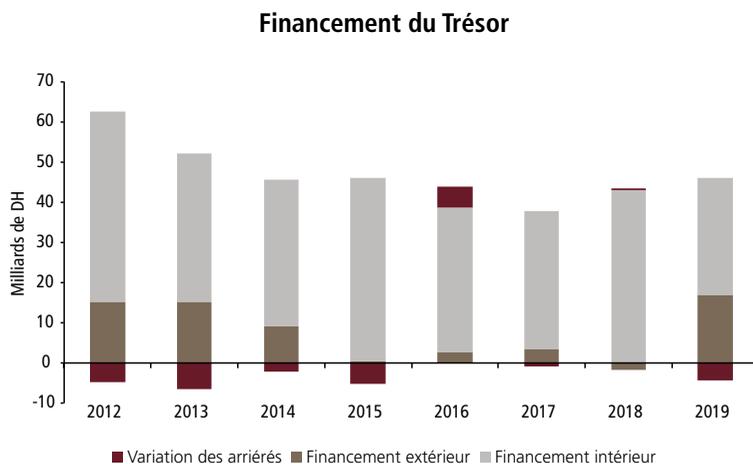
### Hausse du ratio de la dette du Trésor sur le PIB tirée par la composante extérieure

Le déficit budgétaire, hors privatisation<sup>8</sup>, s'est établi à 4,1% du PIB en aggravation par rapport à l'année dernière (-3,8%). Cette évolution recouvre :

- Une reprise des dépenses d'investissement (7,3%) conjuguée à une augmentation des dépenses ordinaires (4,6%) s'expliquant par (i) une hausse de la charge salariale et des dépenses des biens et de services, (ii) une baisse des charges de compensation<sup>9</sup> et (iii) une stabilisation des dépenses liées à la charge de la dette.
- Les recettes ordinaires, hors privatisation, ont augmenté de 4,6% suite à l'amélioration des rentrées fiscales et non fiscales, portées particulièrement par l'encaissement de recettes de 9,4 milliards au titre des mécanismes de financement spécifiques<sup>10</sup>.



Source : MEFRA et BAM



Source : MEFRA

<sup>8</sup> Les recettes des opérations de privatisation, inscrites dans la loi de finances, ont généré 5,3 milliards de dirhams dont 4,4 milliards de dirhams correspondent à la cession de 8% du capital de Maroc Télécom.

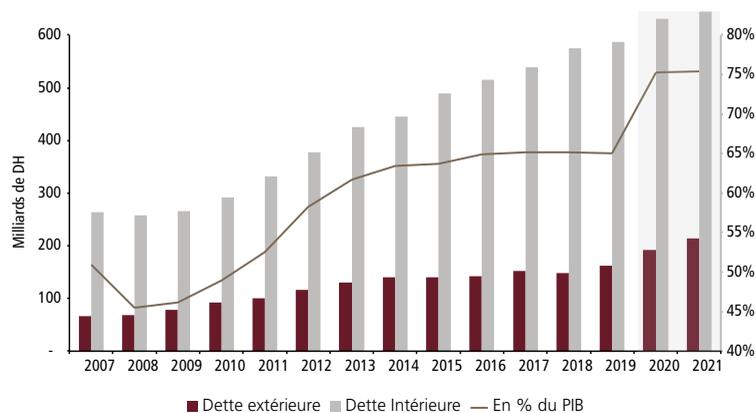
<sup>9</sup> Attribuable à la baisse des cours du gaz butane de 519 \$/T à 423,7 \$/T entre 2018 et 2019 et à la hausse du taux de change du dollar.

<sup>10</sup> Ces mécanismes concernent principalement des opérations de cessions d'actifs non financiers de l'Etat sous forme de contrat de location des actifs cédés.

Le financement du déficit budgétaire a été principalement réalisé par une combinaison de recours à l'endettement intérieur et extérieur. Ainsi, la dette du Trésor a augmenté de 3,5% pour atteindre 748 milliards de dirhams, s'établissant ainsi à 65% du PIB contre 65,2% une année auparavant. Cette évolution recouvre d'une part une baisse de la dette intérieure qui est passée de 51,8% à 50,9% du PIB, alors que la composante extérieure, qui avait baissé d'un point de PIB en 2018, est revenue à 14%, soit sa moyenne depuis 2015. Les tirages ont nettement progressé suite notamment à l'émission d'un emprunt international pour un montant d'un milliard d'euros.

Sur l'horizon de prévision, le déficit budgétaire devrait se creuser à 7,6% du PIB en lien avec les conséquences de la pandémie avant de s'alléger à 5% en 2021. Dans ces conditions, le ratio de la dette du Trésor sur le PIB devrait s'aggraver à 75,3% en 2020 et 75,4% en 2021.

### Evolution de l'encours de la dette du Trésor

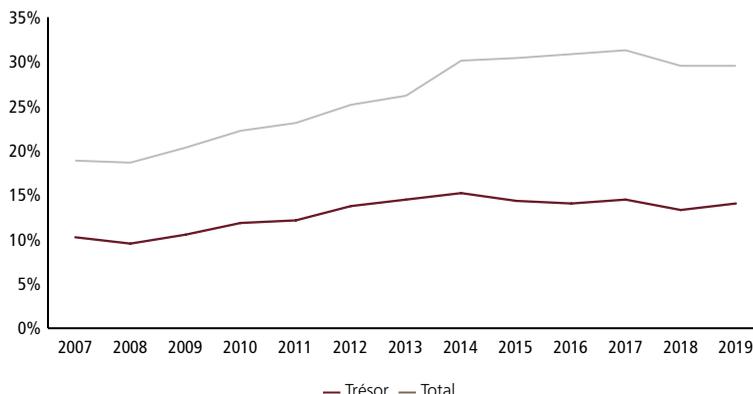


Source : MEFRA et BAM

S'agissant de la dette extérieure publique, elle a augmenté en niveau (+4%) et a stagné en ratio du PIB à 29,5%. Les principaux indicateurs de risques liés à cette dette montrent que :

- la charge en intérêt poursuit sa baisse pour se situer à 0,7% du PIB au lieu de 0,8% en 2018 ;
- la structure par maturité initiale reste exclusivement dominée par le long terme ;
- et la part contractée auprès des marchés et des banques commerciales est limitée à 25%.

### Dettes extérieures publiques, en % du PIB



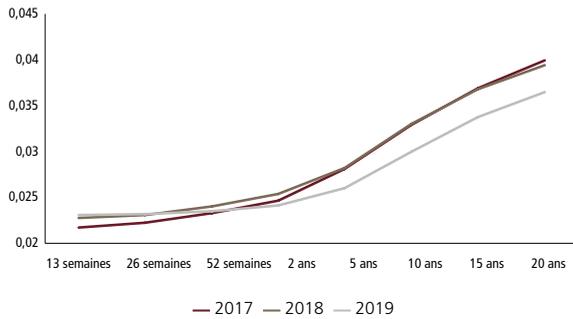
Source : MEFRA

A moyen terme, le processus de consolidation budgétaire devrait s'étaler dans le temps, compte tenu du coût des dépenses liées à la lutte contre les effets de la pandémie Covid-19 et la diminution des recettes fiscales en lien avec la perte de revenu et la baisse de l'activité économique. Sur la base des estimations disponibles, le déficit budgétaire, hors privatisation, de 2020 devrait s'établir à 7,6% en 2020 avant de se résorber à 5% en 2021. En conséquence, la dette du Trésor devrait s'alourdir pour atteindre 75,3% du PIB puis 75,4% sur l'horizon de prévision.

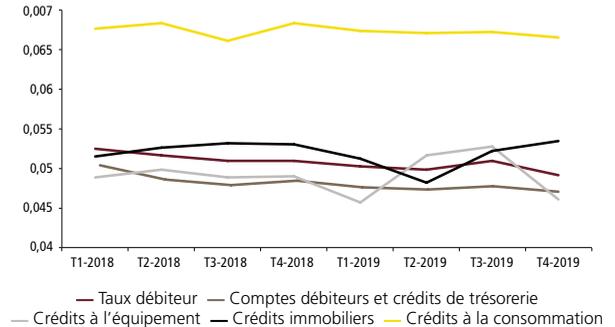
#### *Poursuite de la détente sur les taux d'intérêt débiteurs et reprise du crédit*

Les conditions monétaires se sont caractérisées par la poursuite du creusement des besoins en liquidité bancaire pour la troisième année consécutive en lien principalement avec la hausse de la circulation fiduciaire. Dans ce contexte, la Banque a porté ses injections en moyenne quotidienne à 75,8 milliards dirhams contre 62 milliards l'année dernière et le taux de la réserve monétaire a été réduit de 4% à 2%, induisant une injection de près de 11 milliards de dirhams de liquidité sur le marché monétaire.

### Taux moyen des bons du trésor sur le marché secondaire



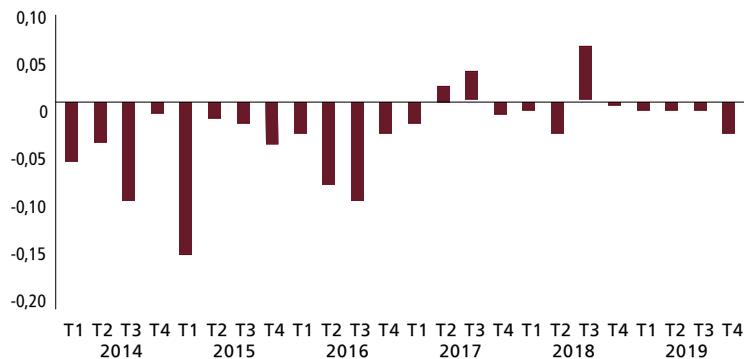
### Taux d'intérêt débiteurs par objet économique, en %



Source : BAM

S'agissant des coûts de financement, les principaux indicateurs montrent une certaine détente des conditions financières. Les taux d'intérêt débiteurs ont marqué des baisses modérées, en particulier au cours du quatrième trimestre pour le secteur immobilier. De même, sur le marché obligataire, une détente est intervenue sur les taux d'intérêt plus marquée pour les maturités longues et le coût de financement des banques s'est également réduit suivant principalement l'évolution des taux créditeurs.

### Variation du coût de financement des banques (En points de pourcentage)



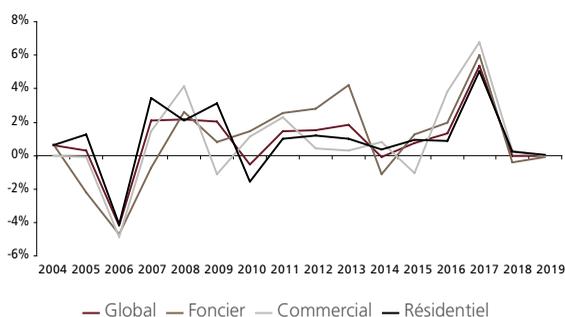
Source : BAM

Dans ce contexte, le crédit bancaire accordé aux agents non financiers (Hors administrations publiques) s'est accéléré à 4,7%, contre 2,2% en 2018. Cette évolution couvre une hausse de 6% des prêts accordés aux entreprises privées après 0,8%. Sur l'horizon de prévision, les mesures mises en place dans le cadre de la lutte contre les effets de la pandémie Covid-19, permettront de soutenir le crédit qui devrait ainsi s'accroître de 1,9% en 2020 et de 2,6% en 2021.

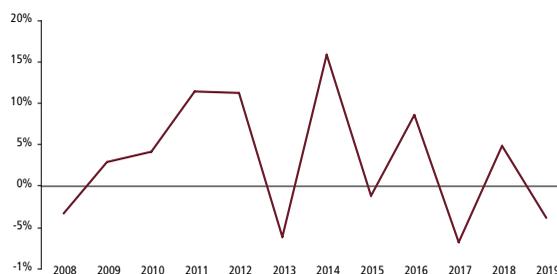
### Persistence de la morosité du marché de l'immobilier

Pour toutes les catégories de biens, les prix des actifs immobiliers ressortent en quasi-stagnation et le volume des transactions a enregistré une baisse de 3,8% contre une hausse de 4,8% une année auparavant. Les contrastes par ville se sont resserrés avec des évolutions variant entre -1,2% et +1,2% avec toutefois, des baisses de prix constatées dans les plus grandes villes du royaume à savoir Rabat (-1,2%), Casablanca (-0,5%) et Marrakech (-0,4%).

Variation annuelle de l'IPAI, en %

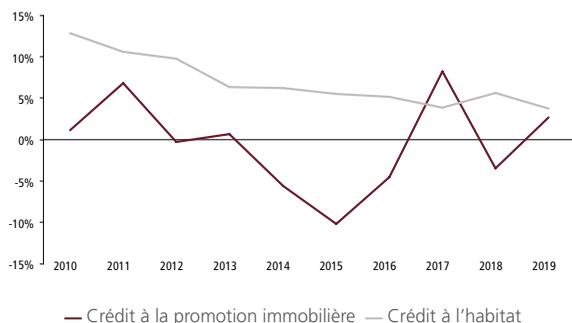


Evolution du nombre de transactions immobilières, en %

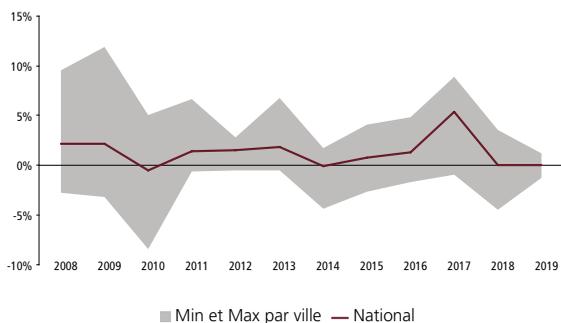


Source : BAM

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



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



Source : BAM

Le financement pour l'acquisition de biens immobiliers s'est réduit comme le montre l'évolution du crédit à l'habitat qui a décéléré à 3,8% au lieu de 5,7% une année auparavant. En revanche, les financements destinés aux promoteurs immobiliers se sont accrus de 3,2%, après la baisse de 2,6% en 2018.

La situation du marché de l'immobilier devrait se dégrader davantage dans les prochains trimestres. En effet, dans la conjoncture actuelle, la majorité des chantiers sont quasiment à l'arrêt et la demande de crédit à l'habitat s'est effondrée en raison de difficultés logistiques liées au confinement. Parallèlement, les promoteurs continuent de souffrir de problèmes de trésorerie à la suite du tarissement de leurs revenus. Pour y répondre, le Comité de Veille Economique a étendu aux promoteurs la possibilité de bénéficier du nouveau mécanisme de garantie appelé « Damane Oxygène » qui permet de financer, à travers les banques, les besoins en fonds de roulement des entreprises. Toutefois, d'autres mesures sont attendues pour soutenir le secteur, en lien entre autres avec le remplacement du dispositif actuel d'incitations fiscales qui arrive à son terme à fin 2020.



## **CHAPITRE 2**

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



## **APERÇU**

*En 2019, les actifs financiers détenus par les ménages ont totalisé 833 milliards de dirhams<sup>11</sup>, en hausse de 5,3% au lieu de 4,4% un an auparavant. Leur dette financière s'est établie à 358,6 milliards de dirhams, en décélération à 5,1% après 5,7% en 2018. Rapportée au PIB, cette dette a représenté 31,1%, soit un niveau globalement quasi-stable depuis 2014.*

*Les créances en souffrance des ménages chez les banques et les sociétés de crédit à la consommation poursuivent leur progression, bien qu'à un rythme moins soutenu que l'an dernier, avec une hausse de 10,4% à 30 milliards, contre 14,1% en 2018. Leur taux de sinistralité a été ainsi, ramené à 8,2% au lieu de 7,8% et 7,3% respectivement en 2018 et 2017.*

*L'analyse d'un lot de données granulaires relatives aux nouveaux crédits accordés en 2019 par des établissements de crédit à un ensemble de particuliers, fait ressortir un niveau d'endettement moyen maintenu autour de 31% de leurs revenus. En outre, les fonctionnaires et les salariés demeurent les principaux bénéficiaires de ces crédits plus particulièrement ceux ayant un revenu supérieur à 6.000 dirhams. Cette analyse fait ressortir aussi que la part des personnes endettées, dont la charge de dette excède 40% de leur revenu, est autour de 27%, soit un niveau quasiment stable comparativement aux données analysées au cours des trois dernières années.*

*Du côté des entreprises non financières, leur endettement financier a repris avec une hausse de 4% après un ralentissement de 1,8% en 2018, pour s'établir à 69,3% du PIB. Cette accélération a été tirée par les entreprises privées dont la dette s'est accrue de 5,2% portée principalement par sa composante bancaire qui a marqué une progression de 6% après 0,8% une année auparavant. Les entreprises non financières publiques, en revanche, ont vu le rythme de croissance de leur dette financière reculer à 1,9% en lien principalement avec la baisse de 1,1% de leur endettement extérieur en 2019, leur principale source de financement (64%).*

*L'étude de l'endettement financier et commercial d'un échantillon de 70.820 entreprises non financières fait ressortir que les délais de paiement des créances inter-entreprises se sont allongés de façon sensible. Cet allongement a concerné plus particulièrement les TPE passant de 107 jours de chiffre d'affaires à 157 jours, et certains secteurs d'activité, notamment le transport et entreposage, les industries extractives ainsi que les activités immobilières et de construction. Cette étude révèle aussi que le taux d'endettement moyen à long terme des entreprises de l'échantillon s'est globalement contracté à 44% en 2018 contre 47% une année auparavant, en lien essentiellement avec le renforcement de leurs capitaux propres.*

---

<sup>11</sup> Soit 72,4% du PIB contre 71,4% en 2018.

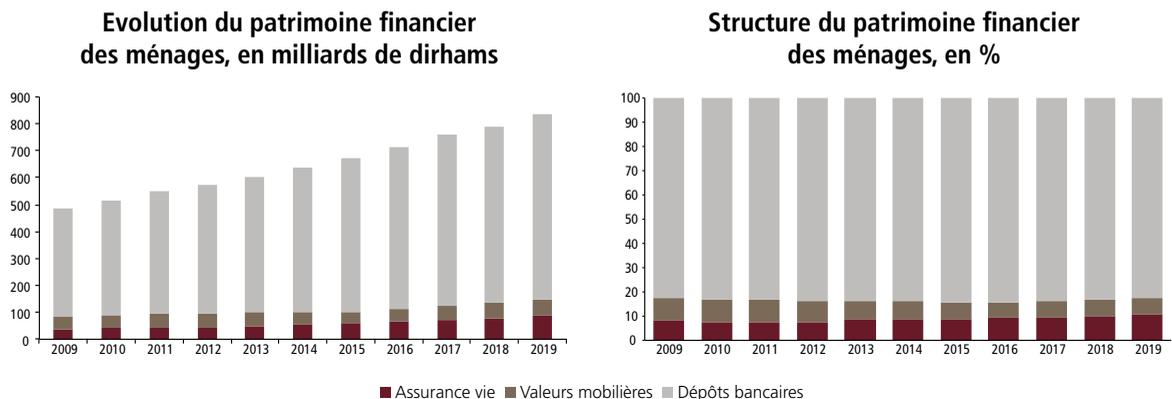
*Les créances en souffrance des entreprises non financières se sont accrues de 5,4% en 2019 au lieu de 0,2% en 2018, maintenant ainsi leur taux de défaut de paiement à 10% de leur dette bancaire, soit 51,2 milliards de dirhams.*

## II.1 MENAGES

### *Amélioration maintenue du patrimoine financier des ménages sous l'effet de la reprise de leurs dépôts auprès des banques et l'accélération de leurs placements en assurance vie*

Le patrimoine financier des ménages s'est élevé à 833 milliards de dirhams à fin 2019, s'inscrivant en hausse de 5,3% après sa décélération observée une année auparavant à 4,5% après 6,5% en 2017. Cette évolution recouvre une reprise de la croissance des dépôts bancaires et une orientation plus importante des ménages vers les placements en assurance vie comparativement aux placements en valeurs mobilières.

La structure des avoirs financiers des ménages demeure globalement quasi-stable. Leurs dépôts auprès des banques représentent 82,4%, alors que la part de leurs actifs sous forme d'assurance vie a sensiblement augmenté de 0,6 point de pourcentage, s'établissant à 10,4%. La part des placements en valeurs mobilières, quant à elle, est de 7,2%.



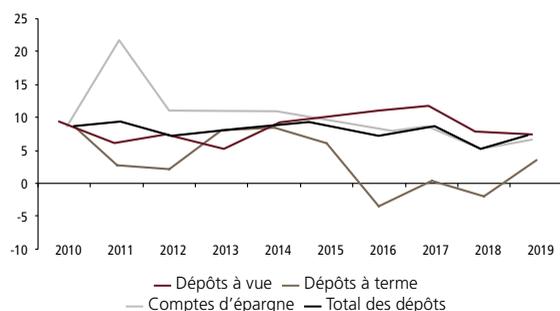
Source : BAM

S'agissant des dépôts des ménages auprès des banques<sup>12</sup>, ils ont enregistré une hausse de 4,3% en 2019 après 3,7% en 2018 et 6,0% en 2017, totalisant 686,3 milliards de dirhams. Les résidents en détiennent une part de 73% et leurs dépôts ont progressé de 5,2%, alors que ceux des marocains résidant à l'étranger n'ont enregistré qu'une hausse très limitée de 0,9%, s'établissant ainsi à près de 185 milliards de dirhams. Les dépôts en devises des particuliers résidents ont progressé de 2,8%, après 0,6% en 2018 ; leur part dans le total des dépôts des particuliers résidents demeure toutefois, limitée à 1%.

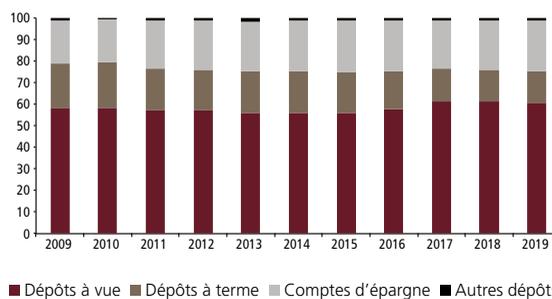
<sup>12</sup> Y compris les banques et fenêtres participatives.

Cette évolution traduit une augmentation aussi bien des dépôts à vue de 4,9% à 414,4 milliards de dirhams, que des comptes d'épargne de 4,7% à 163,4 milliards de dirhams. Parallèlement, les dépôts à terme, atteignant près de 100 milliards de dirhams en 2019, se sont accrus d'une année à l'autre de deux milliards de dirhams (2,4%). Cette progression positive est la première enregistrée après trois années de baisses consécutives, au cours desquelles la part dans le total des dépôts s'est réduite à 14,6% contre de 18,9% en 2015. Au cours de cette période, il a été enregistré une tendance baissière des taux d'intérêt rémunérant les dépôts à terme. Ainsi, les taux moyens pondérés des dépôts à 6 mois et 1 an se sont établis respectivement à 2,72% et 3,01% en 2019 contre 2,77% et 3,09% en 2018 et 2,82% et 3,12% en 2017, alors qu'ils étaient à des niveaux plus importants dans le passé (de 3,42% et 3,81% respectivement il y a dix ans). Les ménages s'orientent ainsi de plus en plus vers d'autres types de placement, notamment l'assurance vie.

**Evolution des dépôts des ménages, en %**



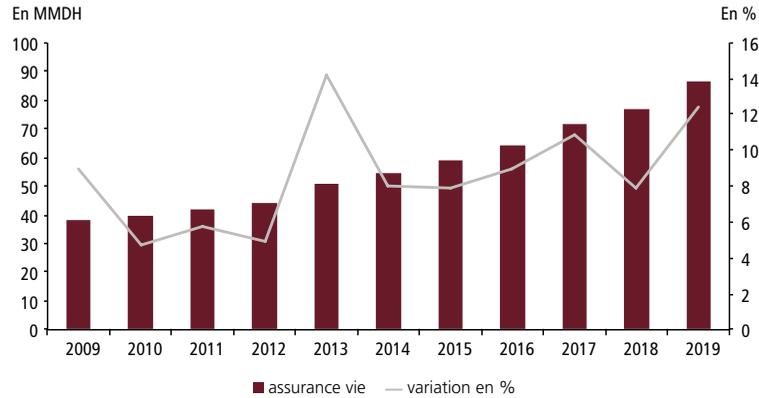
**Structure et évolution des dépôts des ménages, en %**



Source : BAM

Le patrimoine financier des ménages sous forme de produits d'assurance-vie, pour sa part, s'est accru en 2019 de 12,4% après 7,9% une année auparavant. Cette progression reflète l'intérêt de plus en plus croissant des ménages à ce type de placement, en lien essentiellement avec ses avantages fiscaux plus particulièrement pour les salariés.

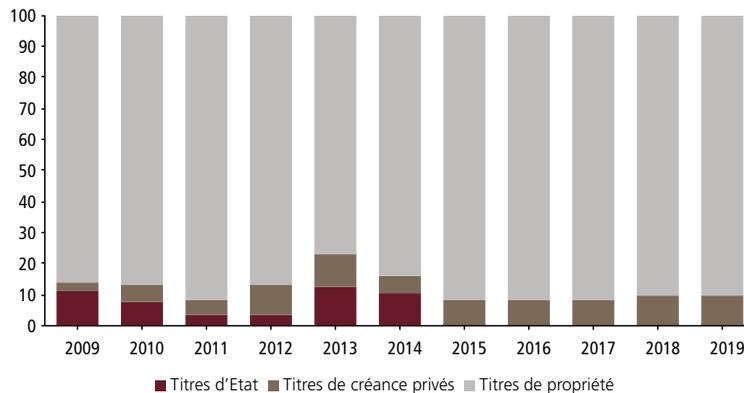
### Evolution de l'assurance vie



Source : ACAPS et calcul BAM

Parallèlement, les placements des ménages en valeurs mobilières ont atteint près de 60 milliards de dirhams, en progression de 7,4% en 2019 contre 9,3% une année auparavant. Ces placements sont composés majoritairement des titres de propriété à plus de 92%, eux-mêmes, constitués d'actions et de titres d'OPCVM, ainsi que des titres de créances privées avec une part de 7,4% en 2019.

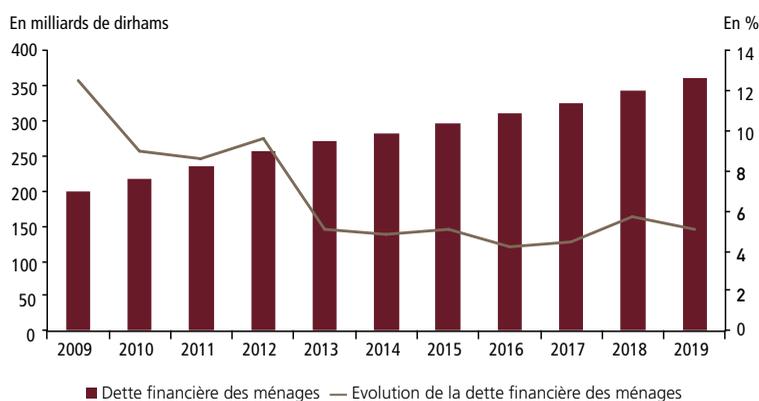
### Composition des valeurs mobilières détenues par les ménages, en %



Source : BAM

***Décélération de la dette des ménages en 2019, reflétant le ralentissement des crédits à l'habitat***

L'encours de la dette des ménages, détenue par les banques et les sociétés de financement, s'est élevé à 358,6 milliards de dirhams<sup>13</sup>, marquant une hausse de 5,1%, en décélération par rapport au niveau de progression de 5,7% enregistré en 2018. Au niveau des bilans bancaires, les prêts aux ménages représentent près d'un tiers du total des crédits accordés. A fin 2019, le montant moyen d'endettement par ménage s'est établi à 43.458 dirhams contre 42.500 une année auparavant<sup>14</sup>.

**Evolution de la dette financière des ménages**

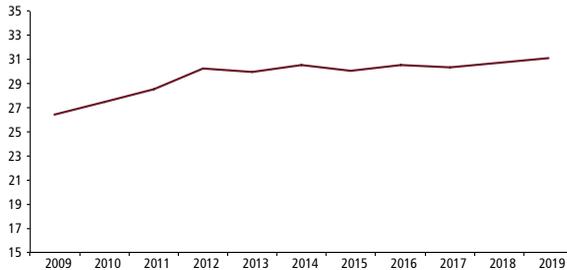
Source : BAM

Rapporté au PIB, cet encours s'est établi à 31,1%, contre 30,8% en 2018, soit un niveau globalement quasi-stable depuis 2014. Comparé à d'autres économies et sous réserve de toutes les spécificités les caractérisant, ce ratio est situé à un niveau plus élevé que celui des pays en développement et certains pays émergents, et demeure en deçà des niveaux observés dans les économies avancées.

<sup>13</sup> Dont 6,5 milliards de dirhams sous forme de financements immobiliers et automobile accordés par les banques et fenêtres participatives, par voie de Mourabaha.

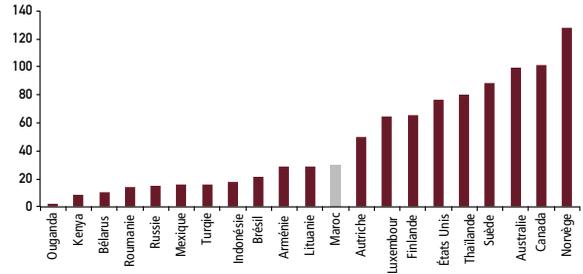
<sup>14</sup> Selon la 15<sup>ème</sup> enquête de Bank Al-Maghrib au titre de l'année 2019.

**Dettes financières des ménages marocains, en % du PIB**



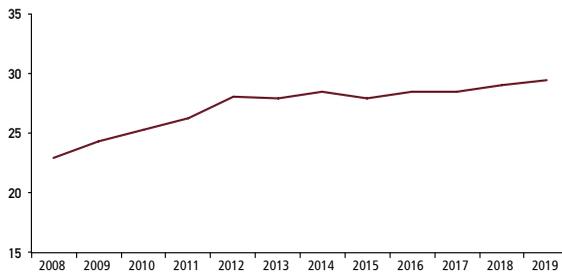
Source : BAM

**Dettes des marocains résidant à l'étranger en % de leurs transferts**



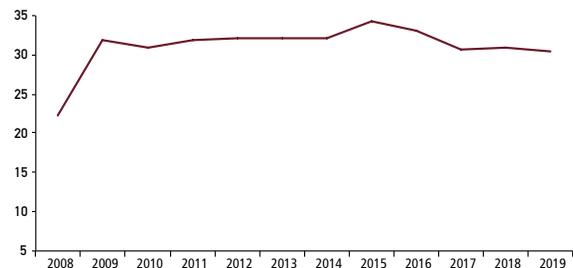
Par lieu de résidence, les crédits aux ménages résidant au Maroc ont ralenti, en enregistrant une croissance de 5,1% contre 6,5% une année auparavant. Leur encours a totalisé 338,9 milliards de dirhams et a enregistré, en pourcentage du PIB, une hausse continue durant les dix dernières années, passant de 24,3% en 2009 à 29,4% en 2019. Parallèlement, la dette des marocains résidant à l'étranger s'est élevée à 19,7 milliards de dirhams, accusant un repli pour la troisième année consécutive de 1,3% après les baisses de 1% et 2% observées en 2018 et 2017. Par rapport à leurs transferts, cette dette représente 30,4%.

**Dettes des ménages résidents, en % du PIB**



Source : BAM

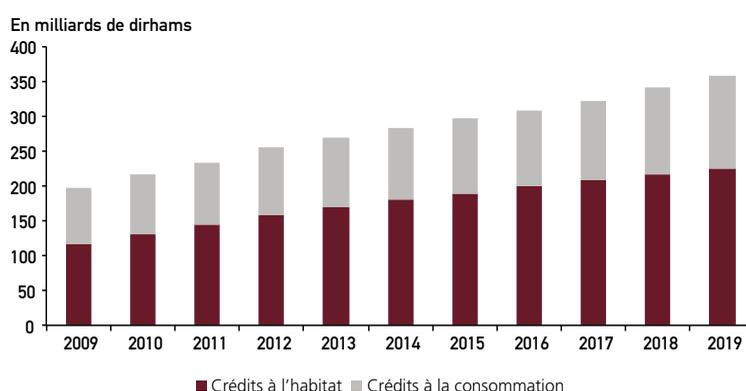
**Dettes des marocains résidents à l'étranger en fonction de leurs transferts, en %**



### *L'essentiel de l'endettement des ménages continue d'émaner des prêts destinés à l'acquisition de logement*

Les ménages ont eu recours aux crédits en bonne partie pour financer leurs acquisitions immobilières. Leur dette est constituée à hauteur de 63% des crédits à l'habitat, en léger retrait par rapport à l'année précédente de 0,8 point de pourcentage, en lien avec la morosité du marché immobilier.

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

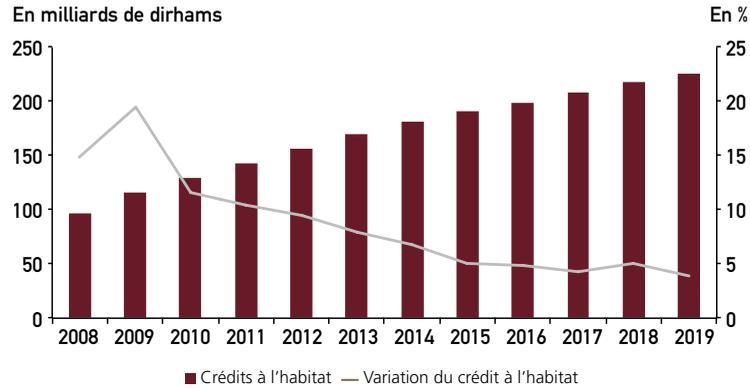


Source : BAM

Le rythme de progression des crédits aux ménages destinés au financement de l'habitat continue sa tendance baissière amorcée en 2010, enregistrant son plus bas niveau en 2019 à 3,8% contre une moyenne de 6,2% entre 2012 et 2018. Ces crédits totalisent un encours de 226 milliards de dirhams, dont 5,7 milliards de dirhams correspondent aux financements Mourabaha immobilière accordés par les banques et fenêtres participatives. Les prêts encouragés par l'État, représentant 19,2% du total des crédits à l'habitat en 2019, d'un encours de 38,5 milliards de dirhams, ont décéléré à 2,1% contre 0,9% en 2018 et 4,5% en 2017. Les crédits Fogarim en constituent plus de 44% ou 19,3 milliards de dirhams.

Le ralentissement des crédits à l'habitat intervient malgré l'assouplissement des conditions financières illustré notamment par la tendance globalement baissière des taux d'intérêts assortissant ces crédits et la quasi-stagnation par rapport à 2018 des prix immobiliers pour l'ensemble des catégories de biens. Le volume de transactions immobilières a ainsi baissé de 3,8% en 2019 après la hausse de 4,8% l'an passé et la production annuelle correspondant aux nouveaux prêts à l'habitat, a poursuivi sa régression en accusant un repli de 3,9% en 2019 après des baisses successives de 3% et de 2% en 2018 et 2017.

### Evolution du crédit à l'habitat



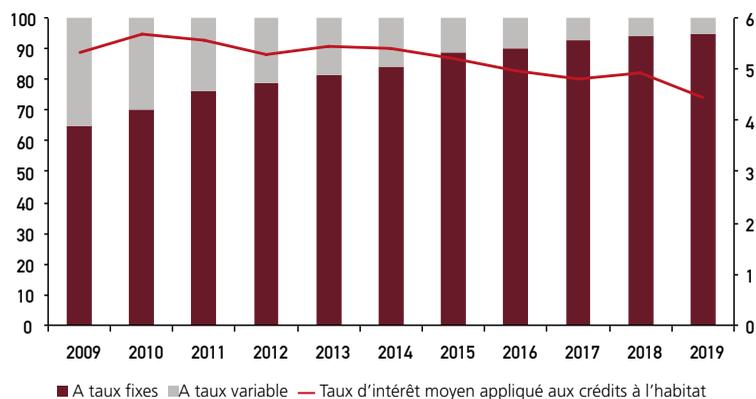
Source : BAM

**Les crédits à l'habitat demeurent majoritairement assortis d'un taux fixe, avec des maturités de remboursement longues**

Les crédits à l'habitat sont octroyés majoritairement à taux fixe, avec une proportion qui ne cesse d'augmenter d'une année à l'autre<sup>15</sup> favorisée par le contexte de taux d'intérêt historiquement bas. En 2019, elle s'est accrue d'un point de pourcentage pour ressortir à 95%. Si les ménages privilégient ce type de taux, les banques se trouvent, quant à elles, exposées au risque de taux, d'autant plus que la maturité desdits crédits est généralement plus longue.

L'analyse par maturité initiale fait ressortir, en effet, une hausse de 3 points de pourcentage à 58% de la part des crédits à l'habitat à durée de remboursement supérieur à 20 ans. Celle des prêts à durée comprise entre 10 et 20 ans s'est établie à 35%, en recul de 3 points par rapport à 2018.

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



Source : BAM

15 Déjà supérieur à 70% depuis l'année 2010.

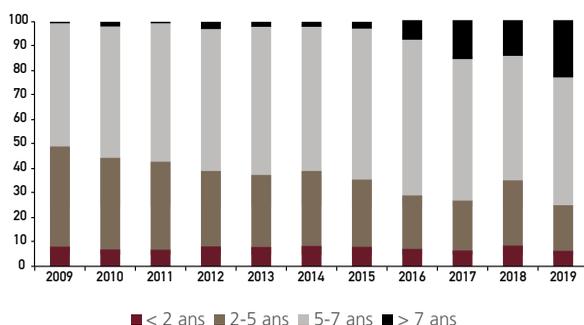
**Les prêts à la consommation ont continué en 2019 leur progression à un rythme soutenu, avec un allongement de plus en plus croissant de leur durée initiale de remboursement**

Les crédits à la consommation ont poursuivi leur croissance soutenue enregistraient une hausse de 7,4% après 7% une année auparavant, pour s'établir à 132 milliards de dirhams<sup>16</sup>. Ces crédits sont distribués à hauteur de 57% par les banques contre 43% par les sociétés de financement spécialisées dans le crédit à la consommation.

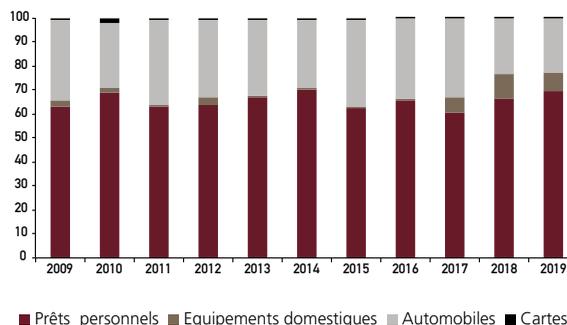
Ces prêts sont majoritairement sous forme de prêts personnels non affectés au financement de projets spécifiques pour une part en hausse à 70%, suivis par ceux destinés à l'acquisition de voiture, sous forme de prêts classiques ou de location avec option d'achat, avec une proportion de 22%.

L'allongement des maturités de remboursement des crédits à la consommation se poursuit. En effet, la proportion des prêts d'une durée initiale de 7 ans et plus dans le total des prêts distribués s'est élargie globalement durant les quatre dernières années. En 2019, cette part s'est établie à 23% en hausse de presque 9 points de pourcentage par rapport à 2018. Les crédits de durée de remboursement comprise entre 5 et 7 ans ont représenté la proportion la plus importante, de 50,5% en 2019 contre 49,5% une année auparavant. Parallèlement, les parts des crédits dont les durées sont comprises entre 2 et 5 ans et inférieures à 2 ans ont baissé, atteignant respectivement 20,7% et 5,7% contre 27,5% et 8,5% en 2018.

**Structure par tranche d'échéance des crédits à la consommation, en %**



**Structure des crédits à la consommation par objet, en %**



Source : BAM

<sup>16</sup> Y compris 686 millions de dirhams sous forme de Mourabaha Automobile et 90 millions de dirhams de Mourabaha équipement.

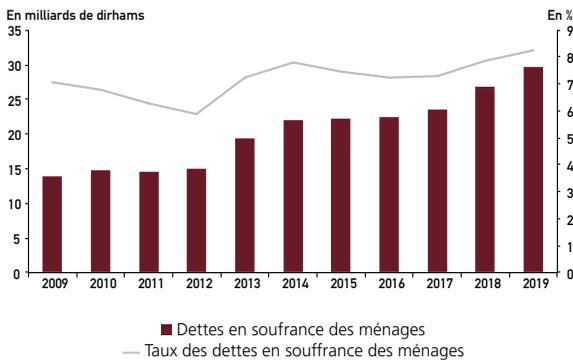
**La tendance haussière des créances en souffrance des ménages s’est poursuivie en 2019**

Le montant des créances en souffrance détenus sur les ménages, par les banques et les sociétés de financement, s’est élevé à 29,6 milliards de dirhams, poursuivant sa hausse importante de 10,4% après 14,1% une année auparavant, soit 2,8 milliards de dirhams de plus d’une année à l’autre. Le taux de défaut des ménages s’est ainsi établi à 8,2% après 7,8% et 7,3% en 2018 et 2017.

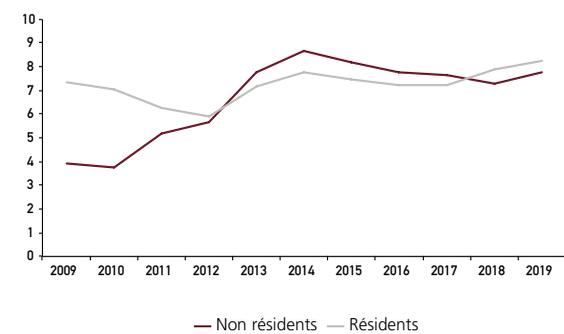
Les particuliers résidents au Maroc ont connu une hausse de 10,7% de leurs créances en souffrance, avec un montant global d’environ 28 milliards de dirhams et un taux de sinistralité de 8,3% en 2019. Parallèlement, les marocains résidant à l’étranger ont cumulé 1,5 milliard de dirhams de prêts non performants, leur taux de sinistralité s’est établi à 7,8% contre 7,3% en 2018.

La dette en souffrance des ménages auprès des banques, cumulant 23,7 milliards de dirhams, a continué à progresser de manière notable, quoiqu’en légère décélération par rapport à l’année précédente. Sa croissance a été de l’ordre de 11,8% après 15,1%, ramenant ainsi son taux de défaut à 7,9% réparti entre 6,5% pour les prêts à l’habitat et 12,1% pour les prêts à la consommation. Au niveau des sociétés de crédit à la consommation, le montant des créances en souffrance s’est établi à 5,9 milliards de dirhams, soit un taux de défaut de 10,2% contre 10,4% une année auparavant.

**Evolution des créances en souffrance des ménages**



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



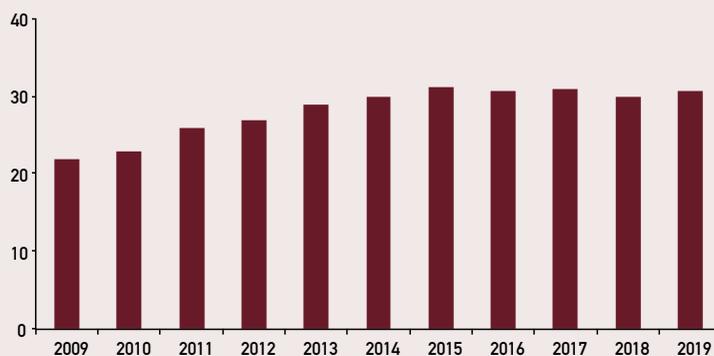
Source : BAM

### Encadré n°2 : Analyse de l'endettement financier des ménages

Le présent encadré expose les résultats d'analyse de l'endettement financier d'un ensemble d'individus et leurs caractéristiques (catégorie socio-professionnelle, tranche d'âge et de revenu). Un focus particulier est effectué sur les personnes les plus endettées, ayant une charge d'endettement supérieure à 40% par rapport à leur revenu.

L'analyse s'appuie sur un lot de données recueillies auprès des établissements de crédit\* et porte sur près de 400.000 dossiers de crédits à la consommation au profit des particuliers ayant renouvelé ou contracté un crédit courant l'année 2019. Après traitement et fiabilisation des données, le taux d'endettement ressort en moyenne à 31%, reflétant un niveau d'endettement quasi-similaire à celui des cinq dernières années à partir des données collectées.

Taux d'endettement moyen, en %



Source : établissements de crédit-calculs BAM

(\*) Principales sociétés de crédit à la consommation et certaines banques

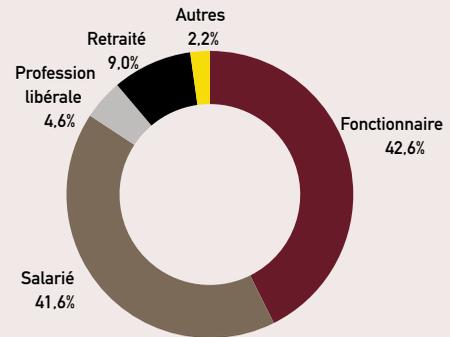
## Encadré n°2 : Suite

### Répartition des bénéficiaires par catégorie socio-professionnelle, et par tranches de revenu et d'âge

Selon la catégorie socio-professionnelle, les fonctionnaires représentent 42,6% des bénéficiaires de nouveaux crédits analysés, avec un taux d'endettement moyen de l'ordre de 34%. Les salariés, occupent la deuxième position, avec une part de 41,6% des crédits octroyés, et une charge d'endettement constituant 28,3% de leur revenu. Les retraités et les personnes exerçant une profession libérale, ayant des parts respectives de 9,0% et 4,6%, supportent respectivement une charge d'endettement de 28,5% et 26,4%.

Selon la tranche de revenu, les personnes ayant des revenus supérieurs à 6.000 dirhams, cumulent près de 66% des crédits accordés. Celles de revenu compris entre 4.000 et 6.000 dirhams et celles ayant un revenu inférieur à 4.000 dirhams totalisent respectivement 20,4% et 13,4% du montant global financé, avec des charges de dette de 30,9% et 30%.

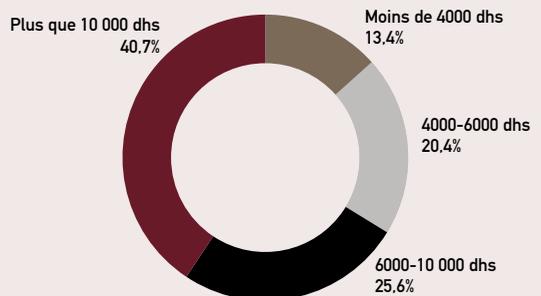
#### Répartition des bénéficiaires\*\* par catégorie socioprofessionnelle, en %



Source : établissements de crédit-calculs BAM

(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2019

#### Répartition des bénéficiaires\*\* par tranche de revenu, en % du total du crédit accordé en 2019



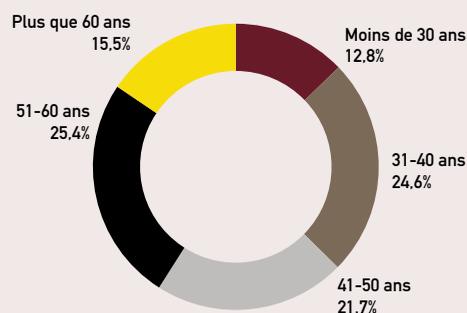
Source : établissements de crédit-calculs BAM

(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2019

### Encadré n°2 : Suite

La répartition des bénéficiaires selon leur tranche d'âge n'a pas connu d'évolution significative comparativement aux années passées puisque les individus âgés de 41 à 60 ans, représentent une part de 47,1% des bénéficiaires. Leur taux d'endettement moyen se situe à 33,1% pour la tranche d'âge de 41 à 50 ans et à 33,4% pour celle allant de 51 à 60 ans. Les personnes âgées de plus de 60 ans ont une charge d'endettement moyenne de 27,9% et représentent 15,5% des bénéficiaires. Les jeunes, de 31 à 40 ans ont un taux d'endettement de 30,2%, avec une part de 24,6%, alors que les plus jeunes, qui ont moins de 30 ans, sont endettés à hauteur de 25,6% et représentent près de 13% des dossiers examinés.

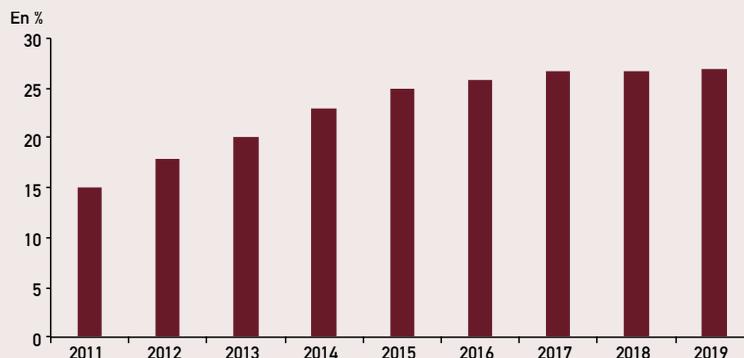
Répartition des bénéficiaires \*\* par tranche d'âge, en %



Source : établissements de crédit-calculs BAM

(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2019

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



Source : établissements de crédit-calculs BAM

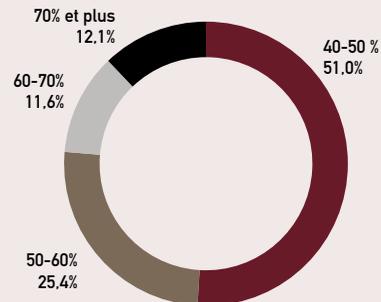
(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2019

La part des bénéficiaires de nouveaux crédits, dont la charge d'endettement est supérieure à 40%, s'est établie à 26,9%, en hausse de deux points de base par rapport à 2018.

## Encadré n°2 : Suite

Parmi les personnes les plus endettées, celles ayant une charge de dette par rapport au revenu, comprise entre 40% et 50%, représentent 51%, suivies par celles dont le taux moyen d'endettement est situé entre 50% et 60%, avec une part de 25,4%. Les individus dont le taux d'endettement est supérieur à 60%, forment près de 24% des dossiers examinés.

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

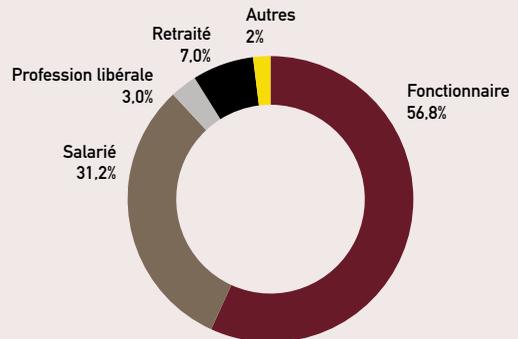


Source : établissements de crédit-calculs BAM

(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2019

Les personnes endettées à plus de 40% de leur revenu sont majoritairement des fonctionnaires et des salariés à hauteur de 88% et cumulant près de 86% des financements accordés. En moyenne, leurs taux d'endettement se situent respectivement à 55,4% pour les fonctionnaires et 55% pour les salariés. Les retraités n'en représentent que 7% avec un taux d'endettement moyen avoisinant 50%, suivis par les individus exerçant une profession libérale, représentant quant à eux, une proportion de seulement 3% et dont la charge de leur dette est située à 58,7% en moyenne par rapport à leur revenu.

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



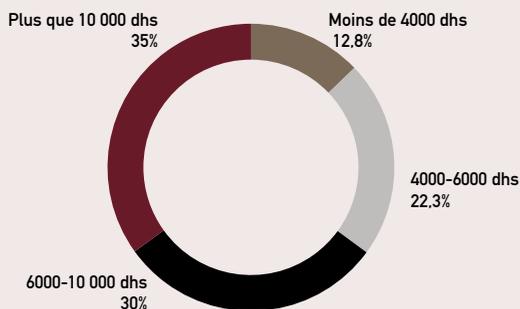
Source : établissements de crédit-calculs BAM

(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2019

### Encadré n°2 : Suite

Les personnes ayant des revenus supérieurs à 6.000 dirhams, représentent près de 53% en moyenne de l'ensemble des individus endettés à un niveau supérieur à 40% de leur revenu. Ils cumulent 65% des nouveaux crédits accordés. Les individus de revenu compris entre 4.000 et 6.000 dirhams et ceux ayant un revenu inférieur 4.000 dirhams représentent des parts respectivement de 26,5% et 20,4%. Ils totalisent 22,3% et 12,8% en moyenne du montant global financé, avec des charges de dette de 52,6% et 54,7%.

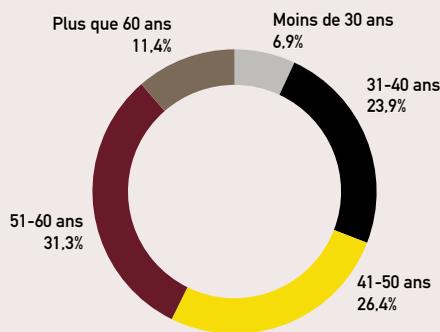
#### Répartition des bénéficiaires\*\* de crédit ayant un taux d'endettement supérieur à 40%, par tranche de revenu selon leur part dans le total du crédit accordé



(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2019

Les bénéficiaires, dont l'âge est compris entre 51 et 60 ans, représentent la plus grande proportion de près de 31,3% en moyenne, avec une charge de dette par rapport au revenu de l'ordre de 55,3%. Ce taux se situe à 54,6% pour la tranche d'âge de 41 à 50 ans et de 52,2% pour celle allant de 31 à 40 ans. Les plus jeunes, qui ont moins de 30 ans représentent 6,9% des dossiers examinés, sont endettés en moyenne à hauteur de 50% par rapport à leur revenu. Par ailleurs, les plus âgés de plus de 60 ans représentent près de 11,4% des endettés, avec une dette s'élevant à 51,2% de leur revenu.

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



Source : établissements de crédit-calculs BAM

(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2019

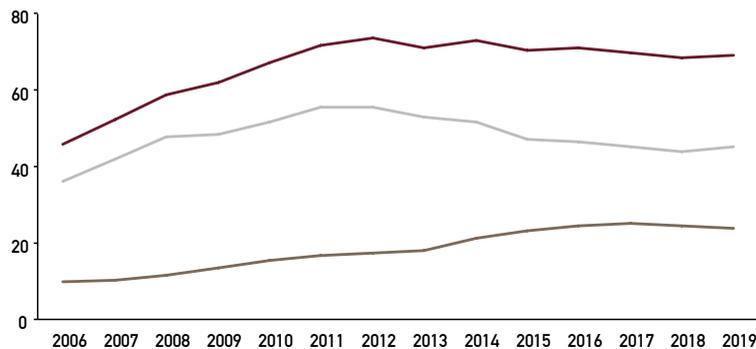
## II.2 ENTREPRISES NON FINANCIÈRES

### *L'accroissement de la dette financière des entreprises non financières s'est redressé, tiré essentiellement par les entreprises privées*

Le rythme de croissance de l'endettement financier des entreprises non financières s'est redressé à 4% pour atteindre 790 milliards de dirhams, après un ralentissement à 1,8% en 2018. Cette reprise est attribuable principalement à l'accélération de la dette des entreprises non financières privées de 5,2% à fin 2019 contre 1,5% une année auparavant. L'endettement des entreprises publiques, pour sa part, poursuit sa décélération, son accroissement est revenu à 1,9%, après 2,3% en 2018 et 6,2% en 2017.

Rapportée au PIB, la dette financière des entreprises s'est établie à 69,3% en 2019 contre 68,6% un an auparavant.

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



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

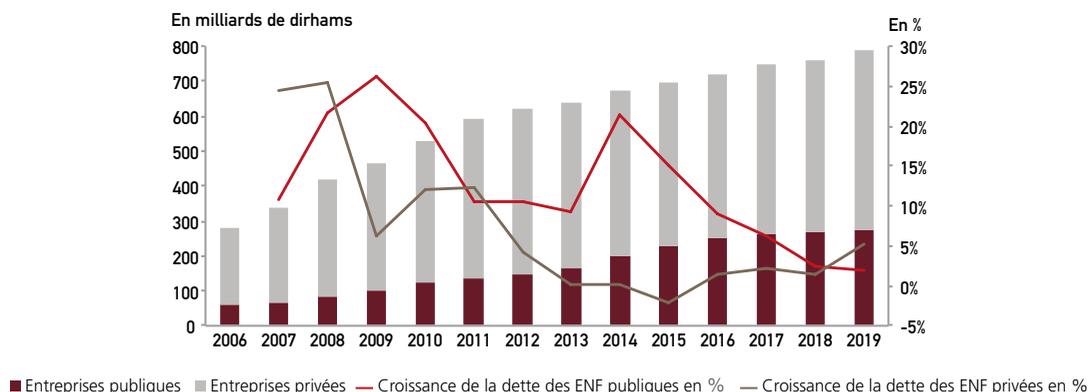
Source : BAM

La dette financière des entreprises privées s'est accrue pour représenter 45,1% du PIB à fin 2019 contre 44,2% un an plus tôt. Le redressement de l'endettement financier de ces entreprises est tiré essentiellement par l'appréciation de leur dette bancaire<sup>17</sup>, représentant leur principale source de financement (89%), qui a progressé de 6% après un ralentissement de 0,8% une année auparavant. Ces entreprises ont vu, en revanche, leur dette de marché baisser de 7,5% pour s'établir à près de 25 milliards de dirhams. S'agissant de leur endettement extérieur, sa progression a décéléré à 4,4% après 15,8% en 2018.

<sup>17</sup> Y compris les financements accordés par les sociétés de crédit-bail et d'affacturage.

Parallèlement, le ralentissement de l'endettement financier des entreprises non financières publiques se poursuit à 1,9% à fin 2019 contre une croissance moyenne de 10,8% enregistrée sur la période 2014-2018. Cette décélération est tirée principalement par un recul de 1,1% de leur dette étrangère (représentant 64% de leur endettement global) après une baisse de 0,8% une année auparavant.

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

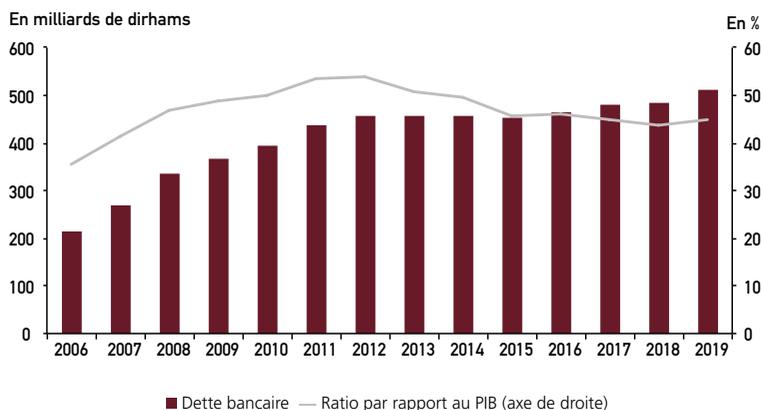


Source : BAM

### *La croissance de la dette bancaire des entreprises non financières s'est redressée, tandis que leur dette extérieure s'est légèrement contractée*

La dette bancaire qui représente 65% de l'endettement global des entreprises non financières, a totalisé près de 512 milliards de dirhams en 2019, en progression de 5,4% après deux décélérations consécutives de 2,8% et 1,2% en 2017 et 2018. Son niveau par rapport au PIB s'est apprécié pour se situer à 44,7%, après avoir reculé à 44,1% à fin 2018.

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

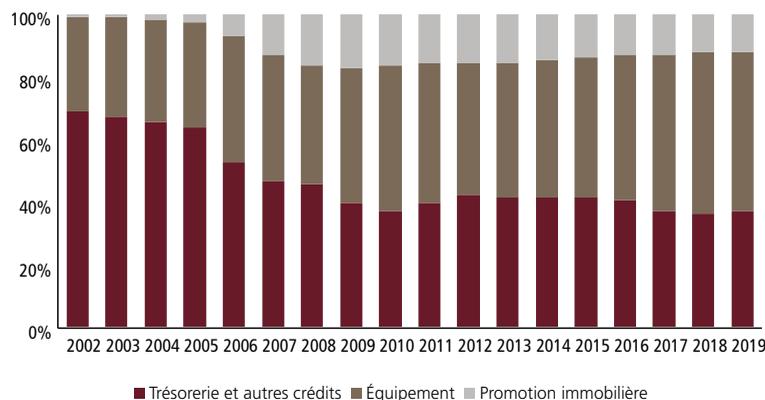


Source : BAM

L'endettement bancaire des entreprises non financières a été orienté essentiellement vers le financement de l'acquisition des biens d'équipement, à hauteur de 51% environ, suivi par les crédits de trésorerie avec une part de 37%, alors que les crédits à la promotion immobilière ont représenté près de 12%.

Après avoir marqué une baisse de 1,3% en 2018, les crédits de trésorerie ont progressé de 7,9% à fin 2019. De façon similaire, les crédits accordés à la promotion immobilière ont accusé une hausse de 3,2% en 2019 après une contraction à 2,6% en 2018, s'établissant ainsi à 61 milliards de dirhams. Par ailleurs, la progression des crédits d'équipement s'est maintenue à 4,2% à fin 2019.

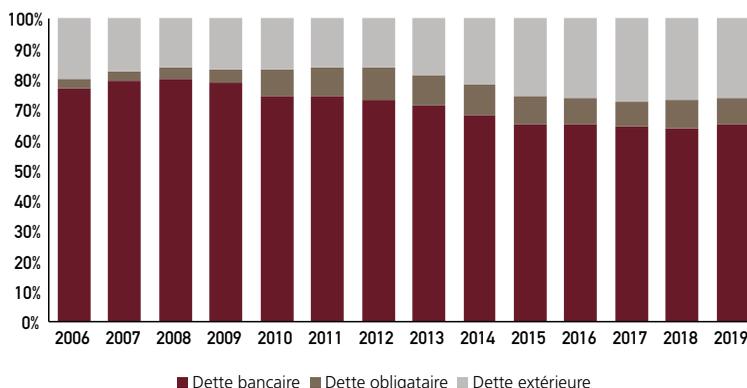
#### Evolution de la composition de la dette bancaire des entreprises non financières, en %



Source : BAM

Pour sa part, la dette obligataire s'est accrue, d'une année à l'autre, de plus de 5 milliards de dirhams, soit 7,7% en baisse d'un point de pourcentage par rapport à 2018, pour atteindre près de 74 milliards de dirhams. Le recours des entreprises à la dette obligataire pour le financement de leurs projets s'est situé aux alentours de 9% de leur dette financière, niveau similaire à celui de l'année dernière.

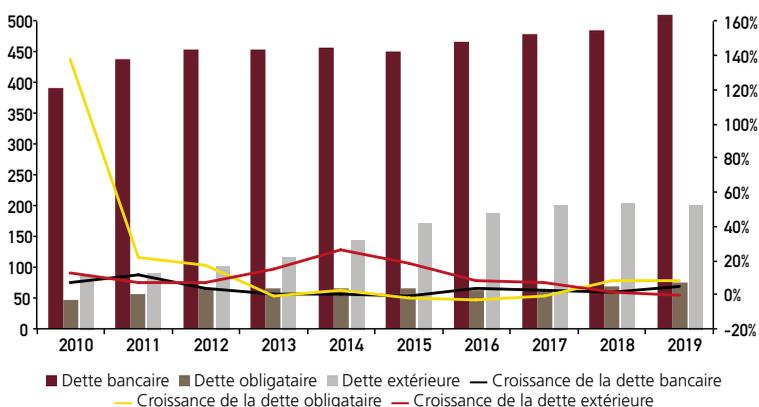
### Composition de la dette financière des entreprises non financières, en %



Source : BAM

La dette extérieure des entreprises non financières a, quant à elle, reculé de 0,4% pour s'établir à près de 205 milliards de dirhams, reflétant ainsi une contraction des financements extérieurs des entreprises publiques de 2 milliards de dirhams par rapport à l'année précédente (-1,1%). Celles-ci détiennent près de 85% de l'endettement extérieur des entreprises non financières.

### Evolution des composantes de la dette financière des entreprises non financières

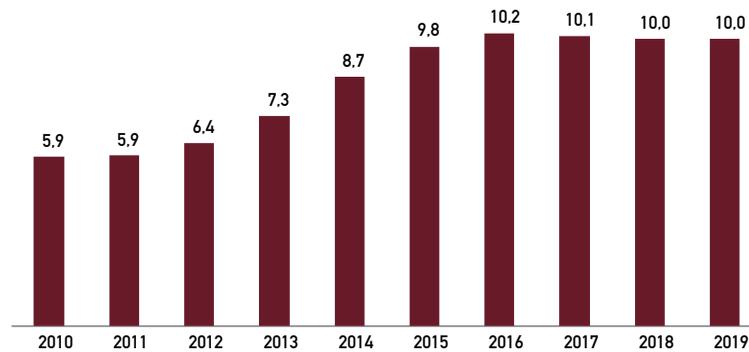


Source : BAM

Le rythme de progression du montant des créances en souffrance (CES) des entreprises non financières a rompu avec sa tendance baissière amorcée depuis 2014, en enregistrant une accélération de 5,4% pour s'établir à près de 51 milliards de dirhams en 2019 contre une progression de 0,2% à fin 2018. Cet accroissement de la sinistralité concerne la plupart des secteurs d'activité,

mais de manière différenciée. Le taux de défaut des entreprises non financières, s'est situé à 10%, niveau similaire à celui enregistré en 2018.

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



Source : BAM

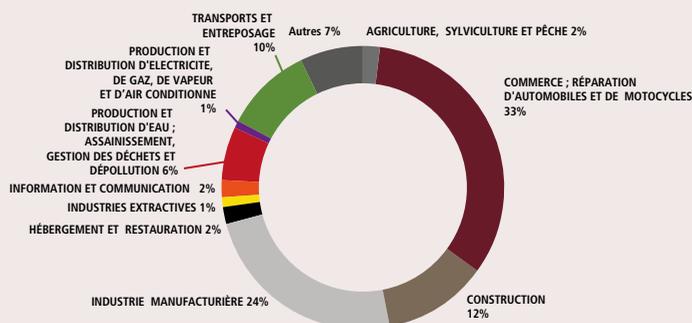
Les dettes en souffrance des entreprises opérant dans le secteur du tourisme ont affiché la progression la plus élevée avec un accroissement de 20,9% à fin 2019 contre une baisse de 13,7% en 2018, faisant ainsi ressortir un taux de défaut de 25,3%. Les créances en souffrance détenues sur les entreprises des secteurs de l'industrie manufacturière et le BTP ont augmenté de 12,9% ramenant leur taux de sinistralité à 16,4% et 8,6% respectivement en 2019. Par ailleurs, le taux de défaut moyen des entreprises du secteur du « Commerce » est passé de 13,6% à 12,5% d'une année à l'autre, marquant une baisse de l'encours des dettes en souffrance des entreprises de ce secteur de 4,1% en 2019 contre une hausse de 5,1% une année auparavant.

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

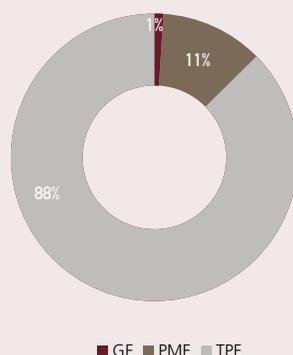
Cet encadré présente les résultats d'une étude portant sur l'évolution de l'endettement financier et commercial d'un échantillon de près de 70.820<sup>18</sup> entreprises non financières, cumulant en 2018 un chiffre d'affaires de 932 milliards de dirhams, une dette financière avoisinant 539 milliards de dirhams<sup>19</sup>, et une dette commerciale de 302 milliards de dirhams. Cette étude s'étale sur une période de cinq ans allant de 2014 à 2018, date la plus récente de disponibilité des états financiers.

L'échantillon se répartit comme suit :

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



#### Répartition du nombre d'entreprises de l'échantillon par taille<sup>20</sup>



<sup>18</sup> Entreprises pour lesquelles les données comptables ont été réunies et fiabilisées, selon le processus de qualification de Bank Al-Maghrib.

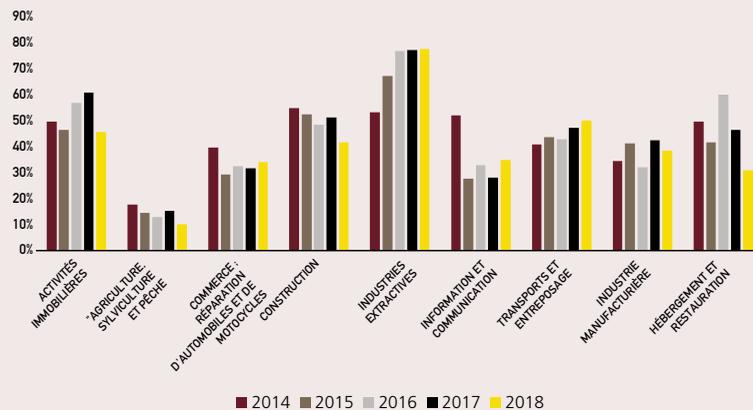
<sup>19</sup> Représentant plus de 71% de la dette globale des entreprises marocaines.

<sup>20</sup> Selon la définition de l'Observation de la TPME et Maroc TPME, on entend par GE les entreprises dont le chiffre d'affaires annuel est supérieur à 175 millions de dirhams ; PME celles avec un chiffre d'affaires situant entre 3 et 175 millions de dirhams ; TPE celles dont le chiffre d'affaires est inférieur à 3 millions de dirhams

### Encadré N°3 : Suite

Le taux d'endettement moyen global à long terme<sup>21</sup> des entreprises de l'échantillon s'est situé à 44% en 2018, contre 47% une année auparavant en lien essentiellement avec le renforcement de leurs capitaux propres. Ce repli recouvre des divergences sectorielles où les entreprises opérant dans le secteur de l'industrie extractive ont connu la plus forte hausse du taux d'endettement, passant de 53% en 2014 à 78% à fin 2018, suivies par les entreprises appartenant au secteur des Transports et Entreposage (50% contre 41%). Par ailleurs, les plus faibles taux d'endettement à long terme sont enregistrés par les entreprises des secteurs de « l'agriculture, sylviculture et pêche » et de « l'hébergement et restauration » avec respectivement 10% et 31%. La plus importante contraction de l'endettement à long terme est observée chez les entreprises des secteurs de l'hébergement et restauration et activités immobilières, qui ont vu leur dette financière reculer respectivement de 46% à 31% et de 61% à 46% de leurs capitaux permanents, entre 2017 et 2018.

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



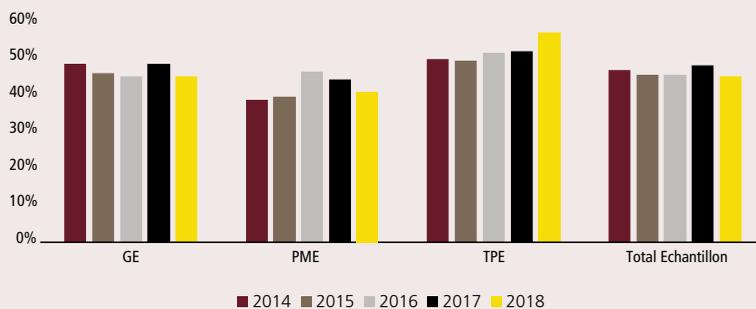
Source : OMPIC, calculs BAM

Par catégorie d'entreprises, les très petites entreprises (TPE) ont affiché, une dette représentant 56% de leurs capitaux permanents, soit le taux d'endettement moyen le plus élevé en 2018, en hausse de 5% d'une année à l'autre. A contrario, le taux d'endettement des grandes entreprises (GE) et des petites et moyennes entreprises (PME) a marqué un recul de 3% et 2% respectivement pour s'établir à 44% et 41% en 2018.

<sup>21</sup> 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

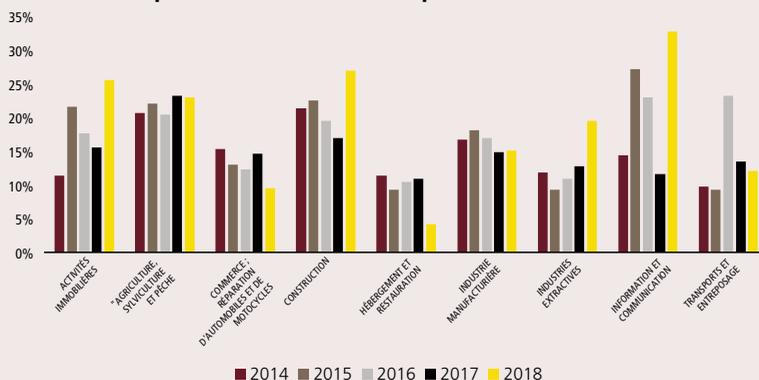
#### Evolution du taux d'endettement à long terme des entreprises de l'échantillon - par taille



Source : OMPIC, calculs BAM

Outre l'endettement de long terme, les entreprises de l'échantillon ont également recouru au financement à court terme, pour financer leurs besoins en trésorerie, qui s'est maintenu à un niveau similaire à celui enregistré l'année précédente et qui a représenté 14% de leur chiffre d'affaires. Les disparités sectorielles sont particulièrement marquées et sont pour certaines inhérentes à la nature d'activité. Les entreprises relevant des secteurs de « l'Information et Communication » et de la « Construction » ont disposé de la dette de trésorerie la plus élevée, représentant 33% et 27% de leur chiffre d'affaires, contre 12% et 17% un an auparavant. Cette situation traduit un fort niveau d'endettement à court terme venant s'ajouter à la dette de long terme conjuguée à une quasi-stagnation de la progression de leur chiffre d'affaires. Quatre autres secteurs ont affiché un niveau supérieur de dette de trésorerie par rapport à la moyenne de l'échantillon : il s'agit des secteurs des Activités Immobilières (26%), Agriculture, Sylviculture et Pêche (23%), Industrie Extractives (19%) et Industrie Manufacturière (15%).

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

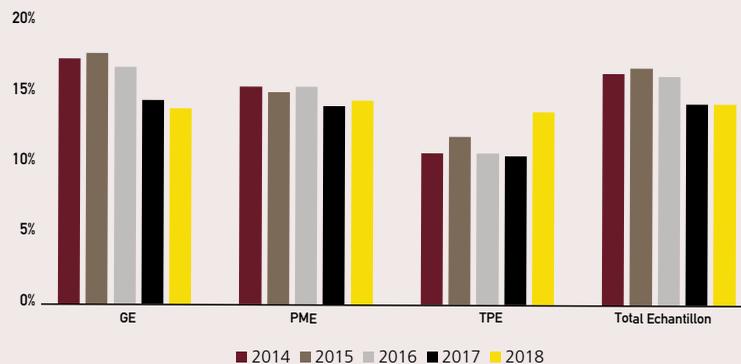


Source : OMPIC, calculs BAM

### Encadré N°3 : Suite

Par taille, le financement à court terme est légèrement plus élevé au niveau des grandes entreprises et des PME représentant en moyenne 14% de leur chiffre d'affaires, soit le même niveau qu'en 2017, tandis que les TPE ont accusé un accroissement de leur dette de trésorerie passant de 10% à 13% de leur chiffre d'affaires en 2018.

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

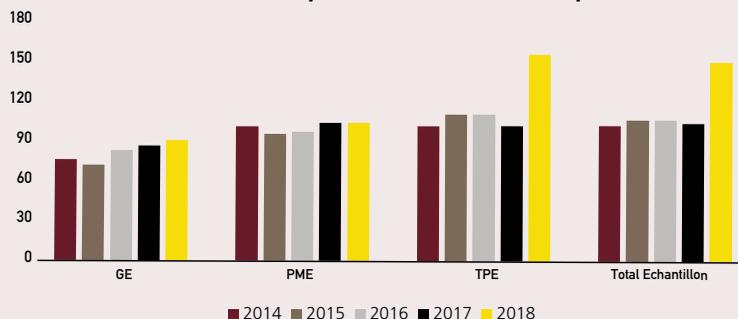


Source : OMPIC, calculs BAM

En plus de l'endettement financier, les entreprises de l'échantillon ont eu recours à l'endettement commercial qui s'est légèrement apprécié sur la période 2014-2018. Issus des états financiers, les délais de paiement accordés aux entreprises de l'échantillon par leur clientèle ont connu une progression significative en 2018, pour atteindre 151 jours de chiffre d'affaires contre un délai moyen aux alentours de 107 jours en 2017, notamment sous l'effet de l'allongement important des délais de paiement clients de la TPE qui disposent en général d'un pouvoir de négociation limité. Au regard de la taille, les créances clients se situent toujours à des niveaux très élevés pour le segment de la TPE représentant 157 jours de leur chiffre d'affaires en 2018, en hausse de 50 jours de leur CA d'une année à l'autre, suivi par la PME affichant un délai de règlement de la part de leurs clients de 107 jours de CA contre 105 l'année précédente, tandis que la GE continue d'accuser les délais de paiement clients les plus courts avec 92 jours de leur chiffre d'affaires (+5 jours de CA) à fin 2018.

### Encadré N°3 : Suite

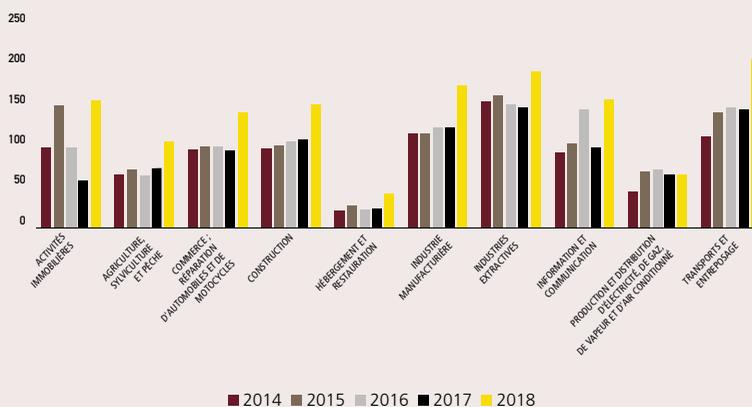
**Evolution des créances clients moyennes en jours de Chiffre d’Affaires des entreprises de l’échantillon - par taille**



Source : OMPIC, calculs BAM

L’analyse sectorielle des délais de paiement des clients révèle une situation contrastée. Les secteurs « Transport et Entreposage », « Industries Extractives » et « Industrie Manufacturière » ont subi les délais de règlement clients les plus élevés avec des créances clients reflétant respectivement 210, 194 et 176 jours du chiffre d’affaires en 2018, contre 150, 151 et 126 jours de chiffre d’affaires à fin 2017. Tandis que les entreprises du secteur « Hébergement et restauration » bénéficient des délais de règlement les plus courts de la part de leurs clients de 43 jours de chiffre d’affaires, compte tenu de la nature de leur clientèle qui est structurellement composée de particuliers. L’allongement le plus important des délais de paiement clients, d’une année à l’autre, s’est produit au niveau des entreprises relevant des secteurs « Activités Immobilières » et « Information et Communication » qui ont vu leurs créances clients augmenter respectivement de près de 67 et 57 jours de leur chiffre d’affaires, se situant ainsi à 159 et 158 jours de chiffres d’affaires en 2018.

**Évolution de la dette moyenne clients en jours de chiffre d’affaires des entreprises de l’échantillon - par secteur d’activité**



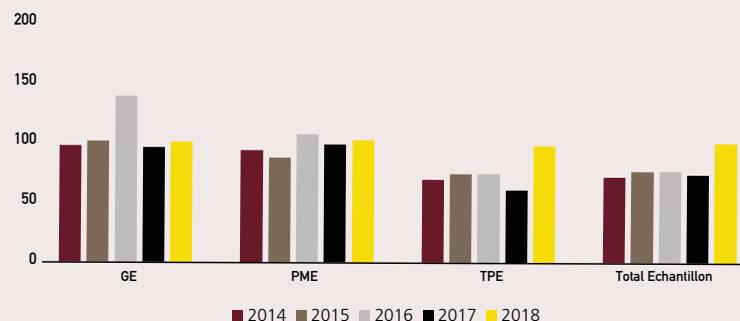
Source : OMPIC, calculs BAM

### Encadré N°3 : Suite

S'agissant des délais de paiement fournisseurs, le crédit interentreprises observé au niveau de l'échantillon a globalement progressé de 33 jours pour se situer à 105 jours d'achats en 2018. Les trois segments d'entreprises ont affiché une progression de leur dette fournisseurs, à des rythmes différenciés, qui s'est établie en moyenne à 111 et 104 jours d'achats respectivement pour la PME et la TPE à fin 2018. La GE, disposant d'un pouvoir de négociation élevé, a maintenu des délais de règlement fournisseurs relativement élevés se situant à 118 jours d'achats.

En outre, les TPE auraient répercuté la hausse importante des délais de paiement de la part de leurs clients qu'elles ont subie en 2018 (+50 jours de CA) sur leurs fournisseurs en augmentant leurs délais de règlement de 37 jours d'achats en 2018, alors que ces délais de paiements fournisseurs s'étaient rétrécis de 6 jours entre 2016 et 2017 pour ce segment d'entreprises en lien principalement avec la contraction des délais de paiement de leurs clients en 2017 qui sont revenus de 111 à 107 jours de CA.

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

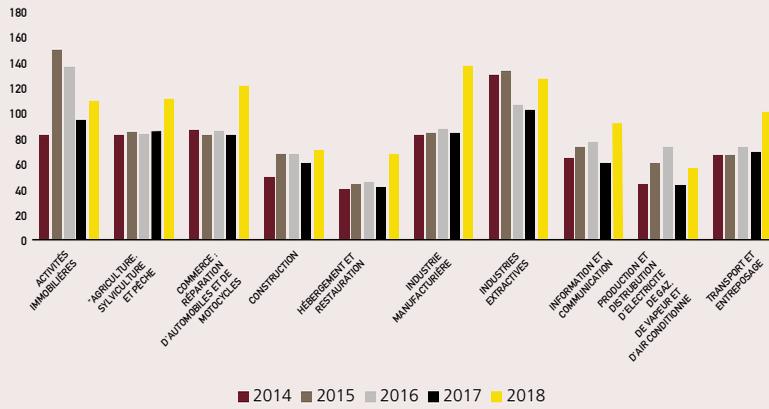


Source : OMPIC, calculs BAM

L'analyse sectorielle de l'évolution des délais de paiement fournisseurs fait ressortir que l'ensemble des secteurs d'activité des entreprises de l'échantillon ont enregistré un accroissement de ces délais. Néanmoins, les entreprises opérant dans les secteurs « Industrie manufacturière », « Industries Extractives » et « Commerce, réparation d'automobiles et de motocycles » ont affiché les délais de règlement des fournisseurs les plus importants respectivement 139, 130 et 123 jours d'achats en 2018 contre 86, 106 et 85 jours d'achats une année auparavant. En revanche, les entreprises relevant des secteurs « Hébergement et Restauration » et « Production et distribution d'électricité, de gaz et d'eau » ont dégagé les délais les plus courts de règlement de leurs fournisseurs représentant respectivement 68 et 57 jours de leurs achats.

### Encadré N°3 : Suite

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



Source : OMPIC, calculs BAM

# **CHAPITRE 3**

## **SOLIDITE DES INSTITUTIONS FINANCIERES**



## **APERÇU**

*Au terme de l'année 2019, le secteur bancaire continue d'afficher une bonne situation financière au regard des indicateurs et ratios de rentabilité, de liquidité et d'adéquation des fonds propres.*

*Sur le plan de la rentabilité, les banques ont réalisé un résultat net positif de 12 milliards de dirhams, en progression de 8% par rapport à l'année précédente, reflétant un accroissement du produit net bancaire sous l'effet d'une progression significative du résultat des opérations de marché et une diminution du coût du risque de 8,1% après la forte hausse de 15,9%, enregistrée une année auparavant.*

*S'agissant de la qualité des actifs, les créances en souffrance des banques ont poursuivi leur tendance haussière, culminant près de 70 milliards de dirhams et représentant 7,5% des crédits distribués par le secteur bancaire en 2019, contre 7,3% une année auparavant. En termes de couverture, les provisions relatives à ces créances ont augmenté de 7,3%, maintenant le taux de couverture à 69%. De plus, les banques ont constitué des provisions à caractère général, d'un montant de 10,6 milliards de dirhams permettant de couvrir les créances sensibles.*

*Parallèlement, les banques ont continué à renforcer leurs fonds propres prudentiels, en affichant un ratio de solvabilité moyen de 15,6% contre 14,7% en 2018. Le ratio de fonds propres de catégorie 1 s'est inscrit, à son tour, dans la même tendance passant de 10,9% à 11,5% à fin 2019.*

*Sur le plan de la liquidité, une accentuation des besoins des banques a été observée en 2019, suite essentiellement à la hausse significative de la circulation fiduciaire. Dans ces conditions, les banques ont eu recours de manière plus importante aux interventions de la Banque centrale et au refinancement obligataire. Elles ont bénéficié également au dernier trimestre de 2019 d'une injection permanente de près de 11 milliards de dirhams, en raison de l'abaissement du taux de la réserve monétaire de 4% à 2%. Elles affichent, toutefois, un ratio de liquidité LCR (Liquidity Coverage Ratio) au terme de l'année de 159% contre 135% une année auparavant, soit un niveau largement supérieur au seuil réglementaire de 100%.*

*Sur base consolidée, les banques sont parvenues à dégager un résultat net-part du groupe en hausse de 2,3% avec une baisse de 3,1% du coût des risques. La rentabilité de leurs actifs et celle de leurs fonds propres se sont établies respectivement à 0,8% et à 9,7% contre 0,9% et 10,7% en 2018. S'agissant de leur solvabilité, le ratio moyen global ressort à 13,9% et celui des fonds propres de catégorie 1 à 10,9% pour des minimas réglementaires de 12% et 9%.*

*S'agissant du secteur des assurances, le volume global des primes a atteint 44,9 milliards de dirhams, en progression de 8,5% contre 6,3% un an auparavant. Les résultats nets ont augmenté, passant de 3,5 à 3,7 milliards de dirhams sous l'effet de l'amélioration de la marge d'exploitation et du solde financier. Le rendement des capitaux (ROE) se maintient à un niveau appréciable à 9,6% contre 9,4% une année auparavant. Quant aux plus-values latentes, elles ont enregistré une augmentation de 24,2% en lien essentiellement avec la performance du marché boursier en 2019 conjuguée à une baisse des taux.*

*La marge de solvabilité s'est située à 413,4% contre 414,7% un an auparavant. Ne couvrant que le risque de souscription, l'excédent de marge devrait baisser de manière significative avec le passage vers un régime prudentiel de solvabilité basée sur les risques qui couvre l'ensemble des risques dans le calcul du capital minimum requis.*

*Par ailleurs, les exercices de stress tests réalisés en mars 2020 ont fait ressortir à cette date la résilience des entreprises d'assurances aux chocs sur le portefeuille actions et immobilier ainsi que ceux résultant de conditions macroéconomiques et techniques défavorables notamment celles en lien avec la pandémie Covid-19.*

*Concernant les régimes de retraite, la sous-tarification des droits acquis dans le cadre de la branche long-terme de la CNSS et du régime général du RCAR conduit à une forte accumulation des dettes implicites (engagements non couverts) des deux régimes. En ce qui concerne le régime des pensions civiles géré par la CMR, sa réforme paramétrique intervenue en 2016 a permis d'équilibrer sa tarification au titre des droits acquis après 2017. Toutefois, l'importance des engagements du régime au titre des droits acquis avant la réforme menace sa pérennité. Le changement du régime d'affiliation des enseignants des Académies régionales d'Education et de Formation (AREF) au régime général du RCAR au lieu du CMR-RPC induirait pour ce dernier une diminution des flux de trésorerie futurs et par conséquent une accélération de l'épuisement de ses réserves.*

*Par ailleurs, les risques émergents liés aux innovations technologiques et aux changements climatiques et leurs incidences sur la stabilité financière constituent aujourd'hui un défi grandissant pour les autorités financières. En effet, les implications et effets disruptifs de la transformation digitale et des innovations technologiques ne manqueront pas d'impacter la sphère financière. L'essor des Fintech et des Insurtech, l'utilisation des Big Data, les modes de financements alternatifs « crowdfunding », le développement du paiement mobile et l'utilisation des technologies de la blockchain sont autant d'exemples des nouvelles tendances qui devraient prendre une place de plus en plus importante dans les secteurs bancaire, assurantiel et des marchés de capitaux.*

*Les risques induits par ces technologies disruptives se sont amplifiés avec la digitalisation accrue et rapide des services financiers. Il s'agit, particulièrement, des risques liés à l'utilisation des technologies informatiques à des fins de blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme, à la protection des consommateurs, et aux accès aux données à caractère personnel et à la recrudescence des cyberattaques ciblant le secteur financier et sa clientèle. Sur ce dernier point, les institutions internationales sont unanimes quant au caractère systémique du risque cyber et à la nécessité de mettre en place un cadre de référence pour le réguler et le surveiller. Au Maroc, les autorités financières ont déjà établi une feuille de route pour la surveillance du cyber risque au sein du système financier national en s'inspirant, à cet effet, des standards internationaux. Dans ce cadre, un diagnostic de la maturité des établissements financiers en matière de cybersécurité a été amorcé selon une démarche concertée entre les trois régulateurs.*

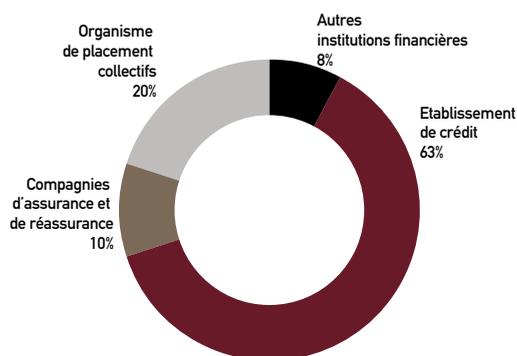
*Sur un autre volet non moins important, les changements climatiques constituent aujourd'hui un challenge pour le secteur financier. Dans ce sens, les risques physiques et les risques liés à la transition vers une économie à bas carbone peuvent entraîner des perturbations et des pertes financières significatives pouvant compromettre la résilience du secteur financier. Une mise en œuvre intégrée des mesures requises nécessiterait à terme des investissements substantiels et des innovations technologiques de grande envergure pour soutenir efficacement la transition susvisée.*

*En conséquence, l'élaboration d'une cartographie des risques climatiques, même si elle demeure encore en gestation tant au plan international que national, s'impose aux trois régulateurs financiers dans le cadre du maintien de la stabilité financière. Bank Al-Maghrib, l'ACAPS et l'AMMC œuvrent pour coordonner progressivement leurs approches d'identification, de surveillance et de mesure des expositions du secteur financier à de tels risques.*

Le système financier marocain est composé de sept catégories d'institutions financières à savoir les établissements de crédit<sup>22</sup>, les organismes assimilés<sup>23</sup>, les compagnies d'assurances et de réassurances, les organismes de prévoyance sociale, les sociétés de bourse, les organismes de placement collectifs<sup>24</sup> et leurs sociétés gestionnaires, ainsi que les infrastructures de marché. En 2019, le secteur financier comporte 51 établissements de crédit, 39 organismes assimilés, 24 entreprises d'assurances et de réassurance, 22 institutions de prévoyance sociale, 17 sociétés de bourse, 480 organismes de placement collectifs, 48 sociétés gestionnaires et 5 infrastructures de marché<sup>25</sup>. Les institutions financières cotées en bourse sont au nombre de 13 réparties entre 10 établissements de crédit et trois compagnies d'assurances représentant, à fin 2019, près de 41% de la capitalisation boursière.

Sa taille, mesurée par le total des actifs de ses composantes susvisées, s'établit à 2 483 milliards de dirhams<sup>26</sup>, soit 216% du PIB contre 211% une année auparavant, en hausse de 6,2% après 6,5% en 2018. Le secteur bancaire<sup>27</sup> reste prédominant et en constitue près de 63%, dont l'essentiel de ses activités est centré sur les métiers traditionnels d'intermédiation financière.

### Structure du système financier marocain en 2019 en termes du total bilan



Source : BAM, ACAPS et AMMC

22 Banques (conventionnelles et participatives) et Sociétés de financement.

23 Banques off-shore, Associations de micro-crédit, Etablissements de paiement, la Caisse de Dépôt et de Gestion et la Caisse Centrale de Garantie.

24 Organismes de Placement Collectifs en Valeurs Mobilières «OPCVM», Organismes de Placement en Capital-risque «OPCR», Fonds de Placement Collectifs en Titrisation «FPCT» et Organismes de Placement Collectif en Immobilier «OPCI».

25 Système des Règlements Bruts du Maroc «SRBM», Sociétés Gestionnaire de la Bourse de Casablanca, Maroclear (Dépositaire Central), Groupement pour un Système Interbancaire Marocain de Télécompensation (GSIMT) et HPS Switch «HPSS».

26 Compte non tenu des organismes de prévoyance sociale.

27 Banques et sociétés de financement

### III.1 SECTEUR BANCAIRE<sup>28</sup>

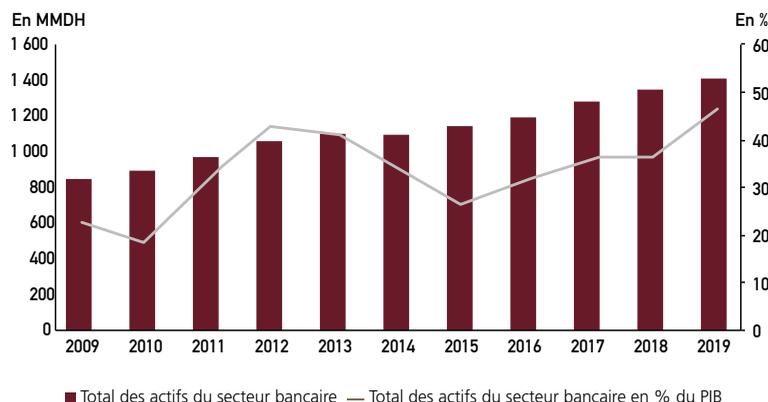
Le secteur bancaire reste dominé par trois grandes banques d'importance systémique à capital privé et majoritairement marocain. Celles-ci contribuent à hauteur de 63,3% dans le total actif, distribuent près de 62,2% des crédits bancaires et détiennent 64,1% des dépôts collectés contre respectivement 64,3%, 63,7% et 65% en 2018. Elles possèdent également 53% des guichets à l'échelle nationale, soit le même niveau que les années dernières.

#### *Poursuite de la progression de l'activité des banques, avec un total bilan représentant 124% du PIB*

L'activité des banques a maintenu sa croissance en 2019 selon le même rythme que l'année précédente. Le total-actif du secteur bancaire s'est accru de 5,9% à 1 428 milliards de dirhams, soit presque le même niveau de croissance que l'an dernier après avoir progressé de 6,2% en 2017. Il représente 124% du PIB contre 122% un an auparavant. La part des banques à capital majoritairement domestique privé dans le total actif est de 64,3% contre 16,4% pour les banques à capital majoritairement étranger et 19,4% pour les banques à capital majoritairement public.

Cette évolution reflète notamment, du côté des emplois, une décélération de l'activité crédits et une hausse du portefeuille-titres et du côté des ressources, un net ralentissement des dépôts de la clientèle et une augmentation du besoin de refinancement des banques auprès de la Banque centrale.

Evolution de la taille du secteur bancaire



Source : BAM

<sup>28</sup> Cette section fait ressortir les principaux indicateurs du secteur bancaire sur base sociale.

**La structure globale du bilan agrégé des banques demeure quasi-inchangée comparativement aux années précédentes**

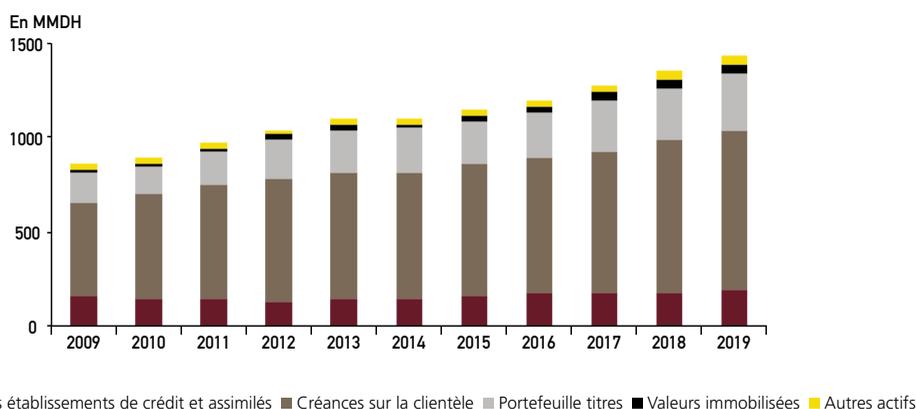
La structure des emplois des banques n'a pas connu de changements significatifs par rapport à 2018. Les crédits à la clientèle nets de provisions continuent de représenter la principale composante, avec une part de 59,5% en 2019, cumulant ainsi près de 850 milliards de dirhams, dont 9,1 milliards de dirhams au titre des concours octroyés par les banques participatives contre 4,6 milliards de dirhams en 2018. L'évolution des prêts bancaires s'est inscrite en décélération, revenant à 5,9% après une hausse de 7,8% en 2018 suite à l'opération d'affacturage du crédit TVA.

Les créances sur les établissements de crédit et assimilés, en hausse de 1,8% se sont établies à 186 milliards de dirhams et ont représenté 13,1% des emplois des banques, contre 13,6% en 2018. En ce qui concerne l'année 2019, ces créances sont constituées principalement de 28% de prêts aux sociétés de financement, 15% de créances sur les banques à l'étranger, 12% de créances vis-à-vis des banques locales et 12% de dépôts auprès de la Banque centrale.

Le portefeuille titres des banques, représentant une part de 21,6% du total des emplois, a progressé de 9,6% en 2019 après sa décélération de 2,6% l'année précédente. Son encours a totalisé 308 milliards de dirhams, dont 52,3% sous forme de bons du Trésor, ayant pour leur part, progressé au titre de l'année 2019 de 9,5% contre 5,7% une année auparavant. Les titres de propriété en représentent 41%, dont près de 44% concernant les titres de participation et emplois assimilés.

La part des actifs bancaires en devises a augmenté de 0,6 point à 8,5%, dont près de 4% sont réalisés avec des non-résidents.

**Evolution de la structure des emplois des banques**



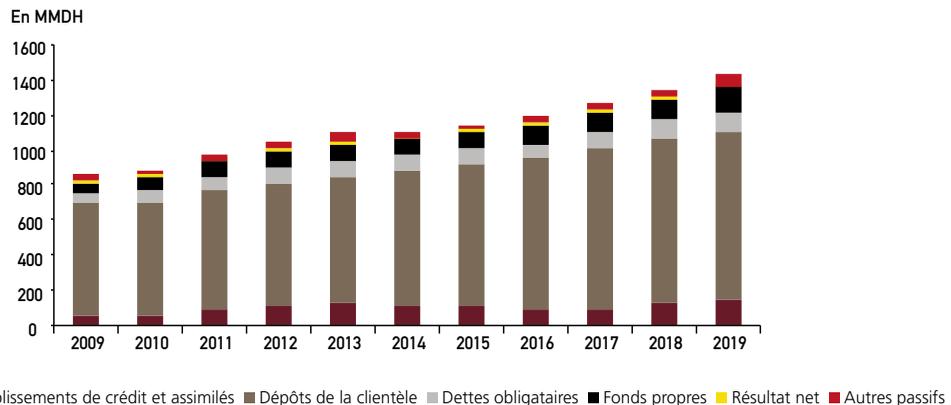
Source : BAM

Du côté des ressources des banques, leur structure fait ressortir une prépondérance des dépôts collectés auprès de la clientèle, malgré la réduction de leur part à 67% après 69% en 2018. D'une année à l'autre, ces dépôts ont augmenté de 28 milliards de dirhams en 2019, soit l'équivalent d'une hausse de l'ordre de 3% et ramenant leur encours global à 957 milliards de dirhams. Les dépôts collectés par les banques et fenêtres participatives ont totalisé 2,6 milliards de dirhams sous forme essentiellement de dépôts à vue détenus par les ménages.

Les dettes envers les établissements de crédit ont cumulé un montant de 142 milliards de dirhams en 2019, représentant près de 10% du total des ressources des banques, en décélération à 7,3% après 31,7% un an auparavant. Cette évolution, quoi que moins importante qu'en 2018, reflète la hausse du refinancement des banques auprès de la Banque centrale, dans un contexte de persistance des besoins de liquidité bancaire.

S'agissant des fonds propres comptables et des dettes obligataires émises par les banques, ils poursuivent leur progression soutenue. Leur volume a atteint en 2019 respectivement 136 et 122,5 milliards de dirhams, en hausses respectives de 10,4% et 16,2% d'une année à l'autre, représentant ainsi, des parts de 9,6% et 8,6% du total des ressources en 2019.

### Evolution de la structure des ressources des banques



Source : BAM

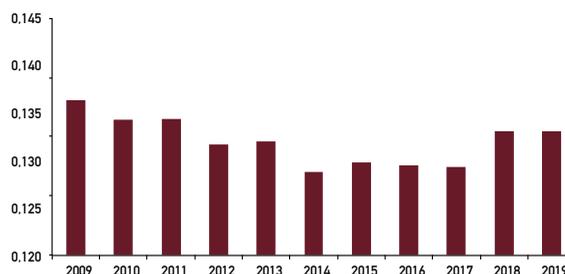
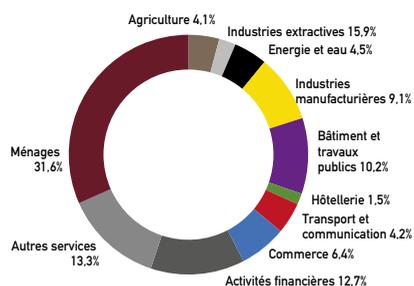
### *Le portefeuille de crédit est diversifié sur le plan sectoriel*

La répartition sectorielle de ces crédits demeure diversifiée et globalement inchangée par rapport aux années précédentes. Les ménages continuent d'en accaparer une part de 32% suivis par les « activités financières » avec une part de 12,6%.

Les crédits accordés aux secteurs d'activité des « bâtiments et travaux publics » ainsi que des « industries » représentent chacun 10,1% et 15,8% du total des crédits dans cet ordre, alors que les secteurs du commerce et celui du transport et communication détiennent des proportions de 6,3% et 4,2% respectivement.

L'indice de concentration IHH<sup>29</sup>, s'est établi à 0,134 en 2019, soit un niveau comparable à celui enregistré une année auparavant, confirmant la diversification du portefeuille crédit dédié aux entreprises.

**Répartition sectorielle des crédits par décaissement des banques à fin 2019**    **Indice IHH mesurant la concentration des crédits aux entreprises**



Source : BAM

***Le risque de concentration par grande contrepartie continue de peser sur le secteur bancaire***

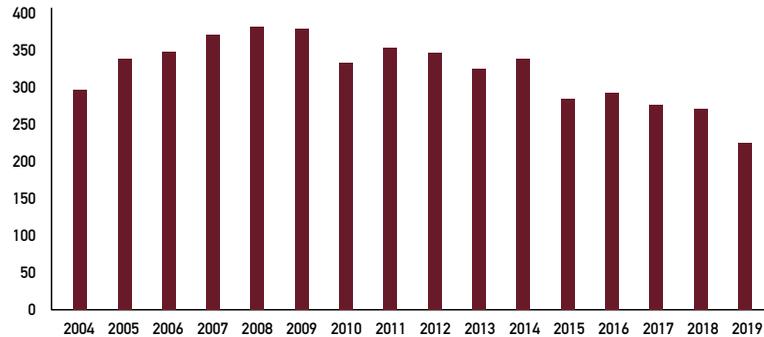
Au titre de l'année 2019, les expositions bilan et hors-bilan des banques sur les grands débiteurs<sup>30</sup> ont reculé de 5,9% contre une hausse de 8,4% une année auparavant, pour totaliser près de 363 milliards de dirhams, dont 38% concernent les 10 plus grands groupes non financiers. Les prêts et titres de créance, représentant 61% des expositions bilan et 54% du total des crédits accordés aux entreprises, se sont repliés de 3% après une hausse de 7% en 2018.

Le niveau global de concentration a baissé à 2,3 fois les fonds propres des banques contre 2,7 fois une année auparavant en lien notamment avec le renforcement des fonds propres de près de 12%.

<sup>29</sup> 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.

<sup>30</sup> Un grand débiteur est entendu comme toute contrepartie ou groupe de contreparties liées bénéficiant d'un crédit supérieur ou égal à 5% des fonds propres de la banque.

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



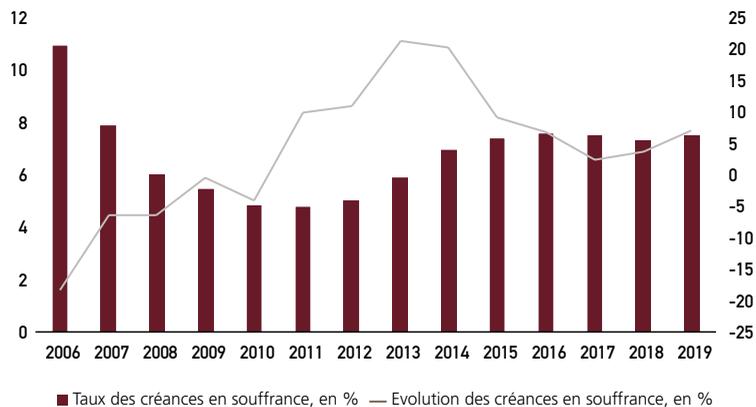
Source : BAM

#### *Poursuite de la tendance haussière des créances en souffrance, avec un taux moyen de 7,5% en 2019.*

Les créances en souffrance se sont inscrites en hausse de 7,1% contre 3,7% à fin 2018, culminant près de 70 milliards de dirhams. Cet accroissement a concerné essentiellement les crédits aux ménages, accordés par les banques, qui ont bondi de près de 12% à 23,7 milliards de dirhams. Quant aux entreprises non financières, elles ont vu leurs créances en souffrance augmenter de 4,6%. Les secteurs d'activité les plus sinistrés demeurent les industries manufacturières, suivies du BTP (y compris l'immobilier) et de l'hôtellerie.

Rapportées à l'encours des crédits distribués par le secteur bancaire en 2019, les créances en souffrance représentent en moyenne 7,5% contre 7,3% une année auparavant. Pour les banques systémiques, ce ratio ressort à 6,6% contre 6,2% en 2018.

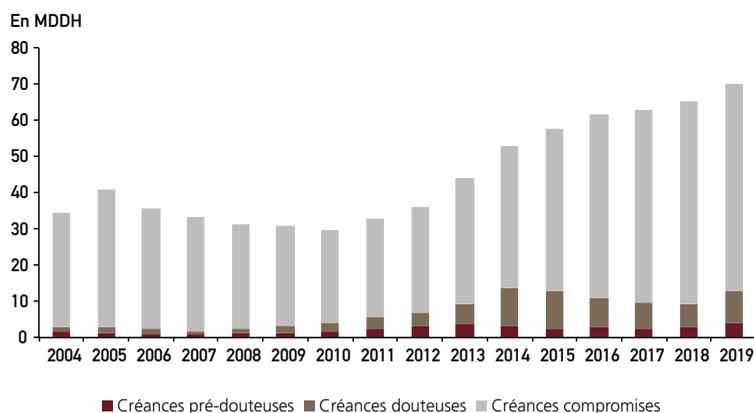
### Evolution des créances en souffrance des banques



Source : BAM

La structure des créances en souffrance demeure inchangée comparativement à l'année précédente. L'encours des créances compromises, représentant une part de 82%, a enregistré une hausse de 2,1% à 57,2 milliards de dirhams d'une année à l'autre, les créances pré-douteuses et douteuses ont enregistré, à leur tour, un surplus de 1,4 et 2 milliards de dirhams respectivement.

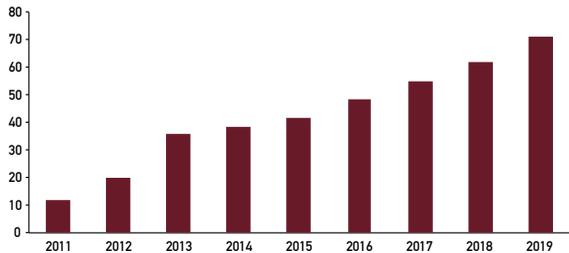
### Créances en souffrance des banques par catégorie



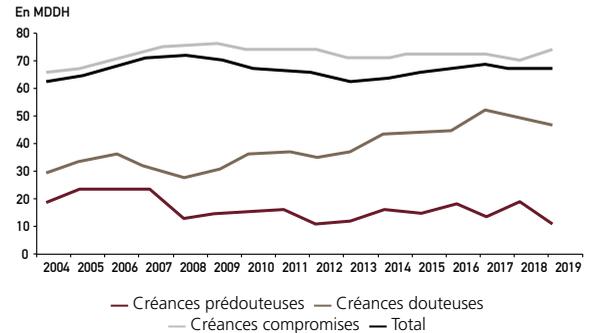
En termes de couverture, les provisions pour créances en souffrance ont enregistré une hausse de 7,3%, après 1% une année auparavant. Le taux de couverture s'est ainsi maintenu à 69%. Il est de 77% pour les créances compromises, 50% pour les créances douteuses et 9% pour les créances pré-douteuses. Pour les banques systémiques, le taux de couverture moyen se situe à 68%.

En sus de ces provisions, les banques ont constitué des provisions à caractère général, d'un montant de 10,6 milliards de dirhams, en hausse de 14,5% par rapport à fin 2018. Ces provisions constituent, à côté des fonds propres prudentiels, des matelas visant à couvrir les créances sensibles et à préserver ainsi les banques en cas de survenance d'éventuels chocs de crédit.

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



**Taux de couverture par catégorie de créances, en %**

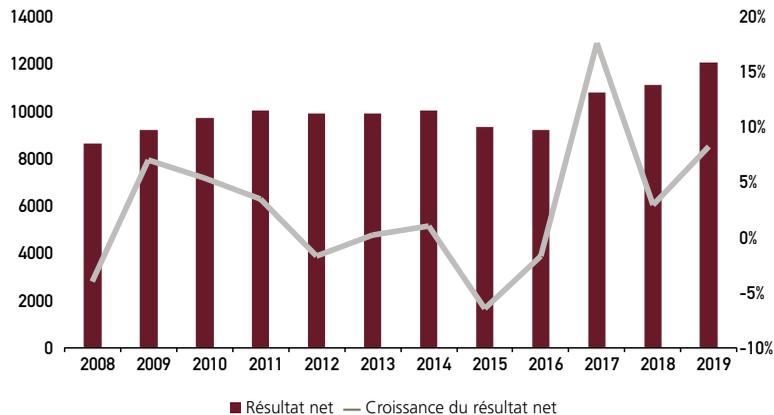


Source : BAM

*Le secteur bancaire demeure rentable avec un résultat net en progression, en lien avec l'accroissement des résultats de marché et la baisse du coût du risque*

Les banques ont dégagé en 2019 un résultat net positif de 12 milliards de dirhams, en hausse de 8% contre 2,9% une année auparavant. Cette progression s'explique par un accroissement du produit net bancaire conjugué à une baisse du coût du risque.

**Evolution du résultat net des banques, en millions de dirhams**



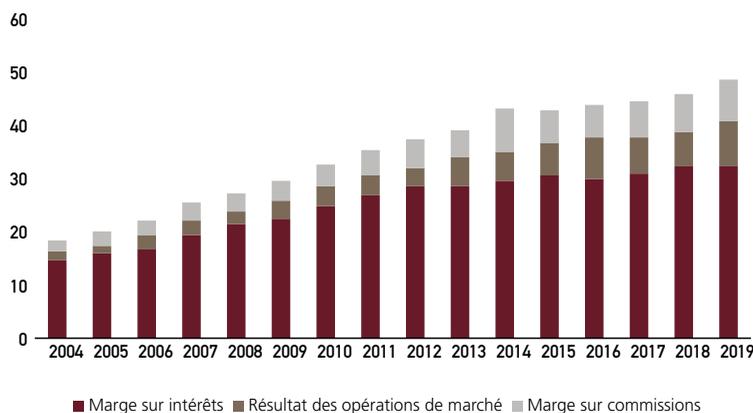
Source : BAM

Le produit net bancaire (PNB) cumulé de l'ensemble des banques a enregistré une croissance de 4,9%, après 2,7% en 2018 s'établissant à 49,7 milliards de dirhams, attribuable à la hausse significative de 32% du résultat des opérations de marché (en lien notamment avec la baisse des taux obligataires) et dans une moindre mesure, à l'augmentation de la marge sur commissions (6,1%). Pour sa part, la marge d'intérêt a connu une décélération dans un contexte de taux

d'intérêt bas, sa progression s'est ainsi limitée à 0,7% contre 4,4% en 2018. Concernant les trois banques systémiques, elles ont cumulé un PNB de 31,2 milliards de dirhams, en hausse de 4% par rapport à 2018.

Par composante, la part de la marge d'intérêt pour l'ensemble des banques demeure prépondérante bien qu'elle ait régressé de trois points de pourcentage, revenant à 65% après 68% en 2018 et ce, au profit de celle du résultat des opérations de marché qui est passé de 13% à 17%, cumulant un montant de 8,4 milliards dirhams. La marge sur commissions, quant à elle, a maintenu une part stable de 16%.

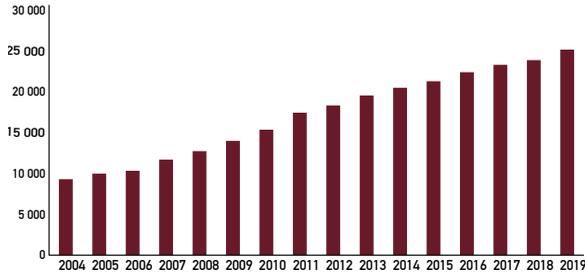
**Evolution des composantes du PNB des banques, en milliards de dirhams**



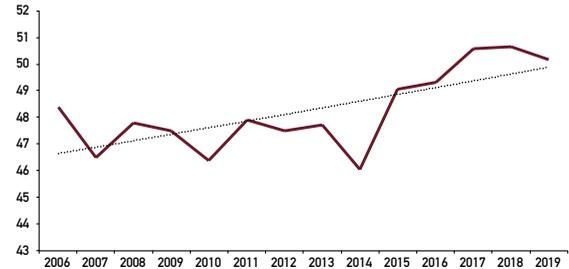
Source : BAM

Les charges générales d'exploitation ont progressé à un rythme moindre comparativement à celui du PNB, avec une croissance de l'ordre de 3,9% contre 2,9% une année auparavant. Ainsi, le coefficient moyen d'exploitation ressort à un niveau de 50,2% contre 50,7% en 2018.

### Charges générales d'exploitation



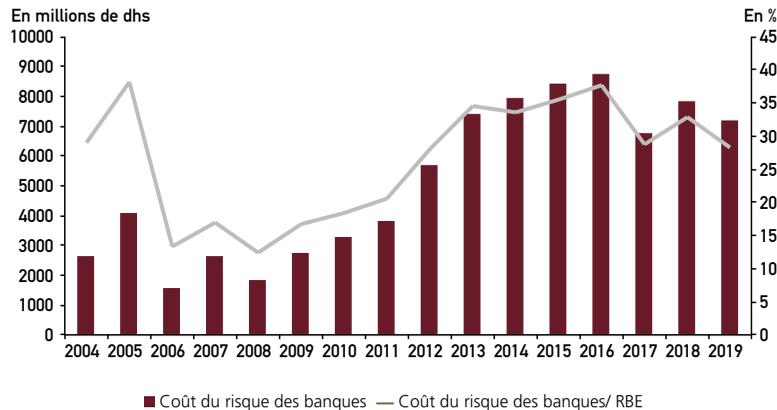
### Coefficient moyen d'exploitation, en %



Source : BAM

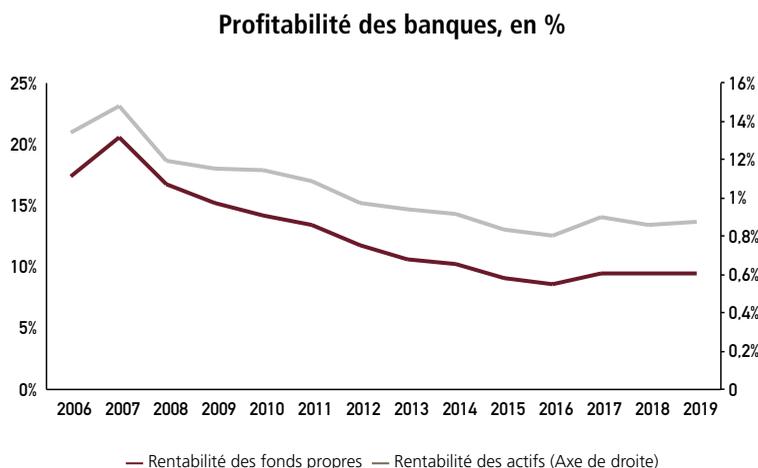
Après la forte hausse de 15,9% enregistrée en 2018, le coût du risque s'est inscrit en baisse de 8,1% s'établissant à 7,2 milliards de dirhams. Cette évolution est liée à la hausse des dotations nettes aux provisions pour les créances en souffrance (+7%) conjuguée à une baisse des autres dotations nettes de reprises (-45,3%). Rapporté au RBE, le coût du risque s'est établi à 28,3% contre 32,8% une année auparavant. Par rapport à l'encours des crédits, sa part est passée de 0,9% à 0,8% d'une année à l'autre.

### Coût du risque des banques



Source : BAM

Dans ce contexte, le rendement moyen des actifs (return on assets ou RoA) et celui des fonds propres (return on equity ou RoE) s'affichent aux mêmes niveaux que l'année précédente, soit 0,9% et 9,4% respectivement.



Source : BAM

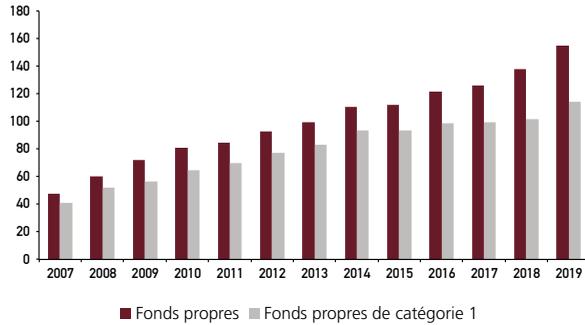
***Le secteur bancaire poursuit le renforcement de sa solidité financière et affiche des ratios de solvabilité moyens au-delà des exigences réglementaires minimales***

Afin de consolider leur solidité et répondre aux exigences de la norme IFRS 9, les banques marocaines continuent de renforcer leurs fonds propres prudentiels. Ceux-ci ont totalisé un montant de près de 155 milliards de dirhams, en hausse de 12% par rapport à fin décembre 2018. Cette évolution est expliquée par une hausse de 11,8% de fonds propres de catégorie 1 via des augmentations de capital et émission de dettes subordonnées perpétuelles et une augmentation de 13% des fonds propres de catégorie 2 via des émissions de dettes subordonnées à durée déterminée.

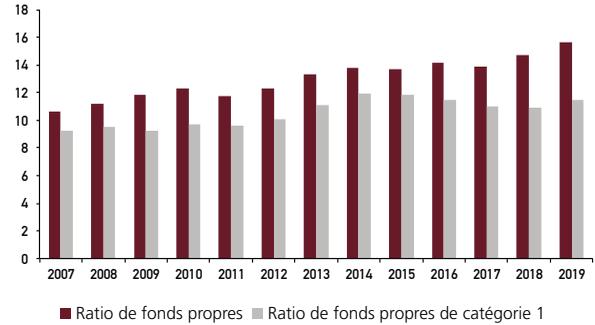
Le risque de crédit concentre toujours la grande majorité des exigences en fonds propres, avec une part de 85%, suivis par les risques opérationnels représentant 9% et 6% pour les risques de marché.

Ainsi, les banques ont affiché un ratio de solvabilité moyen de 15,6% contre 14,7% une année auparavant, soit un niveau supérieur au minimum réglementaire de 12%. Le ratio de fonds propres de catégorie 1 s'est inscrit, à son tour, dans la même tendance passant de 10,9% à 11,5% à fin 2019. Pour les banques systémiques, les ratios prudentiels moyens se sont établis respectivement à 15,2% et à 11,2% contre 14,1% et 10,4% une année auparavant.

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



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



Source : BAM

### *Accentuation des besoins de liquidité des banques en 2019, induite notamment par l'accroissement de la circulation fiduciaire*

Le besoin en liquidité des banques s'est davantage accentué en 2019 en lien essentiellement avec la hausse importante de la circulation fiduciaire. Dans ces conditions, les banques ont eu recours au refinancement obligataire et aux interventions de la Banque centrale. Elles ont également bénéficié au dernier trimestre de l'année d'une injection permanente de près de 11 milliards de dirhams, suite à l'abaissement du taux de la réserve monétaire de 4% à 2% décidé en septembre 2019.

### *Poursuite de la décélération des dépôts bancaires en 2019, notamment ceux des particuliers*

Les dépôts collectés auprès de la clientèle constituent la composante prépondérante des ressources du secteur bancaire. Toutefois, l'évolution des dépôts s'est inscrite en décélération, avec un taux moyen de 4,3% au cours des dix dernières années contre plus de 13% sur la période 2000 - 2009. Sur les cinq dernières années, la part des dépôts auprès des banques dans le total de leurs ressources est revenue de près de 72% en 2015 à 67% en 2019.

### Evolution des dépôts collectés auprès de la clientèle



Source : BAM

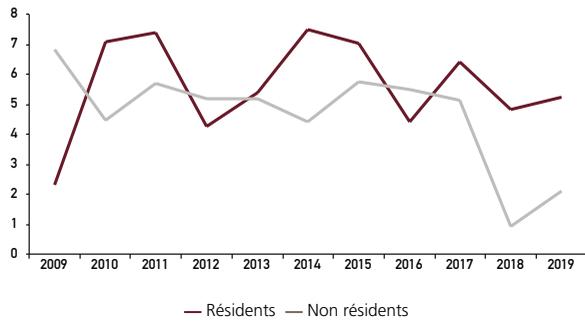
Les dépôts collectés auprès de la clientèle, cumulant près de 957 milliards de dirhams, ont poursuivi leur faible rythme de progression, avec une hausse de près de 3% après 3,1% en 2018. Cette décélération reflète essentiellement une baisse des dépôts à terme de 6,1%, soit près de 10 milliards de dirhams, contre une hausse limitée de 0,9% en 2018.

La structure des dépôts bancaires a progressivement évolué ces dernières années. En effet, la proportion des dépôts à vue et des comptes d'épargne représente respectivement 62,8% et 17,3% en 2019 contre 57,8% et 16,8% en 2015, tandis que la part des dépôts à terme s'est largement réduite au profit des dépôts non rémunérés, passant respectivement de près de 22,3% à 16,6% entre 2015 et 2019.

Par agent économique, les dépôts des particuliers ont enregistré une hausse de 4,4% contre 3,7% une année auparavant. Elle recouvre une progression de 5,7% des dépôts des résidents qui en représente près de 73%, et une augmentation limitée des dépôts des MRE de 0,9%. Les entreprises privées non financières, pour leur part, ont connu une décélération de leurs dépôts de 2,2% contre 3,9% une année auparavant, pour s'établir à près de 185 milliards de dirhams.

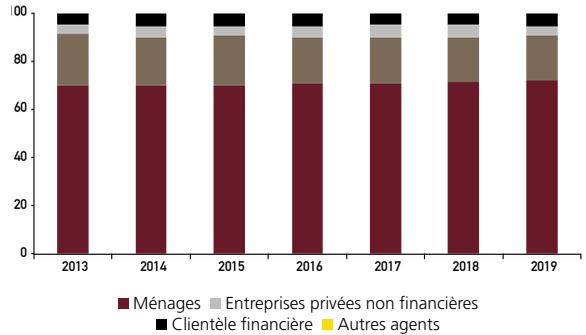
Les agents financiers, constitués principalement des OPCVM et des compagnies d'assurances, de nature assez volatile, cumulent moins que 4% du total des dépôts. En 2019, ils ont affiché de nouveau une baisse de leurs dépôts de 8,2% après une contraction plus importante enregistrée en 2018, de l'ordre de 20,4%.

**Evolution des dépôts des particuliers résidents et des non résidents, en %**



Source : BAM

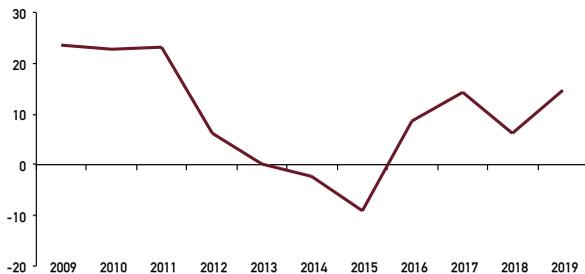
**Structure des dépôts par agent économique, en%**



***Hausse du recours au refinancement obligatoire, en lien avec la persistance des tensions pesant sur les trésoreries bancaires***

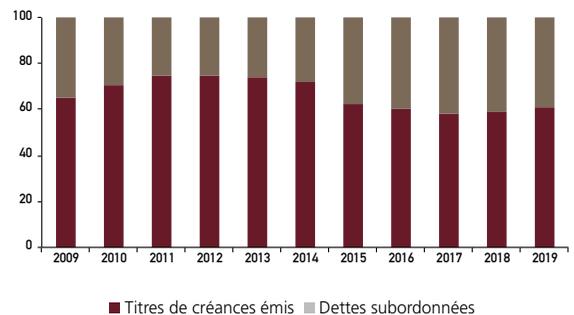
Les émissions sur le marché de la dette obligatoire des banques ont fortement augmenté en 2019, les banques ont renforcé leur recours à ce marché pour faire face au tassement des dépôts. En effet, l’encours des dettes obligataires a totalisé 122,5 milliards de dirhams, marquant une hausse de 16,2%, après 6,1% en 2018 et 14,2% en 2017. Sur ce total, les titres de créance émis, cumulant 74,9 milliards, se sont accrus de près de 21,3% et les dettes subordonnées ont augmenté de 9% à 47,6 milliards de dirhams, contre 5,3% une année auparavant, dont près de 71% sont émises par les trois banques d’importance systémique.

**Dette obligatoire émise par les banques, variation en %**



Source : BAM

**Structure de la dette obligatoire par les banques, en %**

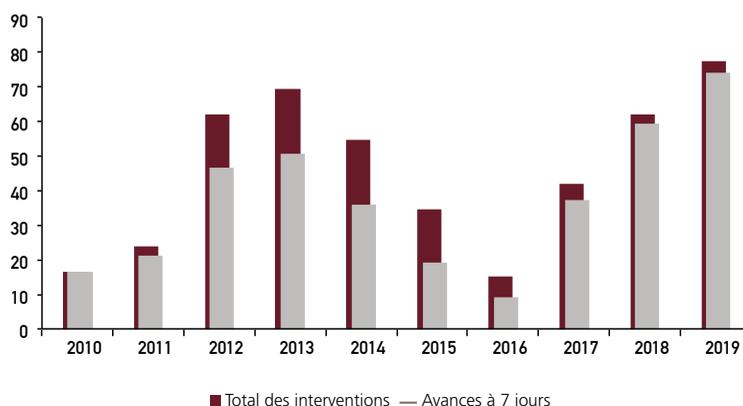


### *Accroissement des matelas de liquidité des banques en dépit de l'accroissement de leur recours aux avances de Bank Al-Maghrib*

Les banques ont eu recours de manière accrue aux avances de Bank Al-Maghrib au cours des trois dernières années, sous l'effet d'un resserrement de la liquidité bancaire en dirhams, consécutif à une augmentation de la circulation fiduciaire et des avoirs bancaires en devises.

Le montant moyen des interventions de la Banque a atteint 75,8 milliards de dirhams en moyenne quotidienne contre 62 milliards une année auparavant. Ces injections de liquidité sont constituées majoritairement des avances à 7 jours, à hauteur de 74 milliards de dirhams, et dans une moindre mesure de prêts garantis accordés dans le cadre du programme de soutien au financement des TPME. Ces derniers se sont évalués en moyenne à près de 4,3 milliards de dirhams contre 3,5 milliards une année auparavant.

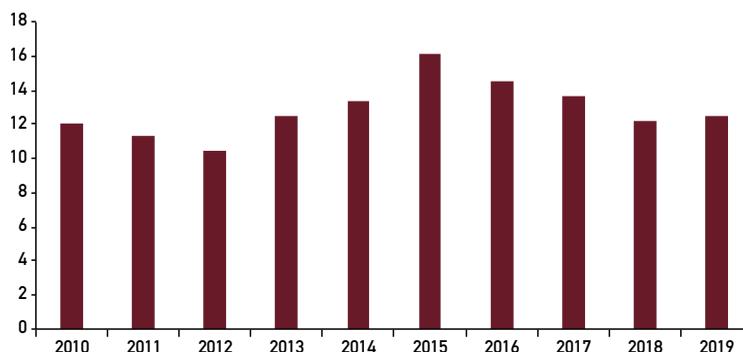
**Interventions de la banque centrale, en MMDH**



Source : BAM

Les actifs liquides et réalisables des banques, composés majoritairement de bons de Trésor disponibles, ont totalisé à fin 2019, un encours de près de 177 milliards de dirhams, en hausse de 8,7% après une contraction de 7% une année auparavant. La part des actifs liquides dans le total actif a ainsi atteint 12,5%, contre 12,1% une année auparavant.

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

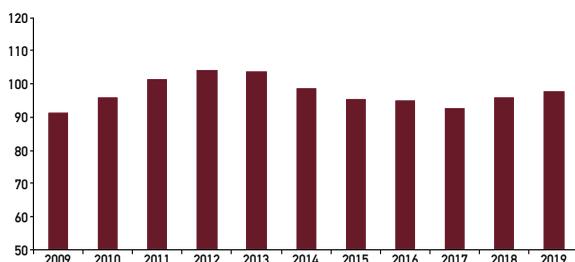


Source : BAM

Le niveau moyen observé du coefficient d'emploi<sup>31</sup> s'est légèrement détérioré, en raison d'un rythme de croissance des crédits plus accéléré que celui des dépôts, ce qui s'est traduit par une hausse de près de 2 points de pourcentage de ce ratio pour se situer à 98% en 2019. Le coefficient d'emploi ajusté des certificats de dépôt, s'est maintenu à 91%, soit le même niveau que celui de 2018.

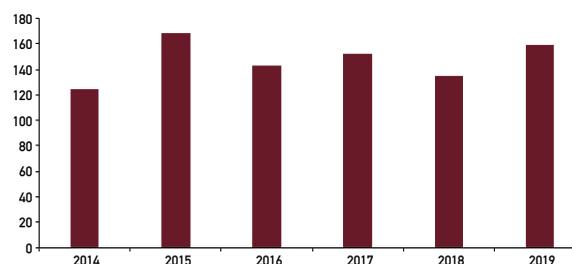
Par ailleurs, le ratio de liquidité à court terme (LCR)<sup>32</sup> s'est établi à 159% contre 135% une année auparavant, en nette amélioration et à un niveau largement au-delà du minimum réglementaire exigible de 100%.

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



Source : BAM

### LCR moyen, en %



31 Rapport entre les crédits et les dépôts bancaires.

32 Ce ratio mesure la quantité d'actifs liquides de haute qualité à la disposition des banques pour couvrir les sorties nettes de trésorerie sur une période d'un mois.

#### **Encadré n°4: Evolution des principaux indicateurs du secteur bancaire sur base consolidée**

Sur base consolidée, le total bilan agrégé du secteur bancaire<sup>33</sup> s'élève à fin 2019 à 1.831 milliards de dirhams, en hausse de 7,3% en glissement annuel, après 5,6% en 2018. Les trois groupes systémiques continuent d'en représenter près de 70%. Du côté des emplois, les prêts et les créances sur la clientèle qui en constituent près de 62% ont évolué de 6,7% contre 8,1% une année auparavant. Les dettes envers la clientèle qui forment 65,4% des ressources ont augmenté de 5,2%. Les créances en souffrance sur la clientèle totalisent 102 milliards de dirhams avec un taux de risque de 8,5% et un taux de couverture par des provisions de 66%.

Sur le plan de la rentabilité, le résultat net-part du groupe a enregistré une hausse de 2,3% en lien notamment avec des performances baissières de certaines filiales en Afrique subsaharienne. La rentabilité moyenne des actifs (ROA) s'est établie à 0,8% et la rentabilité moyenne des fonds propres (ROE) à 9,7% contre 0,9 et 10,7% respectivement en 2018.

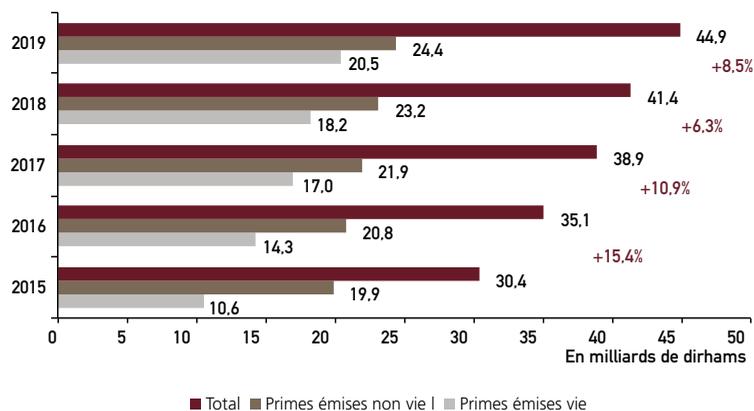
Au plan de la capitalisation, les fonds propres consolidés ont atteint 192,6 milliards de dirhams dont 150,3 milliards de dirhams de fonds propres de catégorie 1 induisant un ratio moyen de solvabilité global de 13,9% et un ratio moyen de fonds propres de catégorie 1 de 10,9% pour des minimas réglementaires de 12% et 9% contre respectivement 14,7% et 10,8% en 2018.

<sup>33</sup> Déterminé à partir de la sommation du total des bilans consolidés des 11 groupes bancaires assujettis à la consolidation et le total des bilans sur base sociale des 6 banques non assujetties à consolidation.

### III.2 SECTEUR DES ASSURANCES

#### *De bonnes performances en 2019...*

Avec 44,9 milliards de dirhams de primes émises, le secteur des assurances réalise une bonne croissance en 2019 à +8,5%, un niveau supérieur à celui de 2018 (6,3%) et à la moyenne sur dix ans (7,9%). En intégrant les acceptations des réassureurs exclusifs, les primes émises atteignent 46,7 milliards, en augmentation de 8,4% par rapport à 2018.

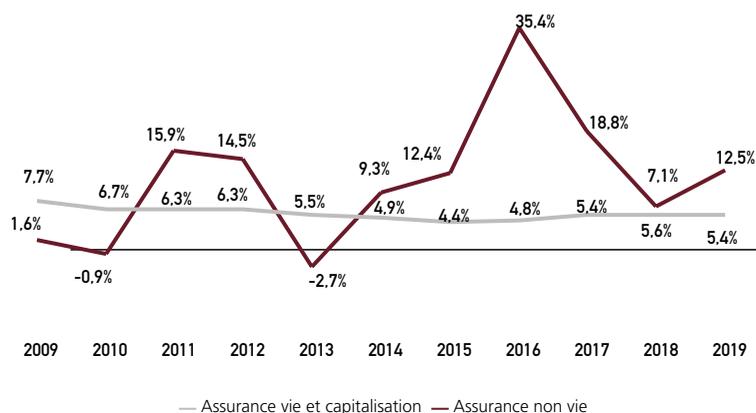


Le taux de pénétration de l'assurance, qui mesure les primes émises rapportées au PIB, s'apprécie à 3,90% contre 3,73% en 2018.

Avec une collecte de primes de 20,5 milliards de dirhams, l'assurance vie et capitalisation réalise une performance à deux chiffres (+12,5%). Les produits d'épargne assurent l'essentiel de cette collecte, soit 17,5 milliards de dirhams, en hausse de 13,7% par rapport à 2018.

La part de l'assurance vie dans le total des primes émises a augmenté, passant de 44,0% à 45,6%.

L'assurance non vie continue de croître à un rythme régulier et clôture l'année sur une hausse de 5,4%, à 24,4 milliards de dirhams. L'assurance automobile draine l'essentiel du chiffre d'affaires non vie avec 48,9% des primes émises. Le reste du chiffre d'affaires de cette branche se répartit entre l'assurance accidents corporels et maladie-maternité (18,1%), l'assurance accidents du travail et maladies professionnelles (9,4%), l'assistance-crédit-caution 6,7% et l'incendie 6,6%.



Source : ACAPS

	2018	2019
<b>Assurances vie et capitalisation</b>	44,0%	45,6%
<b>Assurances non - vie</b>	56,0%	54,4%
<b>Automobile</b>	26,9%	26,6%
<b>AT &amp; MP</b>	5,4%	5,1%
<b>Accidents corporels</b>	9,8%	9,8%
<b>Incendie</b>	3,4%	3,6%
<b>Assistance - crédit - caution</b>	3,8%	3,6%
<b>Autres</b>	6,6%	5,6%
<b>Total</b>	100,0%	100,0%

Source : ACAPS

### *...Mais des risques qui pèsent à moyen terme sur l'assurance vie*

La tendance baissière des taux d'intérêt représente un défi pour le secteur de l'assurance, en particulier pour le marché de l'assurance vie. Cette tendance engendrerait des difficultés pour les assureurs vie à assurer une rémunération attractive de l'épargne.

La même situation a été vécue sur d'autres marchés, particulièrement au Japon, en Europe et aux Etats Unis, où les acteurs ont dû s'adapter, notamment par le développement des produits à capital variable.

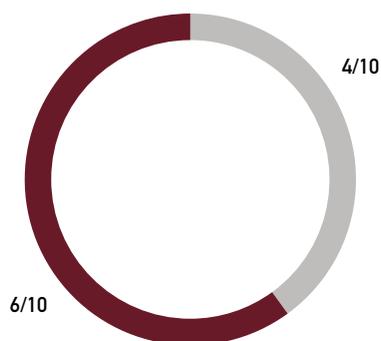
L'Autorité, en concertation avec la Direction du Trésor et des Finances Extérieures (DTFE) et la profession, mène une réflexion afin d'identifier les leviers nécessaires et apporter les solutions appropriées pour préserver cet instrument d'épargne, véritable locomotive du développement de l'assurance vie.

### *Les opérations vie : un marché plus concentré*

Au global, la concentration du secteur des assurances, mesurée par l'indice Herfindahl-Hirshman, se situe à 11,2% traduisant un marché moyennement concentré.

En Vie, la concentration est plus élevée, sous l'effet conjugué du nombre d'opérateurs plus réduit et la répartition asymétrique de leur part de marché. Ainsi, l'IHH du marché Vie s'établit à 17,6% en repli de 10 points de base par rapport à 2018. Sur les 10 entreprises d'assurances opérant sur le segment Vie, 6 ont cédé des parts de marché en 2019 au profit de 4, dont 2 détenant des parts plus faibles.

#### Marché des opérations vie

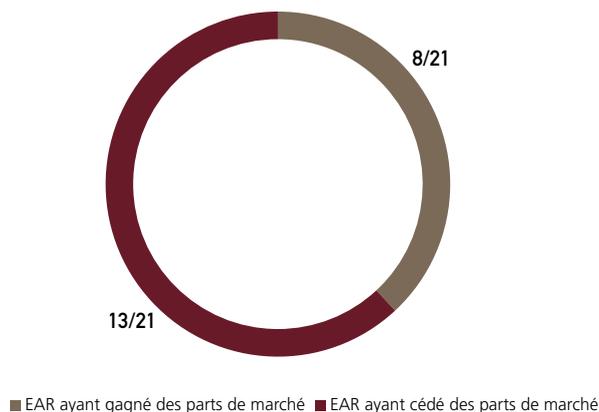


■ EAR ayant gagné des parts de marché ■ EAR ayant cédé des parts de marché

Source : ACAPS

Sur le marché non Vie, la concentration est moins accentuée avec la présence de 21 opérateurs. En 2019, l'IHH non vie renvoie un résultat de 11,0% en repli de 20 points de base par rapport à 2018. En termes de variation sur les parts de marché, 13 assureurs ont cédé des parts de marché au profit de 8, dont 2 détenant de faibles parts et 3 détenant des parts moyennes.

### Marché des opérations non vie



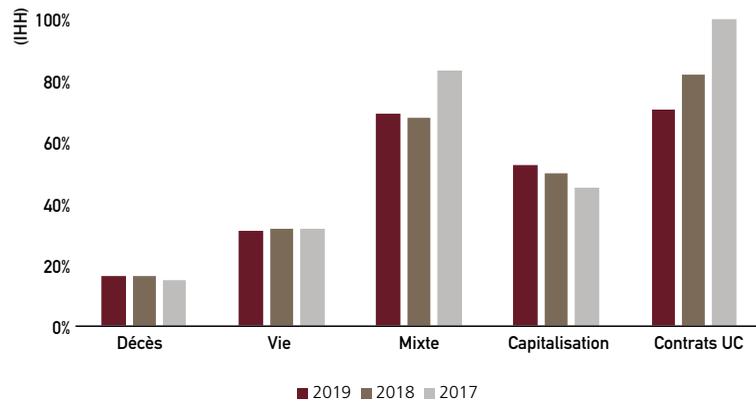
Source : ACAPS

#### Encadré n° 5 : indice Herfindahl-Hirschman

L'indice de Herfindahl-Hirschman (Index : IHH ou HHI) est un indice mesurant la concentration du marché. Il est établi en additionnant le carré des parts de marché de toutes les entreprises du secteur considéré. Pour son interprétation, trois zones sont habituellement retenues :

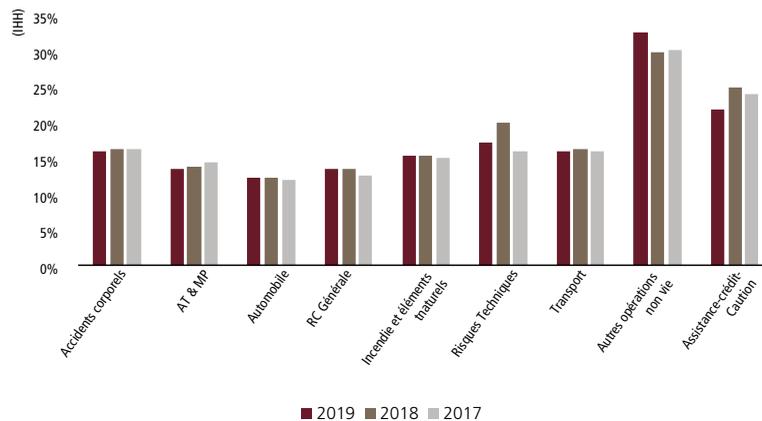
- (i) si HHI est inférieur à 0,10, la concentration du marché est considérée faible ;
- (ii) si HHI est compris entre 0,10 et 0,18, le marché est moyennement concentré ;
- (iii) si HHI est supérieur à 0,18, la concentration du marché est élevée.

Au sein des opérations d'assurance vie, tous les segments marquent des niveaux de concentration élevés, excepté l'assurance décès qui enregistre un niveau de concentration modéré (IHH=16,6%).



Source : ACAPS

Sur le marché d’assurance non vie, l’assistance-crédit-caution et les autres opérations non vie (grêle, mortalité du bétail, vol, risques climatiques) se démarquent en enregistrant des niveaux de concentration élevés.



AT & MP : Accidents du travail et maladies professionnelles

Source : ACAPS

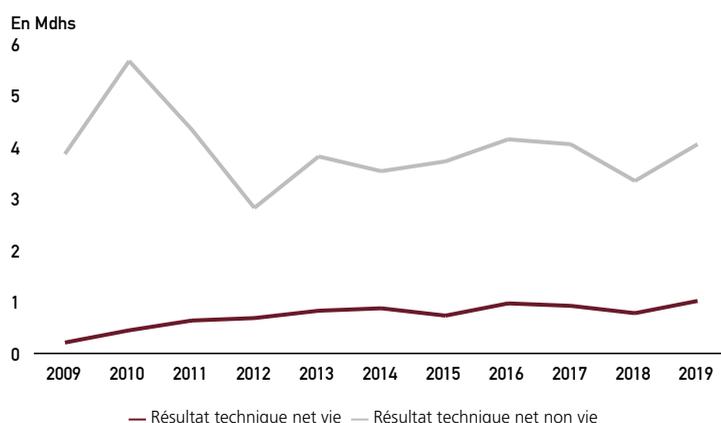
### ***La rentabilité des entreprises d’assurances s’améliore***

En 2019, le secteur des assurances voit son résultat net s’améliorer de 6,2% à 3,7 milliards de dirhams. A l’origine de cette augmentation, la bonne performance du résultat technique net (+22,0%), plus particulièrement sur la branche non vie (+20,4%).

Cette embellie du résultat technique net s’explique principalement par :

- le solde de la marge d’exploitation devenu excédentaire à 619,2 millions de dirhams au lieu de -11,5 millions en 2018, grâce à une augmentation plus importante des primes acquises (+3 513,4 millions) que celles des charges de prestations (+2 285,9 millions) et de charges d’acquisition et de gestion nettes (+ 596,9 millions) ;
- l’amélioration du solde financier de +13,7%, par dégagement des profits sur réalisation des placements, encouragé par la performance des marchés boursier et obligataire.

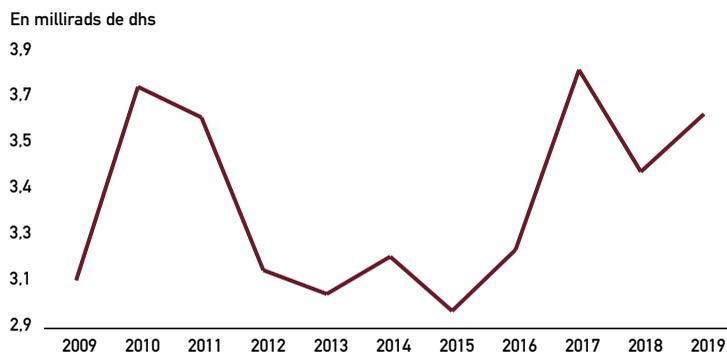
Le résultat de réassurance dégage un solde de 1,1 milliard de dirhams en faveur des réassureurs, soit une hausse de 54,0% par rapport à 2018. Ce résultat s’explique notamment par la baisse de la sinistralité au niveau de la sous-catégorie incendie.



Source : ACAPS

Sur le non technique, les entreprises d’assurances accusent un déficit de 77,4 millions de dirhams.

### Résultat net des entreprises d’assurances



Source : ACAPS

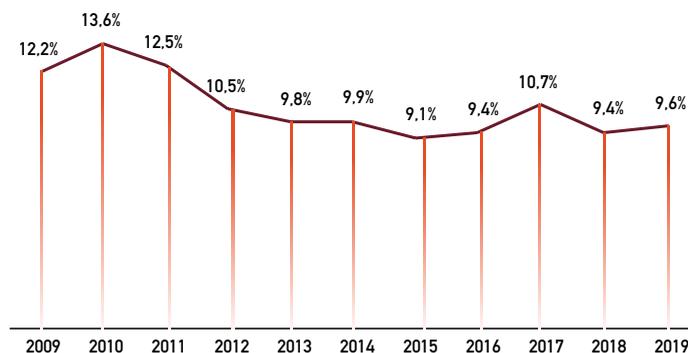
En incluant les réassureurs exclusifs, le résultat net atteint 4,0 milliards de dirhams, en hausse de 5,2% par rapport à 2018.

### Evolution des composantes du résultat net des entreprises d'assurances

En millions de dirhams	2018	2019	Variation
Primes acquises	41 152,3	44 665,7	8,5%
Charges de prestations	33 321,9	35 607,7	6,9%
Charges d'acquisition et de gestion nettes	7 841,9	8 438,8	7,6%
Marge d'exploitation	- 11,5	619,2	5484,3%
Solde Financier	4 786,0	5.442,1	13,7%
Résultat technique brut	4 774,5	6 061,3	27,0%
Solde de réassurance	- 736,9	-1.134,9	-54,0%
Résultat technique net	4 037,6	4.926,4	22,0%
Résultat non technique	280,9	- 77,4	-127,6%
Résultat avant impôts	4 318,5	4.849,0	12,3%
Impôts sur les résultats	850,2	1.164,5	37,0%
Résultat net	3 468,2	3.684,4	6,2%

Par ailleurs, les capitaux propres se sont appréciés de 3,0%, à 38,2 milliards de dirhams contre 37,1 milliards un an auparavant. Le rendement des fonds propres (ROE) est passé de 9,4% en 2018 à 9,6% en 2019.

### Return On Equity (ROE)

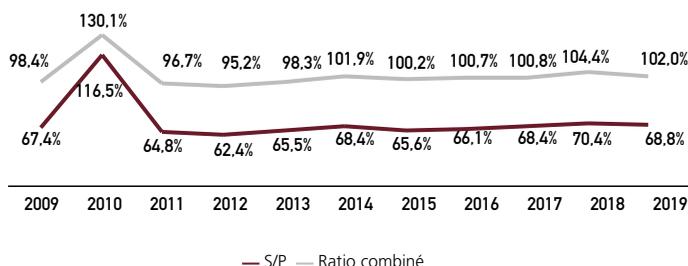


Source : ACAPS

ROE = Résultat net/Capitaux propres

### La sinistralité en baisse

Le ratio combiné non vie, qui mesure la performance technique chargement compris, concède 2,3 points pour s'établir à 102,0%.

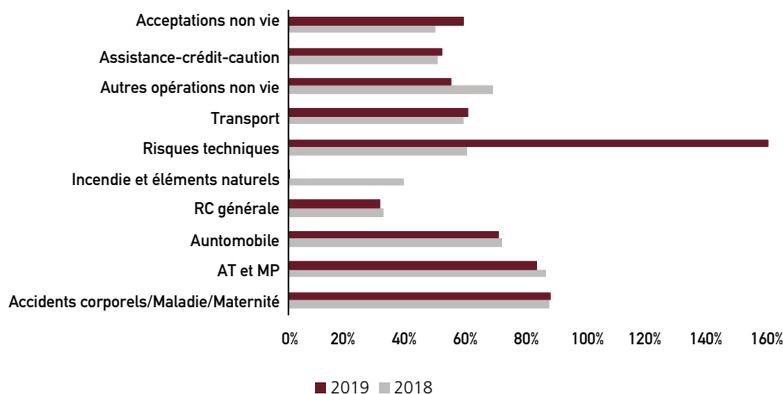


Source : ACAPS

L'amélioration du ratio combiné est observée au niveau des deux composantes du ratio :

- Une baisse de 1,6 point du ratio S/P net de réassurance, expliquée par la baisse de ce ratio au niveau des catégories « Automobile » (68,6% contre 69,7% en 2018), « Accidents de Travail » (81,5% contre 84,3% en 2018) et « l'Incendie » (0,2% contre 37,8% en 2018) ;
- Un recul de 0,7 point du taux des charges, pour se situer à 33,3%.

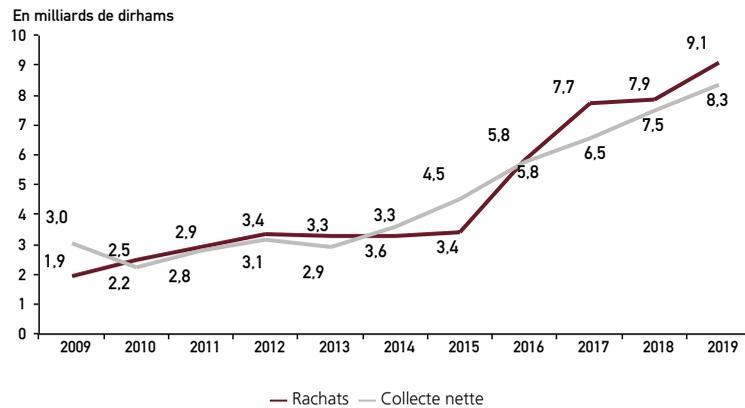
### S/P Net de réassurance



Source : ACAPS

**Rachats et collecte nette en hausse**

En 2019, les rachats sur les produits d'épargne augmentent de 16,1% par rapport à 2018. Néanmoins, la collecte nette croît de 11,2% grâce à une augmentation des primes émises plus importante. Elle atteint 8,3 milliards de dirhams, écartant toute ponction sur la provision mathématique.

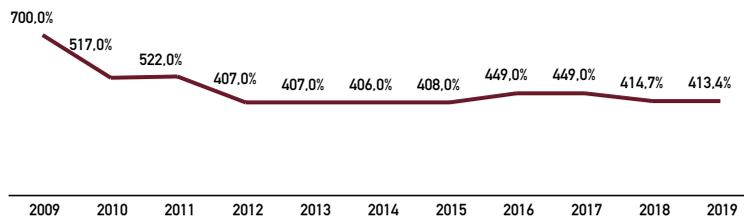


Source : ACAPS

**Marge de solvabilité : Au-dessus des exigences réglementaires**

En 2019, le taux de la marge de solvabilité accuse un léger repli à 413,4%, tout en restant de loin supérieur aux exigences réglementaires actuelles.

**Taux de la marge de solvabilité**



Source : ACAPS

Bien que cette marge dépasse le niveau réglementaire, elle ne couvre que le risque de souscription. Elle est amenée à diminuer une fois les exigences prudentielles révisées pour intégrer tous les risques auxquels sont exposées les entreprises d'assurances.

Dans ce cadre, l’Autorité travaille sur l’élaboration d’un nouveau cadre prudentiel de Solvabilité Basée sur les Risques (SBR), inspiré des standards internationaux, pour tenir compte de tous les risques, avec de nouvelles exigences en termes de capital requis.

**Risque actions : Les entreprises d’assurances très exposées**

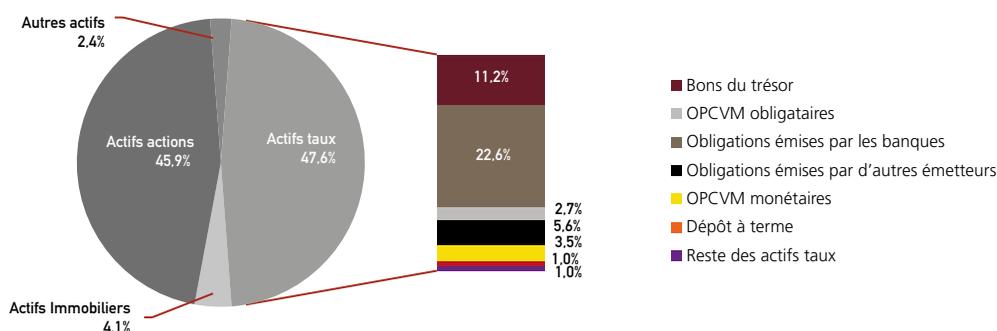
En 2019, les placements des entreprises d’assurances, en valeur d’inventaire, s’apprécient de 6,8% à 184,3 milliards de dirhams. En intégrant les réassureurs exclusifs, ils atteignent 195,1 milliards de dirhams, en évolution de 6,2% par rapport à 2018.

Les placements affectés aux opérations d’assurances progressent de 7,3% à 164,4 milliards de dirhams, tandis que les placements libres approchent les 20 milliards de dirhams, en progression de 2,2%.

Avec 87,7 milliards de dirhams, les actifs de taux constituent le premier instrument de placement des entreprises d’assurances (47,6% du total des placements).

Pour leur part, les actifs actions enregistrent une nette hausse de 2,6% à 84,5 milliards dirhams. Ils représentent désormais 45,9% du total des placements des entreprises d’assurances, une part qui reste très élevée comparativement à d’autres marchés.

**Placements des entreprises d’assurances**



Source: ACAPS

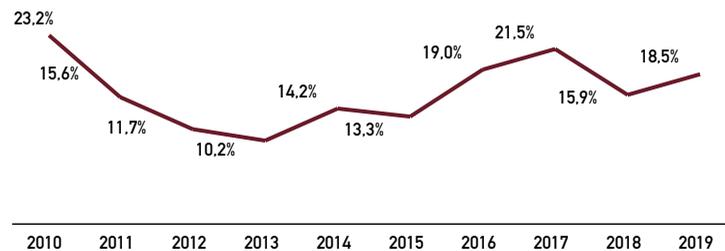
### ***Plus-values latentes : un niveau confortable porté par la poche « actions »***

En 2019, les plus-values latentes enregistrent une forte augmentation corrélée à la bonne performance du marché boursier. Leur montant atteint 34,1 milliards de dirhams, en hausse de 24,2% par rapport à 2018.

Les plus-values latentes constatées au niveau de la poche « actions » représentent 72,3% du total et atteignent 24,7 milliards de dirhams, soit une hausse de 4,2 milliards par rapport à 2018. Celles relatives aux actifs taux atteignent 6,8 milliards de dirhams, en gagnant 2,6 milliards par rapport à 2018.

Grâce à ces performances, le ratio des plus-values latentes sur les placements s'améliore pour passer de 15,9% en 2018 à 18,5% en 2019.

#### **Plus-values latentes / Placements des entreprises d'assurances**



Source : ACAPS

### ***Les entreprises d'assurances demeurent résilientes aux chocs "actions" et "immobilier"***

Un stress test simulant des baisses de 10% et 25% des cours des actions cotées a été effectué. Ses résultats ont fait ressortir que le taux minimum de la marge de solvabilité devrait se situer respectivement à 144% et 124%. Le taux moyen de cette marge devrait, quant à lui, se situer respectivement à 382% et 344%.

Le même test a été effectué sur le risque immobilier, calibré sur la base d'une baisse de 10% et 25% et a montré que le taux minimum de la marge de solvabilité se situerait respectivement à 146% et 137%. Le taux moyen de cette marge devrait s'établir respectivement à 406% et 400%.

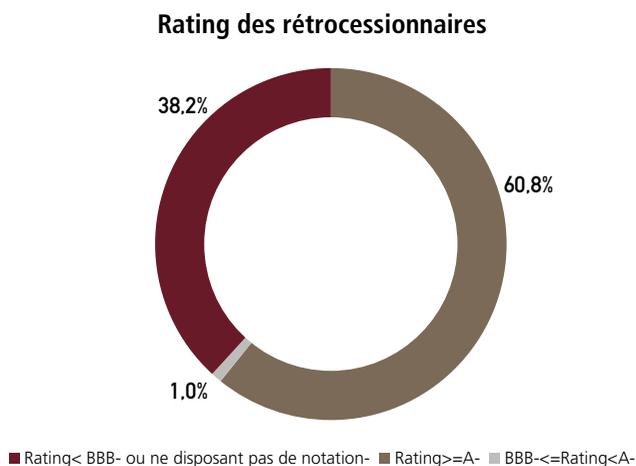
Les résultats des stress tests précités montrent que les exigences prudentielles en matière de solvabilité restent globalement respectées.

**Risque de contrepartie maîtrisé**

- **Exposition vis-à-vis des réassureurs**

Concernant les cessions en réassurance, 33,0% des engagements des entreprises d'assurances sont garantis par des dépôts auprès des cédantes, 63,9% sont cédés auprès des réassureurs nationaux (48,2% en cession légale et 16% facultatives) et 3,1% sont portés par des réassureurs étrangers dont la quasi-totalité bénéficie d'une notation BBB et plus.

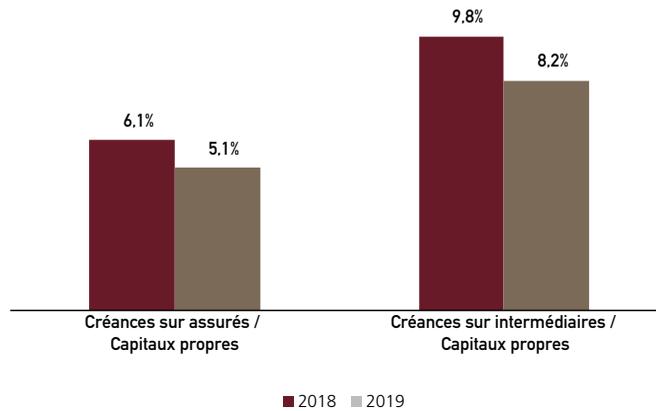
Par ailleurs, les programmes de rétrocession des réassureurs nationaux attribuent 61% des cessions aux réassureurs disposant d'un rating de A- et plus.



Source : ACAPS

- **Risque de contrepartie - assurés et intermédiaires d'assurances**

En 2019, le risque de contrepartie, aussi bien des assurés que des intermédiaires d'assurances, enregistre une nette amélioration. Ce risque, mesuré par les créances nettes rapportées aux fonds propres, passe à 5,1% pour les assurés et 8,2% pour les intermédiaires d'assurances contre 6,1% et 9,8% en 2018.

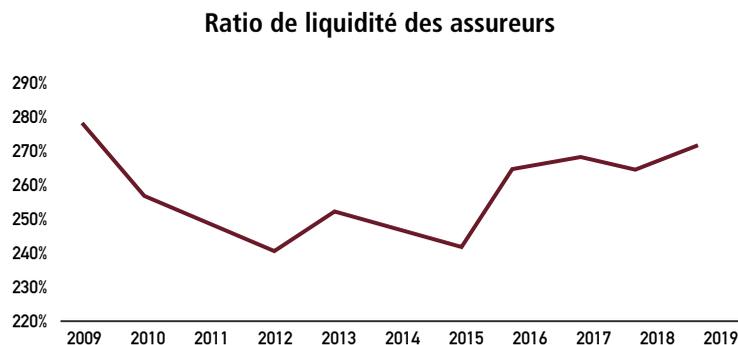


Source : ACAPS

Il est à noter que cette amélioration coïncide avec l'instauration de nouvelles règles de provisionnement des créances sur les intermédiaires et sur les assurés. Ces règles ont été introduites dans la circulaire générale, qui a instauré une nouvelle provision des créances sur les intermédiaires et a durci le dispositif de provisionnement des créances sur les assurés.

### *Risque de liquidité : un niveau confortable*

Le ratio de liquidité, appréhendé par le rapport des actifs liquides sur les passifs exigibles, maintient un niveau confortable et s'apprécie à 272,3% contre 266,4% en 2018.



Source : ACAPS

**Test de chocs macroéconomiques**

Un exercice<sup>34</sup> de macro stress tests est réalisé avec un horizon de simulation sur 2 ans couvrant les années 2020-2021. Cet exercice se décline en un scénario de base et un scénario extrême :

- Le scénario de base prend en considération l'impact de la crise sanitaire Covid-19, sur les variables économiques et financières :

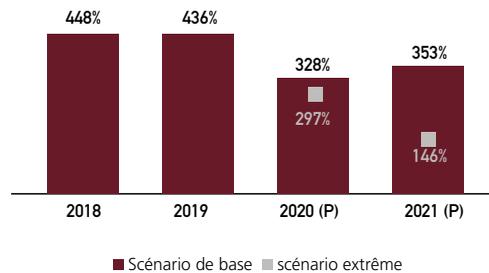
Variables	2020	2021
<b>Taux directeur</b> Taux 2019 : 2,25%	- 75 points de base (1,5%)	Pas de changement (1,5%)
<b>Mortalité</b> Base 2019	Même niveau de mortalité	Même niveau de mortalité
<b>Rachat</b> Base 2019	Même niveau de rachat	Même niveau de rachat
<b>Croissance épargne</b> Base 2019	-20%	+10%
<b>Inflation</b> Taux 2019 : 0,2%	+80 points de base (1%)	Même taux d'inflation (1%)
<b>Cours Bourse</b> Base clôture 2019	-20%	+0%

- Le scénario extrême qui suppose que les effets de la crise sanitaire sur les variables économiques et financières vont s'amplifier en 2020 et en 2021 et que les facteurs de risques assuranciers (le rachat massif et la mortalité) vont s'aggraver :

Variables	2020	2021
<b>Taux directeur</b> Taux 2019 : 2,25%	- 100 points de base (1,25%)	- 25 points de base (1,00%)
<b>Mortalité</b> Base 2019	+30%	+30%
<b>Rachat</b> Base 2019	+20%	+20%
<b>Croissance épargne</b> Base 2019	-20%	+5%
<b>Inflation</b> Taux 2019 : +0,2%	+100 points de base (1,2%)	+150 points de base (2,7%)
<b>Cours Bourse</b> Base clôture 2019	-25%	-25%

<sup>34</sup> Cet exercice est réalisé sur un échantillon représentant plus de 86% du total actif des entreprises d'assurances.

Selon le scénario de base, le taux de la marge de solvabilité devrait baisser à 328% en 2020 et à 353% en 2021. A contrario, les chocs extrêmes se traduiraient par une baisse du taux de la marge sur les deux exercices, respectivement à 297% et 146%.



Source : ACAPS

### ***Renforcement du cadre réglementaire et prudentiel et du dispositif de contrôle***

Depuis sa création, l'Autorité s'est engagée sur plusieurs chantiers structurants, visant le renforcement du cadre réglementaire et prudentiel et l'amélioration du dispositif de contrôle de l'activité d'assurance pour accélérer le développement du secteur et renforcer sa résilience. L'action de l'Autorité a porté principalement sur :

**La Solvabilité basée sur les risques** : la loi n° 59-13 portant amendement du code des assurances a introduit le principe de la Solvabilité Basée sur les Risques (SBR). Par ce nouveau référentiel prudentiel, en phase avec les normes internationales, l'Autorité entend renforcer la résilience des entreprises d'assurances et de réassurance, améliorer leur système de gouvernance et encourager la transparence. Un projet de circulaire relative à la SBR est élaboré autour des trois piliers :

- Pilier I : Les exigences quantitatives liées au capital de solvabilité requis et aux fonds propres ;
- Pilier II : Les exigences qualitatives en matière de gouvernance et de gestion des risques (ORSA) ;
- Pilier III : Les exigences en matière d'information.

Sur le volet quantitatif, l'Autorité a finalisé la première étude d'impact quantitative (EIQ1) qui a porté sur l'évaluation des bilans prudentiels. Cette étude a permis d'effectuer les travaux de calibrage des paramètres pour le calcul du capital de solvabilité requis et d'arrêter les modèles et les méthodes de calibrage des différents risques. La deuxième étude d'impact quantitative (EIQ2) sera lancée au 2<sup>ème</sup> semestre de 2020 pour stabiliser les seuils des exigences quantitatives à retenir.

Sur le volet qualitatif, l'Autorité a achevé le processus de concertation avec la profession sur les exigences en matière de gouvernance. Le projet de circulaire a été finalisé et sera appuyé par des instructions dans la perspective d'un déploiement fin 2020.

Le pilier III étant dépendant des autres piliers, sa conception sera lancée en 2020. Ce pilier vise le renforcement de la transparence des entreprises d'assurances et de réassurance et porte sur les exigences en matière de communication d'informations aussi bien vis-à-vis de l'Autorité que du public.

### **Encadré n°6 : ORSA (Own Risk and Solvency Assessment).**

Au cœur du pilier II, l'évaluation prospective des risques et de la solvabilité, communément appelée ORSA, constitue un élément fondamental du système de gestion des risques des entreprises d'assurances et de réassurance.

L'ORSA est défini comme étant un ensemble de processus formant un outil d'analyse décisionnelle et stratégique visant à comprendre et à évaluer, de manière continue et prospective, la structure des risques liés à l'activité de l'entreprise, sa capacité à les couvrir et à absorber les fluctuations. Il constitue un outil de pilotage stratégique de l'activité à court, moyen et long terme en fonction des risques.

Le processus ORSA porte notamment sur :

- une évaluation prospective des exigences en capitaux, prenant en compte le profil de risque spécifique à l'entreprise, sa stratégie commerciale et son appétence aux risques ;
- l'identification et l'évaluation des risques internes et externes auxquels l'entreprise pourrait être exposée à court, moyen et long terme, avec l'application des techniques d'atténuation qui lui sont dédiés ;
- la vérification du respect permanent des exigences en capitaux prévues par le pilier I du projet SBR.

L'ORSA constitue un outil très utile au processus de décision. Ses travaux et ses résultats sont pris en compte systématiquement dans les décisions stratégiques de l'entreprise. Ils permettent de clarifier le lien entre l'analyse des risques, leur évaluation et le besoin et la gestion du capital dans le cadre des objectifs stratégiques arrêtés et d'une appétence aux risques définie.

**2- Cadre de résolution et de gestion de crise :** L'ACAPS a lancé une réflexion interne pour la mise en place d'un cadre de surveillance macro-prudentielle et d'un cadre de résolution et de gestion de crise dédiés à l'assurance. L'objectif est de doter l'Autorité d'un dispositif proactif lui permettant d'intervenir en cas de crise majeure susceptible de mettre en danger la stabilité du système financier ou des entreprises d'assurances d'importance systémique. Cette action est en phase avec les standards internationaux notamment les recommandations de l'Association Internationale des Contrôleurs d'Assurance (IAIS) et les principes clés du Conseil de Stabilité Financière<sup>35</sup> (FSB).

**3- Supervision basée sur les risques :** Dans le cadre de la révision de ses politiques de contrôle, l'ACAPS s'oriente avec une nouvelle approche de supervision basée sur le profil de risque des entreprises d'assurances. Il s'agit d'un processus de contrôle proactif, basé essentiellement sur le profilage du risque, en vue de disposer d'une évaluation précise de la solidité financière et de la qualité de la gouvernance de chaque entreprise d'assurances. Cette nouvelle approche permettra :

- d'identifier de façon précoce les risques émergents encourus par les entreprises d'assurances individuellement et sur une base sectorielle, et de prendre, en temps opportun, les mesures correctives requises ;
- d'établir la cartographie exhaustive des zones de risque des entreprises d'assurances à l'échelle individuelle et sectorielle ;
- de cibler les contrôles vers les entreprises et les activités les plus risquées.

<sup>35</sup> Key Attributes Assessment Methodology for the Insurance Sector (21 December 2017).

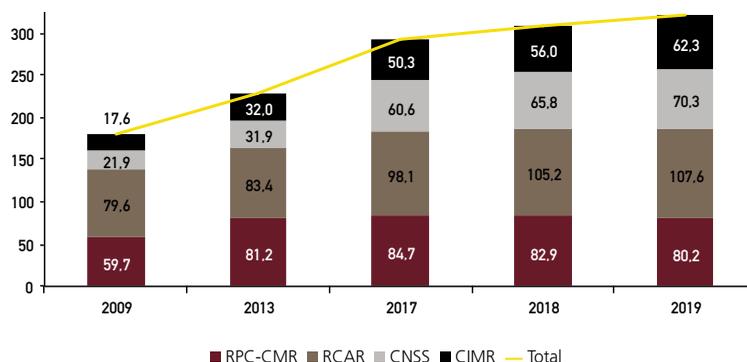
### III.3 REGIMES DE RETRAITE

Les cotisations collectées par les régimes de retraite<sup>36</sup> se sont élevées à 48,9 milliards de dirhams en 2019, soit 4,2% du PIB. L'effectif des actifs cotisants s'est établi à 4,7 millions représentant 42,4% de la population active occupée<sup>37</sup>. Les prestations servies par ces régimes ont atteint, quant à elles, 52,6 milliards de dirhams, soit 4,6% du PIB.

Globalement, les réserves constituées par ces régimes se sont accrues de 3,3% par rapport à 2018 pour se situer à 320,4 milliards de dirhams. Les réserves du Régime des pensions civiles (RPC-CMR), dont le solde global est déficitaire depuis plusieurs exercices, ont enregistré une baisse annuelle moyenne de 2,4% sur les trois derniers exercices pour se situer à 80,2 milliards de dirhams en 2019.

La structure des placements<sup>38</sup> des régimes de retraite est caractérisée par une prépondérance des titres obligataires avec une part de 68,5% du total actif. Les placements en actions et parts sociales représentent pour la CIMR 49,0% contre 25,0% et 19,0% respectivement pour le RCAR et le RPC-CMR. Pour ce dernier, la part des placements immobiliers a enregistré une augmentation pour atteindre 7,6% du total des placements du régime en 2019 contre une part de 0,5% une année auparavant suite à l'acquisition de cinq CHU d'un montant de 4,6 milliards de dirhams. Le montant total des placements des quatre régimes a atteint 313,2 milliards de dirhams, en hausse de 3,8% par rapport à l'exercice précédent.

Evolution des réserves des régimes de retraite (en milliards de dirhams)



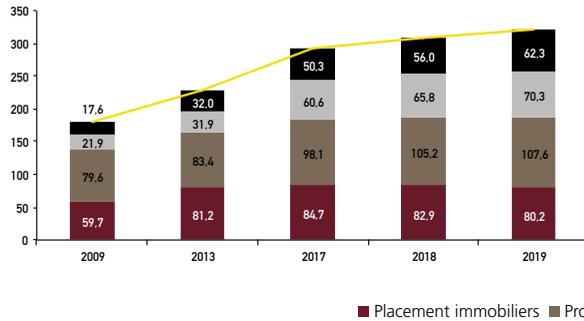
Source : ACAPS

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

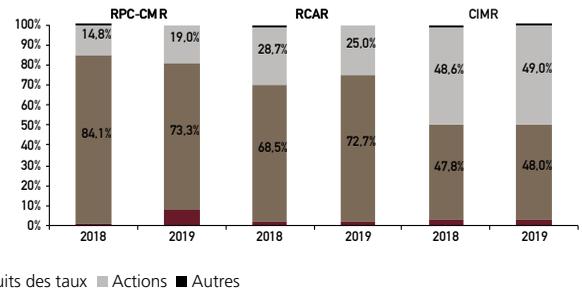
37 La population active occupée au titre de l'année 2018 est de 10,81 millions (source : HCP).

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

### Evolution de la structure des placements des régimes de retraite



### Structure des placements par caisse



Source : ACPS

## Evolutions récente et projetée des équilibres des régimes de retraite

### Evolution des cotisations, des prestations et des soldes techniques et globaux des régimes de retraite (En millions de dirhams)

	Cotisations		Prestations		Solde technique <sup>39</sup>		Solde global <sup>40</sup>	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019	2018	2019
<b>RPC-CMR</b>	20 338	23 349	26 336	28 601	-5 998	-5 252	-2 736	-1 312
<b>RCAR-RG</b>	3 312	3 582	5 819	6 278	-2 507	-2 696	1 273	1 685
<b>CNSS</b>	12 793	13 608	10 843	11 844	1 950	1 764	3 594	3 065
<b>CIMR</b>	7 729	8 346	5 011	5 874	2 719	2 472	5 662	5 583
<b>Total</b>	44 173	48 885	48 009	52 597	-3 836	-3 712	7 793	9 020

Source : ACAPS

Le solde technique du RPC-CMR, déficitaire depuis 2014, a enregistré une amélioration par rapport à 2018 sous l'effet d'une augmentation plus importante de ses cotisations relativement à celle des prestations du régime, respectivement de 14,8% et 8,6%. Cette augmentation des cotisations provient à la fois d'une hausse des salaires des affiliés du régime dans le cadre du dialogue social ainsi qu'à la hausse du taux de cotisation du régime instaurée par sa réforme paramétrique de 2016. Avec un solde des opérations financières d'un montant de 4,0 milliards de dirhams, en augmentation de 20,4% par rapport à 2018, le déficit global s'est situé à 1,3 milliards de dirhams au lieu de 2,7 milliards une année auparavant.

<sup>39</sup> Solde technique = cotisations - prestations

<sup>40</sup> Solde global = solde technique + produits financiers nets - frais de gestion.

Les actifs cotisants du régime ont enregistré depuis 2017 une baisse de leur effectif ce qui induirait une diminution de ses flux de trésorerie futurs et par conséquent une accélération de l'épuisement de ses réserves dont la date serait avancée d'une année ou deux par rapport aux précédentes évaluations actuarielles (2027-2028). La viabilité financière du régime est très réduite sous l'effet de l'importance de ses engagements au titre des droits constitués avant sa réforme paramétrique. Cette situation se traduit par le niveau faible du taux de préfinancement<sup>41</sup> du régime qui se situe à 59,7%.

Le déficit technique du régime général du RCAR s'est situé à 2,7 milliards de dirhams contre 2,5 milliards enregistré en 2018. Le solde des opérations financières a permis de résorber ce déficit et de situer le solde global du régime à 1,7 milliards de dirhams contre 1,3 milliards en 2018. Les flux de trésorerie futurs supplémentaires générés par l'accroissement des nouvelles affiliations du régime constaté ces dernières années permettraient d'améliorer son horizon de viabilité et de retarder les dates du premier déficit global et d'épuisement de ses réserves de 3 à 4 années par rapport aux précédentes évaluations. Cependant, les engagements non couverts augmenteraient sous l'effet combiné de l'augmentation de la population couverte et de la sous tarification des droits acquis dans le cadre du régime. Le taux de préfinancement (qui tient compte des engagements au-delà de l'horizon des projections) se situerait à 50,4% en baisse par rapport à son niveau lors de l'évaluation actuarielle de 2018.

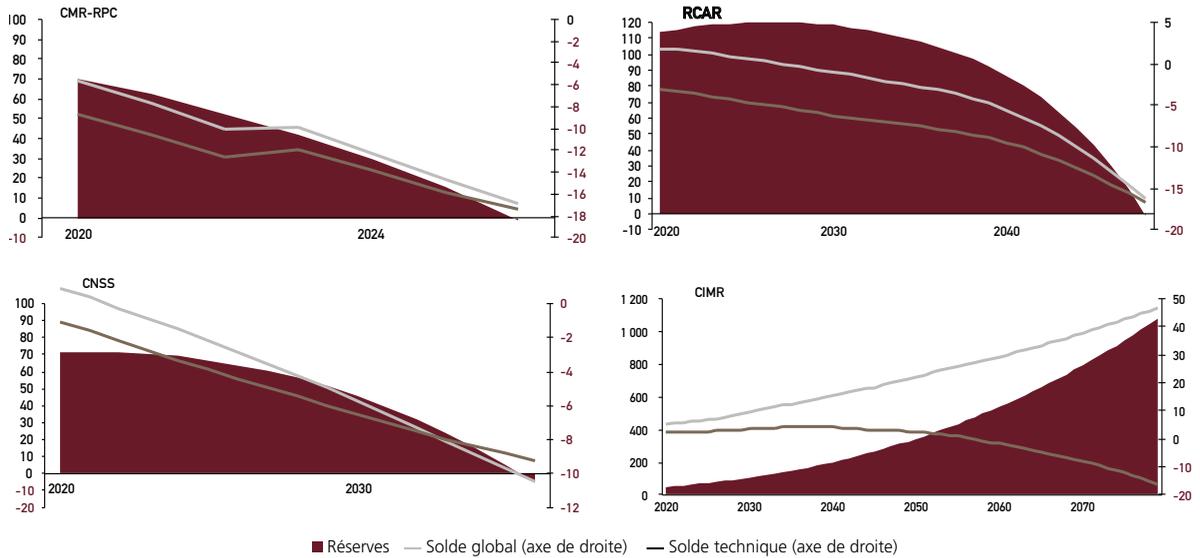
La branche retraite de la CNSS a enregistré un excédent technique de 1,8 milliard de dirhams contre 1,9 milliard en 2018. Les produits financiers ont permis à la branche de dégager un excédent global de 3,1 milliards de dirhams, en amélioration de 7,0% par rapport à son niveau une année auparavant. Les projections montrent une baisse de l'horizon d'épuisement des réserves du régime de quelques années, par rapport aux évaluations précédentes<sup>42</sup>, suite notamment à la revalorisation des pensions décidée par les instances de la caisse en 2019.

Les soldes technique et global de la CIMR se sont élevés à respectivement 2,5 et 5,6 milliards de dirhams. Les deux agrégats ont accusé une baisse par rapport à 2018 respectivement de 9,1% et 1,4%. Le régime enregistrerait un déficit technique (à partir de 2057) alors que le solde global resterait excédentaire tout au long de la durée des projections et continuerait à accumuler des réserves qui resteraient sur une tendance haussière sur tout l'horizon des projections.

41 Somme des réserves disponibles à l'année de base et des recettes actualisées, rapportée aux dépenses futures actualisées sur l'horizon des projections.

42 Les projections au titre de 2019 ont également connu la revue de plusieurs hypothèses notamment celles relatives à l'évolution des effectifs et des salaires des cotisants au régime.

### Evolution des réserves, du solde technique et du solde global (en milliards de dirhams)



Source : ACAPS

### Problématiques majeures des régimes de retraite de base

La réforme paramétrique du RPC-CMR en 2016 a permis d'équilibrer la tarification de ce régime pour les droits acquis après cette année. Cependant, le poids de ceux acquis auparavant continue de peser lourdement sur la viabilité du régime et réduisent considérablement ses marges de manœuvre (assurer le financement des prestations sur tout l'horizon de projection, y compris par les réserves du régime, nécessiterait le relèvement du taux de cotisation de 28% à 51%). Face au rétrécissement de l'horizon de viabilité du régime (épuisement des réserves prévu en 2026-2027), les pouvoirs publics doivent accélérer la mise en place de la réforme systémique et surtout assurer des sources de financement adéquates pour résorber les engagements importants du régime.

Le régime général du RCAR est caractérisé, quant à lui, par une sous tarification des droits acquis. Le rapport prestations/cotisations<sup>43</sup> du régime se situe à 207% : un dirham de cotisation génèrerait 2,1 dirhams de pension en valeurs actualisées. Les engagements non couverts<sup>44</sup> sur un horizon de 60 ans s'élèveraient à 147 milliards de dirhams contre 129,5 milliards en 2018, un niveau considérablement important relativement à la faible population couverte par le régime. Cependant, le délai dont dispose le régime avant l'épuisement de ses réserves offre plus de marges

43 Rapport calculé pour un individu représentant le profil moyen en tenant compte des particularités du régime en termes de mortalité, évolution des salaires, revalorisation des pensions, taux technique...

44 Réserves de l'année de base plus la somme des cotisations actualisées sur l'horizon moins les prestations actualisées sur l'horizon.

de manœuvre dans le cadre de la réforme systémique pour assurer sa viabilité sur un horizon plus long et surtout pour assoir une tarification équilibrée par rapport aux droits accordés aux affiliés.

La branche retraite de la CNSS dispose de plus de marge de manœuvre pour redresser sa pérennité sur le long terme grâce notamment à la dynamique démographique observée dans le secteur privé. La révision de plusieurs paramètres de fonctionnement de la branche dans le cadre de la réforme systémique permettra ainsi d'assurer sa pérennité sur le long terme. Cependant, cette réforme ne devra pas perdre de vue la refonte du mécanisme d'acquisition des droits à la pension qui se caractérise par une générosité excessive pour les carrières moyennes (avec un taux d'annuité moyen de 3,33% pour les 15 premières années de cotisation conduisant à un rapport prestations / cotisations pour un profil moyen qui dépasse les 200%) mais qui reste défavorable aussi bien pour les courtes que pour les longues carrières.

### III.4 ENJEUX LIÉS AUX INNOVATIONS TECHNOLOGIQUES ET FINANCIÈRES ET AUX CHANGEMENTS CLIMATIQUES

#### A. INNOVATIONS TECHNOLOGIQUES FINANCIÈRES

Les nouveaux acteurs financiers, notamment les FinTech et les BigTech recourent à l'innovation technologique pour fournir des services financiers inclusifs et innovants, en améliorant l'accès au marché et en réduisant les coûts pour les clients. L'arrivée de ces nouveaux acteurs ne manquera pas d'impacter le paysage financier, engendrant des avantages et des risques potentiels pour la stabilité financière.

##### a. Développement des Fintech à l'International et au Maroc

Au plan international, la révolution digitale conjuguée avec l'évolution du profil des clients de plus en plus habitués aux outils technologies, constituent ces dernières années un terrain favorable à l'émergence des « Fintech ». En effet, selon une étude menée en 2018 par le cabinet international PwC<sup>45</sup>, plus de 13 000 sociétés « Fintech » ont été créées, réparties principalement entre l'Amérique du Nord avec (5800 fintechs), l'Europe (3856) et l'Asie (2195), alors que l'Afrique n'en représente que 2% (301 du nombre total de Fintech identifiée dans le monde). Par catégorie, ces sociétés opèrent particulièrement dans les systèmes et moyens de paiement (Paytech), le secteur des assurances (Insurtech) ainsi que les activités de financements (Crowdfunding par exemple) ou de suivi de l'application des exigences réglementaires (Regtech et Suptech). Cette évolution a été favorisée par l'amélioration des infrastructures Telecom et l'utilisation massive des objets connectés (smartphones, tablettes, etc.)

Dans ce contexte, le système financier a été amené à faire évoluer son « business model » pour adapter ses services financiers à cette révolution digitale, tout en tenant compte de nouveaux risques liés à l'utilisation de technologies disruptives et à leurs effets sur la sphère financière. Il s'agit par exemple des risques d'utilisation des plateformes informatiques à des fins de fraude ou blanchiment de capitaux et du financement du terrorisme, de protection des consommateurs utilisant des plateformes sur internet parfois sans dispositif garantissant leurs droits et de recrudescence des cyberattaques. L'émergence des fintechs pourrait avoir également des implications sur la stabilité financière à travers deux principaux canaux :

- **La croissance rapide du crédit octroyé par les FinTech** : Même si leur part dans le marché de crédit reste encore faible, les fintechs opérant dans le segment du crédit, pourraient enregistrer une évolution plus importante durant les prochaines années. A titre d'illustration,

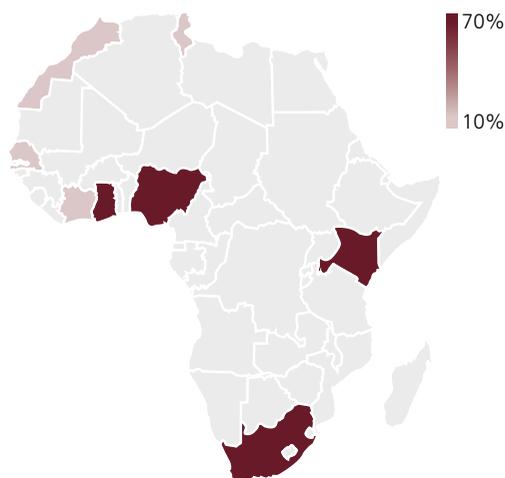
<sup>45</sup> Pitchbook.com (2018).

les estimations du CCAF<sup>46</sup> indiquent que 284 milliards de dollars de crédit Fintech ont été accordés à l'échelle mondiale en 2016, contre seulement 11 milliards de dollars en 2013.

- **La dépendance accrue des institutions financières à l'égard de parties tiers (fournisseurs de services de données sur le cloud par exemple) :** Si une forte dépendance devait émerger, ainsi qu'un degré élevé de concentration parmi les prestataires de services amenés entre autres à développer des solutions financières innovantes, une défaillance de ces prestataires pourrait perturber les activités de plusieurs institutions financières et engendrer ainsi un risque systémique.

Au niveau national et selon l'Africa CFC Insights<sup>47</sup>, le Maroc fait partie des pays constituant un « écosystème Fintech Emergent<sup>48</sup> » où les autorités publiques et financières affichent un soutien renforcé à l'utilisation des technologies financières. Sur les 170 Fintech recensés sur le continent Africain, environ 15% (25 Sociétés) se trouvent au Maroc et en Tunisie.

Distribution des Fintechs Africaines par Pays



Ecosystèmes Fintechs Africaines\*

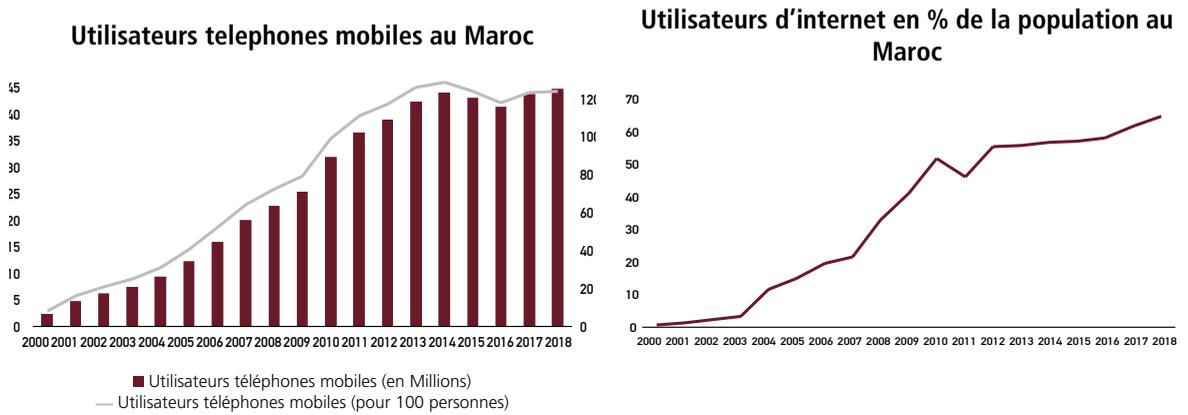


Au vu de la hausse importante de l'utilisation d'internet au Maroc (29% en moyenne chaque année) et de l'augmentation du taux de pénétration de la téléphonie mobile (18% en moyenne annuelle), la mise en place d'innovations technologiques tel que le paiement mobile au Maroc bénéficie d'un réel potentiel de croissance, permettant un essor important des Fintech.

46 Cambridge Centre for Alternative Finance.

47 L'Africa CFC Insights est constitué des rapports thématiques sectoriels sur l'Afrique que Casa Finance City met à la disposition de ses membres.

48 L'Africa CFC Insights a identifié trois écosystèmes Fintech : « Emergents » comportant le Maroc et la Tunisie, « Prometteur », incluant le Sénégal, la Côte-d'Ivoire et englobant 10% de l'échantillon des Fintech analysés et « Leader », composé du Nigéria, Ghana, Kenya et l'Afrique du Sud et réunissant 70% de l'échantillon restant.



Source : Banque Mondiale

Les régulateurs et les institutions financières marocaines portent un intérêt grandissant aux Fintech. Plusieurs séminaires, conférences, évènements et tables rondes ont été organisés en 2019 à ce sujet, dont notamment, la conférence régionale pour l’Afrique et le Moyen Orient, organisée en mars 2019 conjointement avec le FMI sur la mise en œuvre du « Bali Finteh Agenda ».

### Encadré n°7 : Programme Fintech de Bali

Pour promouvoir les avantages et atténuer les risques éventuels de la fintech, il est primordial que les systèmes financiers soient résilients aux changements technologiques, sans pour autant entraver le processus de transformation, d'innovation et de concurrence qu'elle engendre. De ce fait, et en réponse aux appels de plusieurs pays en faveur d'une plus grande coopération internationale sur la manière de faire face aux nouveaux enjeux technologiques, le FMI et la Banque mondiale ont mis au point le « Programme Fintech de Bali ». Ce programme rassemble les principales considérations à l'intention des décideurs et de la communauté internationale. Ces dernières s'appliquent à une multitude d'instruments et de produits financiers. Il est ainsi censé être un cadre d'appui à la prise de conscience et à l'acquisition de nouvelles connaissances en la matière.

Le FMI mettra l'accent, dans un premier temps, sur les implications pour la stabilité monétaire et financière nationale et mondiale et sur l'évolution du système monétaire international et du filet de sécurité financière mondiale. De son côté, la Banque mondiale s'attachera à utiliser la Fintech pour approfondir les marchés financiers, élargir l'accès responsable aux services financiers et améliorer les systèmes de paiements transfrontaliers et d'envois de fonds des migrants. Au final, il s'agira d'un ensemble de 12 principes visant à aider les pays membres à tirer parti des avantages et des possibilités de progrès rapides que connaît la technologie financière et qui transforment la prestation des services bancaires, tout en gérant les risques inhérents :

1. Adhérer à la promesse de la fintech.
2. Permettre aux nouvelles technologies d'améliorer la prestation de services financiers.
3. Renforcer la concurrence et l'engagement en faveur des marchés ouverts, libres et contestables.
4. Promouvoir la fintech pour favoriser l'inclusion financière et développer les marchés financiers.
5. Suivre de près l'évolution de la situation pour approfondir la compréhension des systèmes financiers en évolution.
6. Adapter le cadre réglementaire et les pratiques de supervision pour le développement harmonieux et la stabilité du système financier.

### Encadré n°7 : Programme Fintech de Bali

7. Préserver l'intégrité des systèmes financiers.
8. Moderniser les cadres juridiques pour mettre en place un paysage juridique favorable.
9. Assurer la stabilité des systèmes monétaires et financiers intérieurs.
10. Développer une infrastructure financière et de données robuste pour maintenir les avantages de la fintech.
11. Encourager la coopération internationale et l'échange d'information.
12. Renforcer la surveillance collective du système monétaire et financier international.

Cet intérêt croissant pour la promotion d'un écosystème « Fintech » s'est traduit également par plusieurs initiatives des autorités visant, entre autres, la mise en place d'un cadre propice pour le développement du paiement mobile<sup>49</sup> et du « Crowdfunding » au Maroc. Sur ce dernier point, le projet de loi n°15-18, relatif au financement collaboratif et dont le but est de définir le cadre juridique de l'exercice par les Sociétés de Financement Collaboratif (SFC), est en cours d'adoption par le Parlement.

Du côté des institutions financières, une tendance stratégique visant à nouer des partenariats avec les fintechs, commence à se dessiner. Certains établissements ont déjà signé des contrats avec des startups technologiques sous forme de prises de participation et/ou de partenariats.

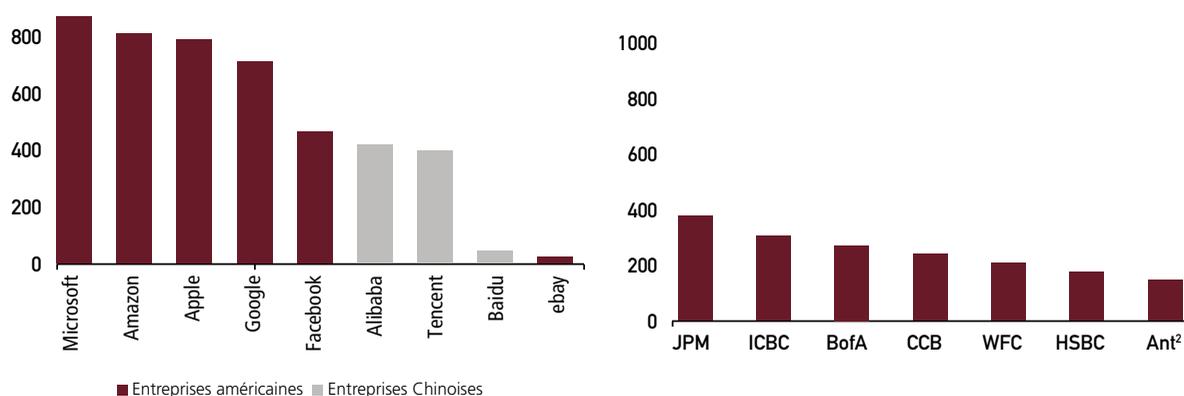
Par ailleurs et dans ce cadre des efforts de coordination à l'échelle nationale, les autorités financières ont instauré courant 2019 des réunions de concertation régulière avec l'Agence de Développement du Digital (ADD). Plusieurs axes de collaboration avec l'ADD ont été identifiés dont celui visant la promotion des fintechs et la mise en place d'un cadre approprié et encadré pour le développement des technologies émergentes (Blockchain, Big Data, Cloud computing, Intelligence artificielle, cryptoactifs...). S'agissant, en particulier, des travaux relatifs à la régulation des crypto-actifs, Bank Al-Maghrib a organisé plusieurs réunions du groupe de travail inter-autorités sur les crypto-actifs composé de l'AMMC, l'Office des Changes, l'ADD, et la DTFE. La Banque a partagé plusieurs travaux lors de ces réunions notamment le benchmark détaillé des principales tendances internationales en matière de réglementation des crypto-actifs et de la chaîne de valeur y afférente, en plus des recommandations du rapport d'information de l'Assemblée Nationale Française sur la régulation des crypto-actifs. Une matrice d'affectation de chaque activité liée à cette chaîne de valeur a été également élaborée.

<sup>49</sup> Y compris la mise en place d'incitations fiscales.

## b. LES BIGTECH

Les BigTech<sup>50</sup> jouent un rôle de plus en plus important dans le système financier. Certaines BigTech ont connu une croissance si rapide au cours de la dernière décennie qu'elles sont devenues de taille comparable ou même plus importante que certaines des plus grandes institutions financières au monde. Ces entreprises technologiques bénéficient d'une base de données étendue en lien avec la collecte et l'analyse des données de leurs clients. De même, ils disposent de ressources financières importantes et sont souvent en mesure d'accéder à des capitaux et à du financement à un coût moindre que certains grands groupes financiers.

Capitalisation boursière des grands groupes financiers et des sociétés BigTech<sup>51</sup>



Source : Thomson Reuters

Les activités des BigTech dans le secteur des services financiers présentent de nombreux avantages. Il s'agit notamment du potentiel d'innovation, de diversification et d'efficacité dans la fourniture de services. Les BigTech peuvent également contribuer à améliorer l'inclusion financière, en particulier dans les marchés émergents et les économies en développement, où elles ont le potentiel de fournir l'accès aux services financiers auprès de populations auparavant non bancarisées. Les entreprises de BigTech peuvent également faciliter l'accès à des marchés jusque-là inexploités, notamment aux TPME.

Cependant, les activités des entreprises BigTech peuvent également présenter des menaces pour la stabilité financière en raison, d'une part, de leur capacité d'accéder rapidement à une part importante du marché en exploitant leurs réseaux et infrastructures technologiques et, d'autre part, de leur grande taille pouvant ainsi engendrer un risque systémique pour le secteur financier en cas de leur défaillance.

<sup>50</sup> Les grandes entreprises dotées de plates-formes technologiques établies.

<sup>51</sup> Ant = Ant Financial; BofA = Bank of America; CCB = China Construction Bank; ICBC = Industrial and Commercial Bank of China; JPM = JPMorgan Chase; WF = Wells Fargo. Capitalisation boursière, 30 Avril 2019. Source : Thomson Reuters.

Aussi, et au vu du caractère transfrontalier des BigTech, les autorités financières devraient être conscientes des risques encourus liés notamment aux différences des cadres juridiques entre les pays et ceux découlant des interconnexions qui peuvent résulter de cette dimension transfrontalière. Parallèlement, la capacité des sociétés BigTech à exploiter les Big Data clients pourrait soulever des préoccupations pour les autorités concernant les politiques régissant la propriété et l'accès aux données personnelles.

### **c. Implications des Fintech / Big Tech pour la stabilité financière**

Les implications potentielles des développements des FinTech et Bigtech pour la stabilité financière dépendent en général de l'importance de nouveaux opérateurs financiers et de la structure du marché et du degré d'innovation dans laquelle l'activité financière est opérée. Parmi ces implications, on peut souligner les aspects suivants :

- Les FinTech/BigTech ont un grand potentiel pour élargir l'accès aux services financiers pour les ménages et les entreprises. Cela pourrait favoriser une croissance durable et inclusive, à condition que les risques qui l'accompagnent soient gérés pour maintenir la confiance dans le système et éviter une accumulation de risques qui pourrait conduire à une instabilité financière.
- Les cyber risques, le risque de blanchiment d'argent, les dépendances à des tiers et les implications juridiques pourraient conduire à de nouvelles sources de vulnérabilité opérationnelle et présenter de nouveaux canaux de contagion.
- L'évolution rapide des nouvelles technologies rend la tâche plus difficile pour les autorités de surveiller et de répondre aux risques dans le système financier, à moins que la collecte des données et informations pertinentes pour évaluer l'importance des risques de FinTech/Bigtech ne soit améliorée.
- Une augmentation de l'importance systémique des acteurs non traditionnels pourrait être causé par la décentralisation et diversification induites par les innovations technologiques. Cette évolution pourrait affaiblir la résilience du système et sa capacité à se remettre des événements de stress financier.

### **d. Focus sur la surveillance du cyber-risque**

Dans le cadre de la surveillance du cyber risque au sein du secteur financier, les autorités financières ont poursuivi la mise en œuvre de la feuille de route y afférente approuvée par le Comité de Coordination et de Surveillance du Risque Systémique (CCSRS). Celle-ci vise principalement de (1) Convenir d'un cadre de référence commun aux trois régulateurs pour la surveillance du risque cyber, (2) Constituer pour le CCSRS un outil de suivi des actions entreprises par chaque régulateur

et (3) Veiller à une bonne coordination inter-autorités et à l'égard des acteurs externes (Direction Générale de la Sécurité des Systèmes d'Information, instances internationales, etc.).

Dans ce cadre, Bank Al-Maghrib a élaboré un projet de directive encadrant l'usage du Cloud par les établissements assujettis à la loi bancaire. De plus, elle a procédé à l'analyse des rapports de tests d'intrusion des établissements de crédit au titre de l'exercice 2019 tout en échangeant et en partageant avec les banques, les meilleures pratiques en matière de cyber-résilience. Bank Al-Maghrib veille également à préserver les Infrastructures des Marchés Financiers (IMFs) des différents cyber risques. De ce fait, elle envisage d'élaborer une première auto-évaluation de la maturité de la cyber-résilience des IMFs à l'aide du cadre méthodologique CROE (Cyber Resilience Oversight Expectations).

Pour sa part, l'ACAPS a lancé, en 2019, une enquête auprès des entreprises d'assurances et de réassurance pour évaluer leur résilience face au risque cyber et apprécier leur degré de maturité et de préparation par rapport aux questions en lien avec la cybersécurité.

Cette enquête a été effectuée à travers un questionnaire d'évaluation de cybersécurité s'inspirant des meilleurs référentiels (NIST<sup>52</sup>, CPMI<sup>53</sup>). Le questionnaire a porté sur six axes touchant la gouvernance, l'identification, la protection, la détection des attaques, les outils de surveillance et la réaction et rétablissement. Les résultats de cette enquête sont en cours d'exploitation.

52 NIST : L'Institut national des normes et de la technologie est une agence du département du Commerce des États-Unis.

53 CPMI : Le Comité sur les paiements et les infrastructures de marché - Banque des règlements internationaux.

### Encadré n°8 : Cadre NIST de Cybersécurité

Le cadre « NIST » de cybersécurité est instauré par le National Institute of Standards and Technology. Il prescrit des normes et de bonnes pratiques pour améliorer la résilience des acteurs économiques contre le risque cyber et il s'articule autour de cinq fonctions :

- **Identification** : Cette fonction aide à développer une compréhension organisationnelle permettant de gérer le risque en matière de cybersécurité des systèmes, des personnes, des actifs, des données et des capacités.
- **Protection** : Cette fonction décrit les mesures de sécurité appropriées permettant de garantir que les infrastructures critiques puissent assurer la prestation de leurs services, notamment celles permettant de limiter ou de contenir l'impact d'une menace potentielle en matière de cybersécurité.
- **Détection** : Cette fonction définit les activités nécessaires d'identification de survenue des incidents de cybersécurité pour permettre la détection à temps de ceux-ci.
- **Réponse** : Cette fonction regroupe toutes les activités nécessaires visant à prendre des mesures à l'égard d'un incident de cybersécurité ayant été détecté. Elle permet de développer la capacité à pouvoir contenir l'impact d'un incident potentiel.
- **Reprise** : Cette fonction définit les activités nécessaires pour maintenir les programmes de résilience et pour rétablir toute compétence ou service ayant été détérioré en raison d'un incident de cybersécurité. Elle permet la reprise rapide des opérations normales afin de réduire l'impact d'un incident de cybersécurité.

## B. RISQUES CLIMATIQUES

Les changements climatiques provoqués par l'évolution des conditions météorologiques comportent des menaces considérables pour l'activité économique et financière et ce à travers deux catégories de risques : (i) les risques physiques causés par les dommages aux biens et aux infrastructures et (ii) les risques de transition attribuables aux changements de comportements des agents économiques en période d'adaptation à une économie plus sobre en carbone.

Ces changements climatiques posent de plus en plus de défis aux régulateurs du secteur financier. En effet, les différentes autorités devraient quantifier les risques induits par les changements climatiques et mettre en place les mesures adéquates pour y faire face. D'une part, les risques physiques affectent l'économie dans son ensemble, induisant un resserrement des conditions financière, une augmentation du risque de défaillance des portefeuilles de prêts et/ou une

diminution de la valeur des actifs. D'autre part, les risques de transition impacteraient les institutions financières à travers leurs expositions à des entreprises dont les modèles d'activité ne reposent pas sur les principes économiques de réduction des émissions de carbone.

**Au Maroc**, les conditions climatiques ont été marquées par une hausse des températures et un déclin des cumuls annuels de précipitations au cours des dernières décennies. De même, les projections futures affichent une tendance toujours haussière pour la température qui pourrait augmenter de 1.1 à 1.6 °C d'ici 2030, 2.3 à 2.9 °C en 2050, et de 3.2 à 4.1 °C en 2080<sup>54</sup>. L'analyse comparative entre la moyenne de la température maximale de la période (1980 - 2010) et les projections de (2010 - 2040), révèle une tendance significative à la hausse dans les différentes régions du Royaume. Les précipitations annuelles seraient, quant à elles, marquées par une importante diminution allant jusqu'à 14% en 2030, 13 à 30% en 2050, et 21 à 36% en 2080<sup>55</sup>. Aussi, cet effet sera hétérogène entre les régions, et impacterait certaines cultures agricoles, dont notamment rendement de production de blé.

Afin de remédier à ces risques financiers induits par les changements climatiques, Bank Al-Maghrib a mis en place un projet d'élaboration d'une directive réglementaire énonçant ses attentes dans le verdissement du système financier marocain en tant que régulateur. Initié pour maintenir la stabilité financière, ce projet demandera aux banques d'inclure les préoccupations liées au changement climatique dans leur gestion et leur stratégie. Il vise également à étendre leur cartographie des risques à ceux liés à la dimension environnementale. Il faudra également que les banques communiquent sur ces menaces en intégrant progressivement les recommandations du TCFD<sup>56</sup>. La Banque centrale s'apprête également à lancer, avec ses partenaires concernés, une étude nationale sur les risques climatiques au Maroc avec l'accompagnement d'experts internationaux. Le but étant de se préparer aux effets du changement climatique et de gérer les risques financiers qui y sont liés, qu'ils soient physiques, de transition, ou induits par une mutation économique vers des modèles responsables à bas carbone.

54 Etudes d'impact du changement climatique sur l'agriculture marocaine réalisées par l'Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture (FAO), l'Institut National de la Recherche Agronomique (INRA) et la Direction de la Météorologie Nationale (DMN)

55 Etudes d'impact du changement climatique sur l'agriculture marocaine réalisées par l'Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture (FAO), l'Institut National de la Recherche Agronomique (INRA) et la Direction de la Météorologie Nationale (DMN).

56 Task Force on Climate-related Financial Disclosures, un groupe de travail créé en 2015 par le Financial Stability Board.

### III.5 INTERCONNEXIONS ENTRE LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES

L'analyse des interconnexions entre les institutions financières se base sur les résultats de trois stress tests : 1) la contagion interbancaire domestique ; 2) les interconnexions entre les banques et les assurances ; et 3) la contagion transfrontalière évaluant les liens entre les banques marocaines et leurs filiales implantées en Afrique.

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

#### A. INTERCONNEXIONS INTERBANCAIRES SUR LE MARCHÉ DOMESTIQUE

*Les résultats du stress test montrent que le risque de contagion découlant des expositions interbancaires est limité*

La matrice des expositions interbancaires<sup>57</sup>, calculée pour la conduite du stress test de contagion<sup>58</sup>, fait ressortir que trois banques sur le marché monétaire concentrent à elles seules, 48% des emprunts bruts au cours du quatrième trimestre 2019.

Les résultats de ce stress test confirment la résilience du marché monétaire dans un contexte d'absence d'effet de domino.

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

*Les expositions des compagnies d'assurances sur les banques demeurent plus importantes que celles des banques*

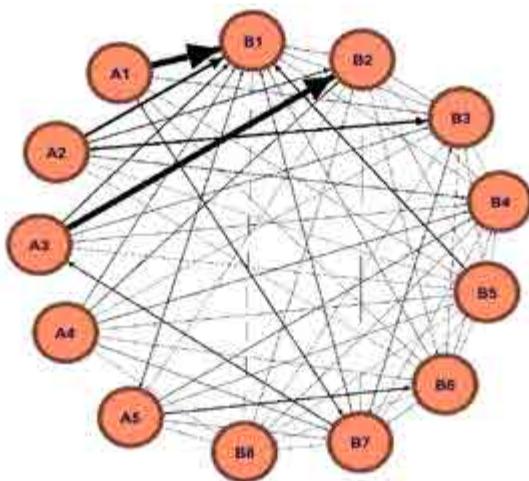
L'analyse du réseau des expositions bilatérales fait apparaître que les compagnies d'assurances sont les plus exposées avec un actif essentiellement connecté au secteur bancaire.

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

Les expositions des compagnies d'assurances représentent, quant à elles, une part significative de 17% de leurs emplois. Ces dernières sont constituées essentiellement de titres (actions et/ou obligations) émis par les banques (97%) et de dépôts (3%).

<sup>57</sup> Marché interbancaire à blanc et collatéralisé..

<sup>58</sup> Simule la conséquence d'un défaut de paiement d'une contrepartie sur les trésoreries du système bancaire.



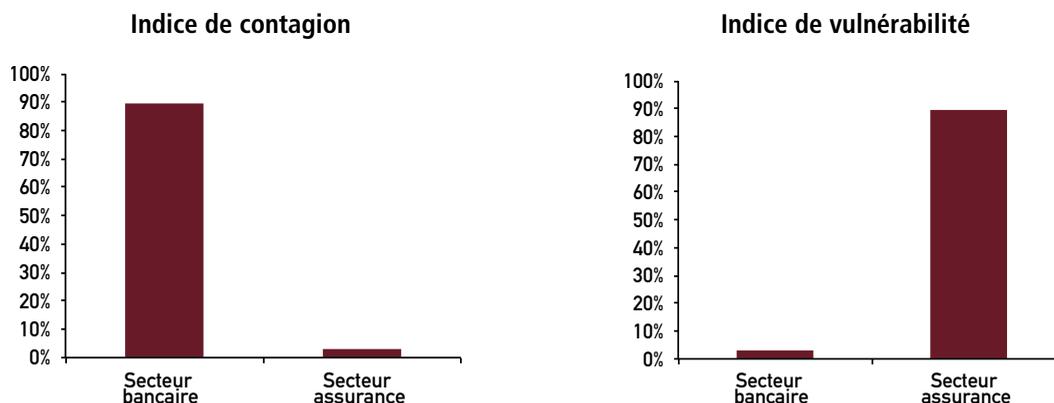
**Figure 1: Expositions entre les banques et les assurances**

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

Source : BAM - ACAPS

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

Les résultats du stress test<sup>59</sup> sur les interconnexions entre les banques et les assurances confirment de nouveau que les compagnies d'assurance seraient vulnérables à des défaillances bancaires, mais pas l'inverse. En effet, l'indice de contagion<sup>60</sup> est plus élevé chez les banques, indiquant leur systémicité tandis que l'indice de vulnérabilité<sup>61</sup> le plus important est affiché chez les assurances.



Source : BAM - ACAPS

59 Il est réalisé sur la base des expositions bilatérales brutes de treize institutions financières marocaines recouvrant huit banques (87% du total actif) et cinq compagnies d'assurance (66% du total actif). 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).

60 L'indice de contagion mesure les pertes en pourcentage des fonds propres des autres institutions dues à la défaillance d'une institution.

61 L'indice de vulnérabilité évalue les pertes en pourcentage des fonds propres subies par une institution suite à la défaillance des autres.

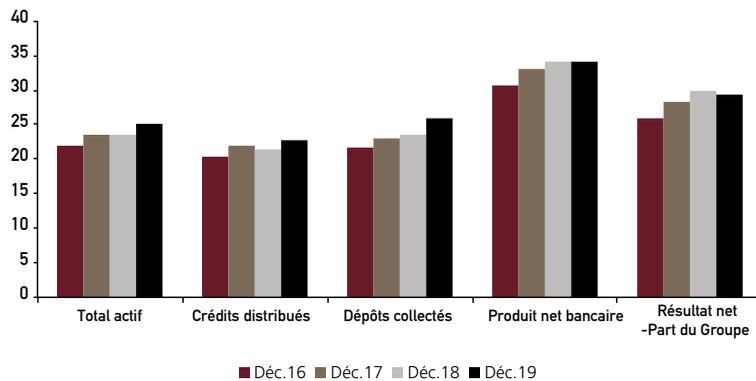
### C. INTERCONNEXIONS ENTRE LES BANQUES ET LEURS FILIALES A L'ETRANGER

Le développement des banques marocaines en Afrique s'est atténué en 2019. Un groupe bancaire a finalisé le rachat des filiales africaines d'un groupe français en acquérant 68,5% du capital de la Banque Internationale du Cameroun pour l'Épargne et le Crédit (BICEC), 71% dans la Banque Malgache de l'Océan Indien (BMOI) et 100% dans la Banque Commerciale Internationale (BCI).

Ainsi, les implantations des trois plus grandes banques marocaines sont portées à 48 filiales et 15 succursales présents dans 35 pays dont 27 en Afrique.

L'activité internationale des trois banques marocaines a contribué à un quart de leur total bilan. Ces implantations ont contribué à hauteur de 29% du résultat net part du Groupe contre 30% en 2018. Le produit net bancaire agrégé des filiales implantées à l'étranger s'est accru de 5% pour totaliser un montant de 18,7 milliards de dirhams, soit 34% du PNB consolidé des trois groupes. Les dépôts collectés par ces filiales se sont établis à 219,6 milliards de dirhams, en hausse de 15% par rapport à une année auparavant, représentant ainsi 26% du total des dépôts. De même, la part des crédits distribués est passée de 21% à 23%.

Contribution l'international à l'activité consolidée des trois groupes bancaires, en %

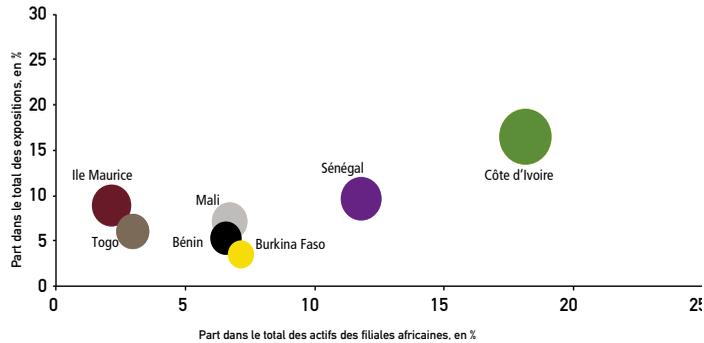


Source : BAM

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

Les expositions des trois banques marocaines vis-à-vis de leurs filiales implantées en Afrique représentent 0,8% de leurs actifs à fin 2019. Par pays, ces engagements sont essentiellement concentrés à hauteur de 24% sur la Côte d'Ivoire, 15% sur le Sénégal, 14% sur Ile Maurice et 11% sur Mali.

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



Source : BAM

Les résultats du stress test<sup>62</sup> réalisé sur la base des expositions<sup>63</sup> des trois banques implantées en Afrique font ressortir que ces dernières maintiennent sur base sociale des ratios de solvabilité supérieurs aux minimas réglementaires.

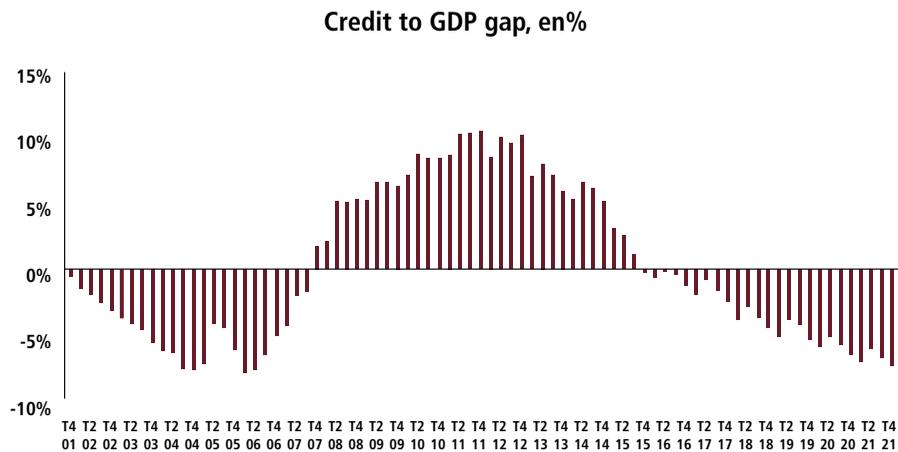
62 Le stress test est réalisé sur base sociale et permet d'évaluer l'impact de défaut des filiales établies en Afrique sur leurs maisons mères.  
 63 Englobe leurs expositions directes et indirectes via leurs banques offshores et filiales en Europe, bilan et hors bilan.

### III.6 POLITIQUE ET INSTRUMENTS MACROPRUDENTIELS

#### A. Le coussin contracyclique

Le coussin de fonds propres contracyclique est un instrument macroprudentiel destiné à atténuer les risques systémiques cycliques et à contrecarrer la procyclicité dans l’extension du crédit. Il a été introduit par Bank Al-Maghrib comme disposition réglementaire au niveau de la circulaire sur les fonds propres n°01/W/2016 du 10 juin 2016. Il s’agit d’une mesure préventive, recommandée par Bâle III, obligeant les banques à constituer des fonds propres de base de catégorie 1 dans les périodes pendant lesquelles la croissance du crédit est forte. Ce coussin peut être libéré pendant les périodes de ralentissement de l’activité, permettant ainsi aux banques de continuer à prêter à l’économie réelle.

L’écart du ratio du crédit au secteur privé au PIB par rapport à sa tendance constitue le principal indicateur guidant l’activation de cet instrument. Tenant compte des dernières prévisions macroéconomiques de la Banque, le ratio du crédit au PIB demeure négatif et ne devrait pas se résorber sur l’horizon de prévision, ce qui n’implique pas la constitution d’un coussin de fonds propres contracyclique actuellement<sup>64</sup>.



Source : BAM

#### B. Instruments macroprudentiels pour atténuer les risques liés au secteur immobilier

La Banque est engagée pour définir un cadre légal et analytique des instruments de politique macroprudentielle visant à atténuer le risque systémique lié aux secteurs immobilier et des ménages (tels que les LTV -Loan to Value-, DSTI -Debt Service to Income- ou les outils de capital sectoriels).

<sup>64</sup> Maintenu à 0% depuis juin 2016.

Ses travaux déployés jusque-là visent à une revue de la disponibilité des données pour la surveillance des risques afférents au secteur immobilier et l'élaboration d'une stratégie d'utilisation des outils macroprudentiels associés, pour établir à terme un cadre légal ou conventionnel pour l'introduction de ces outils et leur calibrage initial.

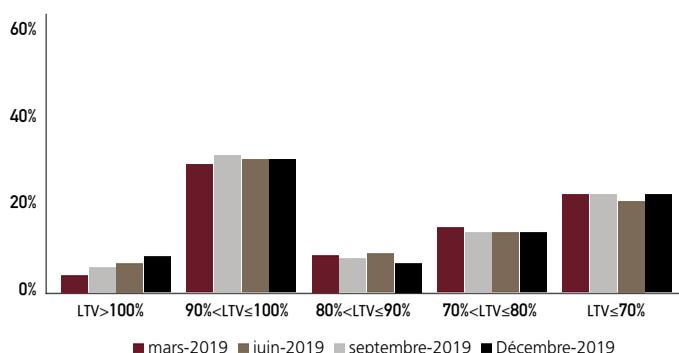
### a. Le ratio « prêt sur valeur » relatif au crédit à l'habitat

La production annuelle de crédits à l'habitat s'est établie à 26,3 milliards de dirhams, en baisse de 4% par rapport à 2018. L'analyse des données reçues auprès des banques a fait ressortir que 76% de la production des crédits acquéreurs a été réalisée par quatre banques en ligne avec leur part de marché.

La LTV moyenne à l'octroi au niveau des banques s'est située ainsi autour de 82%<sup>65</sup>, variant selon les banques.

Concernant la structure de la production des nouveaux prêts en 2019, selon le niveau de la LTV, l'analyse a montré que la proportion des emprunteurs dont la LTV est inférieure à 80% représente 45%. Près de 38% des crédits sont accordés avec une LTV entre 90% et 100%. S'agissant des opérations ayant fait l'objet de surfinancement (LTV>100%), leur part se situe à 8%.

**Structure de la production de 2019 par tranche de LTV**



Source : BAM

<sup>65</sup> Les données relatives au calcul du ratio LTV ont fait objet d'une fiabilisation avec les banques durant l'année 2019

### Encadré n°9 : Webscraping

Dans le cadre de l'affinement de l'évaluation des risques systémiques inhérents au secteur immobilier, Bank Al-Maghrib travaille actuellement sur une approche innovante dite « Webscraping » pour collecter des données sur les prix de location et de vente des biens immobiliers, à partir des sites Web immobiliers marocains.

Le WebScraping est une technique d'extraction des données non structurées de sites web en vue de les transformer en données structurées pouvant être stockées et analysées dans une base de données. Cette méthode est également connue sous le nom d'extraction de données Web. Parmi ses principaux cas d'usage, on peut citer :

- Recueil des données à partir de sites Web immobiliers ;
- Analyses des marchés financiers ;
- Recueil des données gouvernementales (Education, Santé, Tourisme...).

#### Processus de Web Scraping



En vue d'exploiter cette technique pour l'analyse du secteur immobilier, Bank Al-Maghrib a utilisé un langage de programmation dédié pour l'élaboration d'un code informatique qui parcourt les différents sites Web spécialisés dans les annonces d'achat/vente/location de biens immobiliers et en a extrait les données nécessaires pour l'analyse des prix de vente et de location sur le marché immobilier marocain. Les données extraites devraient être utilisées pour le calcul des indicateurs de suivi du risque immobilier, tels que le ratio location/prix. De plus, les travaux en cours exploitent des algorithmes de Machine Learning non supervisés basés sur l'intelligence artificielle afin d'assurer une meilleure segmentation des offres sur le marché immobilier.

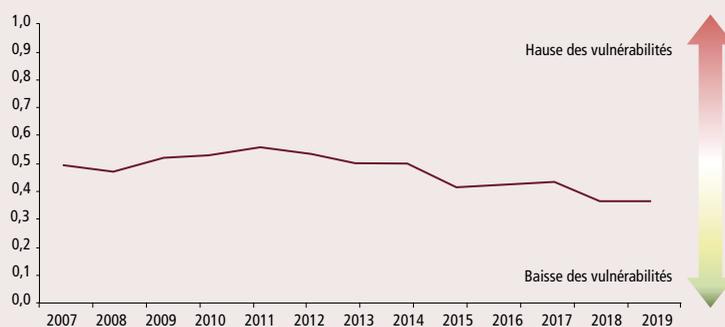
## b. Le ratio « service de la dette rapporté au revenu »

Afin d'évaluer la soutenabilité du niveau d'endettement des personnes physiques auprès de l'ensemble des établissements de crédit, des travaux ont été engagés pour la collecte et l'analyse des données servant au calcul de l'indicateur service de la dette par rapport au revenu (DSTI - debt-service-to-income ratio). Aussi, des réunions ont été tenues avec les banques et les principales sociétés de crédit à la consommation afin de rappeler les objectifs et l'importance du reporting DSTI, d'échanger globalement sur les conditions requises lors de l'octroi de crédit (taux d'endettement acceptable, durée, taux d'intérêts...), ainsi que la disponibilité et la fiabilité des données recueillies, notamment celles portant sur le revenu des particuliers et leur service de la dette. Les premiers reportings contenant les données servant au calcul du DSTI ont été reçus et analysés.

### Encadré n°10 : Indice de Stabilité Financière

Les risques entourant la stabilité financière se sont maintenus à un niveau modéré comme en atteste l'indice de stabilité financière, qui s'est quasi-stabilisé à 0,36 en 2019. En effet, les conditions économiques ont été globalement favorables en raison notamment de la hausse de la croissance non agricole et l'atténuation du déficit courant. Parallèlement, la solidité des institutions financières s'est améliorée suite notamment au renforcement des fonds propres prudentiels en 2019. Quant aux vulnérabilités des agents non financiers, elles se sont légèrement accrues, en lien avec l'accroissement de la dette des ménages et des entreprises non financières entre 2018 et 2019. Pour leur part, les marchés financiers se sont caractérisés par un niveau modéré du risque bien que le PER du marché boursier et la volatilité du taux de bon de Trésor aient augmenté d'une année à une autre.

Evolution de l'indice de stabilité financière



# **CHAPITRE 4**

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



## **APERÇU**

*L'année 2019 s'est caractérisée par la poursuite du creusement du déficit de la liquidité bancaire de près de 75 milliards de dirhams, en lien principalement avec l'accroissement de la circulation fiduciaire. Dans ce contexte, la Banque centrale a haussé l'encours de ses interventions d'une année à l'autre de près de 13,8 milliards en moyenne quotidienne, pour s'établir en 2019 à 75,8 milliards. Sur le plan des conditions monétaires, Bank Al-Maghrib a baissé le niveau de la réserve obligatoire de 4% à 2%, en septembre 2019, permettant ainsi une injection structurelle de près de 11 milliards de dirhams de liquidité.*

*Dans un contexte des taux bas et stables, les émissions de dette privée continuent leur dynamique haussière tirée essentiellement par les acteurs du secteur financier. Elles ont atteint 82,6 milliards de dirhams en 2019, soit une augmentation de 19% contre 30% en 2018, portant ainsi l'encours à 230 milliards de dirhams. Le risque de crédit relatif aux émetteurs de dette privée ayant fait appel public à l'épargne reste limité et ce, en l'absence de défaut de remboursement des échéances de la dette. Les émissions obligataires par voie de placement privé représentent 30% des émissions d'obligations privées et restent réservées aux investisseurs qualifiés. Par ailleurs, une tendance haussière est observée au niveau de l'encours des obligations subordonnées perpétuelles au profil plus risqué. Il représente 12,6% de l'encours obligataire privé. Ces émissions sont également réservées aux investisseurs qualifiés, y compris les OPCVM l'ayant prévu dans leur politique d'investissement.*

*Le marché boursier a connu une hausse sensible des émissions des titres de capital avec un volume de 9,8 milliards de dirhams et ce, grâce essentiellement aux augmentations de capital réalisées par les banques. Avec une volatilité globalement limitée, l'indice MASI a connu une tendance haussière à partir du deuxième semestre 2019, enregistrant ainsi une performance annuelle de 7,11%. La valorisation de la Bourse de Casablanca en 2019 ressort élevée avec un PER de 23,7x en fin d'année.*

*L'actif net des OPCVM a connu une croissance soutenue durant les six dernières années pour atteindre 471 milliards de dirhams soit près de 40% du PIB. Il reste majoritairement détenu par les institutions financières (plus des trois-quarts) ce qui engendre une interconnexion importante entre les institutions financières et le marché des capitaux et fait l'objet, en conséquence, d'un suivi particulier. Avec respectivement des encours à fin 2019 de 10,6 milliards de dirhams et 3,5 milliards de dirhams, les fonds de titrisation et de capital investissement ne représentent pas un enjeu pour la stabilité financière. Par ailleurs, l'année 2019 a été marquée par le lancement des premiers fonds OPCI.*

*L'activité de prêts de titres enregistre une baisse avec un volume de 307 milliards de dirhams en 2019 contre 361,5 milliards de dirhams en 2018 et 510 milliards de dirhams en 2017. Ces opérations portent essentiellement sur les BDT. Les principales opérations impliquent les OPCVM en tant que prêteurs et les banques en tant qu'emprunteurs avec des prêts majoritairement sans collatéral. Ces derniers sont néanmoins réalisés dans la limite réglementaire de 10% de l'actif net de chaque fonds.*

*Concernant les Infrastructures de Marchés Financiers (IMF) notamment systémiques, elles continuent d'afficher des niveaux de fiabilité et de disponibilité satisfaisants permettant aux participants d'émettre leurs instructions de paiement et de procéder à leur règlement dans les meilleures conditions de sécurité. La résilience des IMFs, évaluée sur la base des 24 Principes pour les Infrastructures des Marchés Financiers (PIMF) édictés par la Banque des Règlements Internationaux, s'est améliorée en 2019, notamment, dans les domaines du cadre organisationnel des IMF et de leur gestion des risques (y compris le risque opérationnel).*

## IV.1 MARCHES DE CAPITAUX

### A. MARCHES MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

#### *Poursuite du resserrement de la liquidité bancaire*

Au titre de l'année 2019, le besoin en liquidité des banques soumises à la règle de la réserve obligatoire s'est accentué de près de 14 milliards de dirhams en moyenne quotidienne, contre 20 milliards de dirhams en 2018, clôturant ainsi l'année 2019 avec un déficit de 75 milliards. Ce creusement de la liquidité bancaire est tiré principalement par l'augmentation de la monnaie fiduciaire.

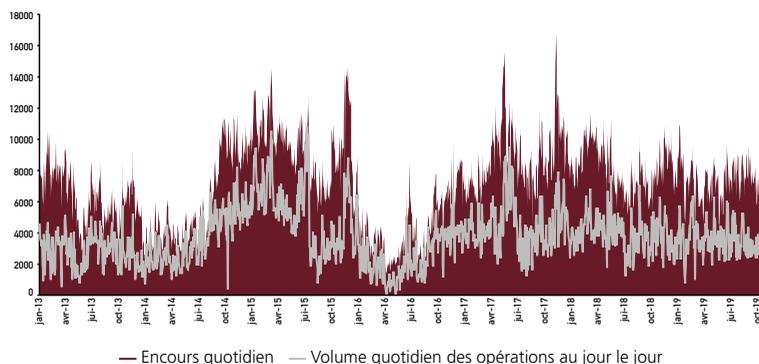
Dans ces conditions, la Banque a procédé à la baisse du ratio de la réserve obligatoire, le ramenant de 4% à 2% en septembre 2019, qui s'est traduite par une injection structurelle de liquidité de près de 11 milliards de dirhams, permettant d'atténuer le besoin de refinancement des banques. Celui-ci est passé de 85,4 milliards de dirhams en moyenne quotidienne au cours du 3<sup>ème</sup> trimestre 2019 à 66,5 milliards au dernier trimestre de l'année.

Dans ce contexte, Bank Al-Maghrib a augmenté l'encours de ses interventions à 75,8 milliards de dirhams en moyenne quotidienne au cours de l'année 2019, après 62 milliards en 2018.

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

Les volumes échangés sur le marché monétaire interbancaire en blanc, structurellement faible, ont diminué en moyenne à près de 7,5 milliards de dirhams en 2019, au lieu de 8,1 milliards l'année précédente, en lien avec la baisse de la volumétrie des opérations traitées au jour le jour, dont l'encours moyen a enregistré un recul de 11,6%, passant de 4 milliards de dirhams en 2018 à près de 3,6 milliards en 2019.

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

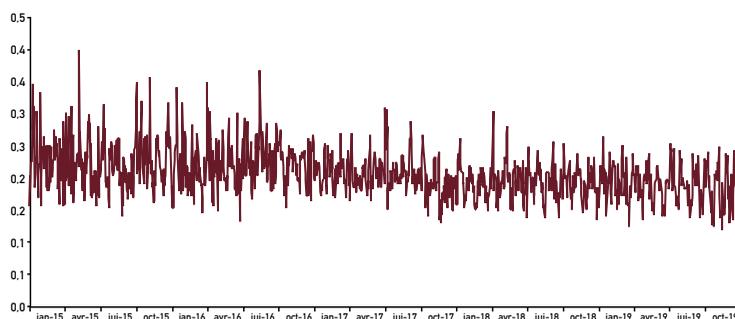


Source : BAM

### Persistence de la concentration sur le marché monétaire

Les liquidités bancaires demeurent inégalement réparties entre les banques puisque les deux tiers des réserves totales sont détenues par les trois plus grands établissements de la place. Ainsi, l'indice Herfindahl-Hirschman de la liquidité bancaire s'est situé à un niveau de 0,19, supérieur au seuil de 0,18 reflétant la forte concentration de la liquidité bancaire.

#### Concentration de la liquidité bancaire

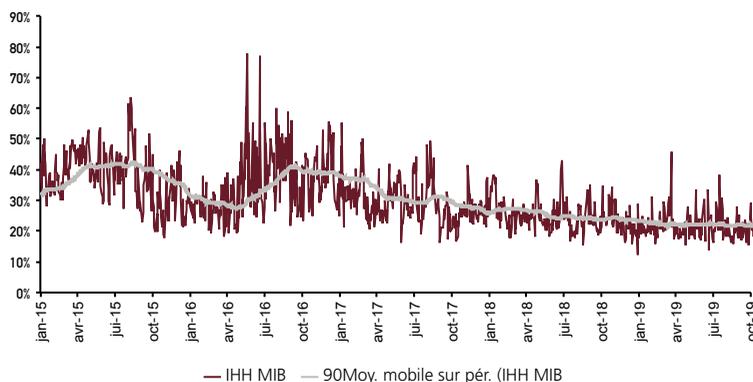


Source : BAM

Le marché monétaire interbancaire en blanc (MIB) demeure fortement concentré comme le montre l'indique l'indice Herfindahl-Hirschmann (IHH) qui s'est établi en moyenne à 0,22, en baisse toutefois de 8% par rapport à 2018.

Cette évolution, observée dans un contexte de resserrement de liquidité bancaire et de baisse d'activité sur le marché monétaire interbancaire, est plus accentuée du côté des emprunts pour lesquels l'indice s'est élevé à 0,23 en moyenne au cours de l'année 2019, contre 0,26 un an auparavant.

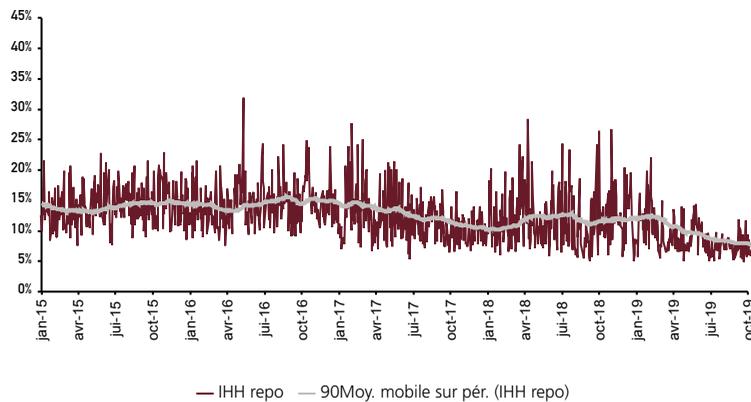
#### Concentration du marché monétaire interbancaire en blanc au jour le jour



Source : BAM

En parallèle, le marché de la pension livrée est caractérisé par une moins importante concentration par rapport aux autres compartiments, qui s’est traduite par la baisse de l’indice IHH passé en moyenne à 0,08 en 2019 contre 0,12 une année auparavant. Ce marché se situe ainsi dans la catégorie des marchés modérément concentrés du fait de son élargissement à d’autres opérateurs, notamment les OPCVM. Néanmoins, les emprunts sur le marché collatéralisé demeurent concentrés autour des établissements bancaires avec une part de 66% du volume global.

### Concentration du marché de la pension livrée

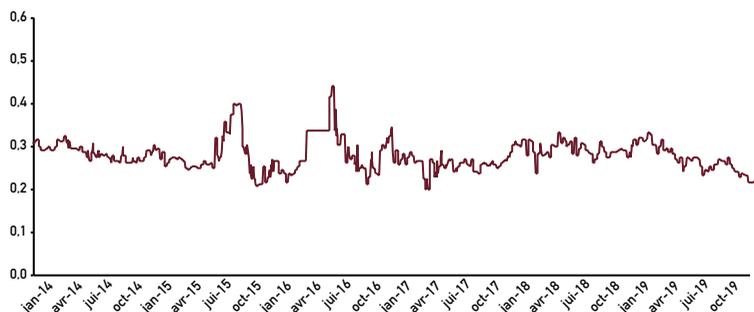


Source : BAM

### *Persistence de la concentration du refinancement auprès de la Banque centrale*

La concentration élevée des opérations de refinancement est reflétée sur la répartition des injections de la Banque centrale. En effet, près de 84% de l’enveloppe servie étant captée, par un nombre restreint d’établissements bancaires à l’instar des années précédentes. Le niveau de l’IHH des injections de BAM a ainsi évolué autour de 0,27 en 2019, toutefois en légère baisse de deux points de pourcentages par rapport au niveau observé au cours de l’année précédente.

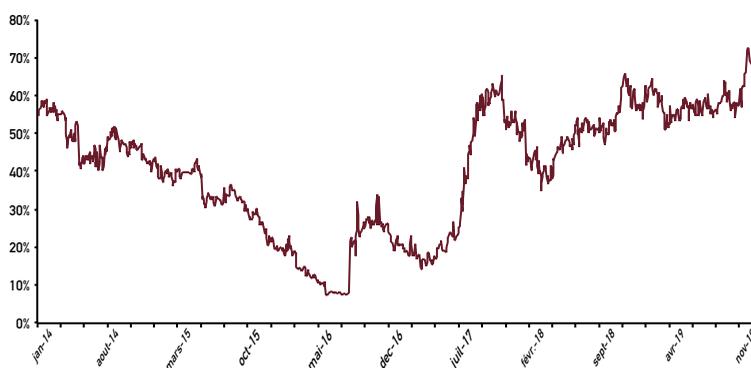
### Concentration du refinancement auprès de Bank Al-Maghrib



Source : BAM

Le resserrement de la liquidité bancaire et l’orientation accommodante de la politique monétaire de Bank Al-Maghrib ont induit une augmentation tendancielle des opérations de refinancement auprès de la Banque Centrale. Cette situation a entraîné une pression de plus en plus forte sur le collatéral éligible aux opérations de politique monétaire. 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 56%, contre 53% en 2018 et 40% en 2017.

### Part du collatéral mobilisé par les banques

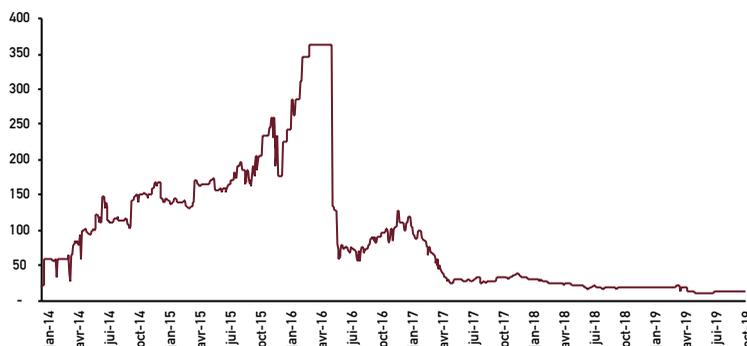


Source : BAM

### *Poursuite de la contraction de la durée moyenne des interventions de BAM*

La durée moyenne des interventions de Bank Al-Maghrib s’est inscrite en baisse à près de 16 jours au cours de l’année 2019, contre une durée moyenne de 25 jours l’année précédente et 55 jours en 2017. Cette contraction s’explique principalement par l’importante augmentation des opérations de refinancement hebdomadaires auprès de la Banque Centrale en lien avec le resserrement des conditions de la liquidité bancaire.

### Durée moyenne des interventions de BAM



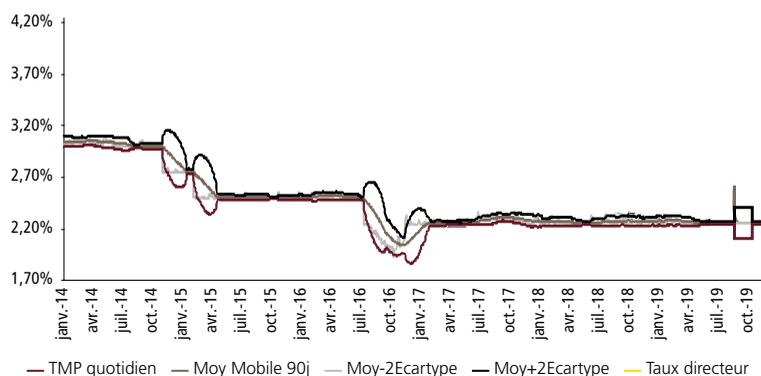
Source : BAM

Dans un contexte de baisse des volumes échangés sur le marché monétaire interbancaire, le loyer de l'argent au jour le jour est resté proche du taux directeur de Bank Al-Maghrib, maintenu à 2,25%, tout au long de l'année 2019, en s'établissant en moyenne à 2,269% contre 2,274%, soit un écart de 1,9 point de base.

Le taux interbancaire en blanc est demeuré volatil au cours de cette année comme en témoigne la hausse de son écart-type passant de 0,02% en 2018 à 0,03%. Il a globalement oscillé dans une fourchette allant de 2,25% à 2,857%, soit un spread de 61 points de base contre un spread de 11 points de base l'année précédente.

Les mouvements de resserrement de liquidités bancaires ont exercé des tensions passagères sur l'évolution du TMP interbancaire, notamment au troisième trimestre de 2019 au cours duquel l'écart type du TMP a atteint 0,06%.

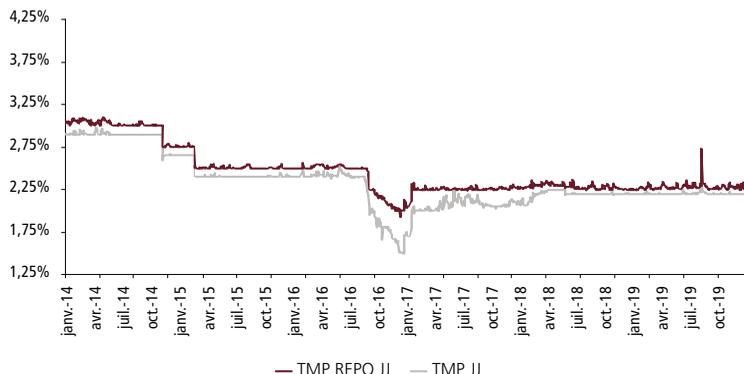
#### TMP interbancaire au jour le jour: Tendence et volatilité



Source : BAM

L'efficacité de la formation des prix sur le marché monétaire, mesurée par l'écart entre les taux d'intérêts maximum et minimum au cours d'une même journée sur le marché interbancaire en blanc, s'est légèrement améliorée en 2019. En effet, les écarts constatés ont baissé en moyenne en 2019 à près de 8 points de base contre 9 points de base en 2018. Par ailleurs, les écarts entre les financements sur le marché collatéralisé et ceux du marché en blanc ont reculé à un niveau moyen de 6,7 points de base contre 7,2 et 12,3 points de base observés en 2018 et 2017 respectivement, reflétant ainsi une connexion dans la formation des taux sur les deux segments, dans un contexte de baisse de l'aversion au risque.

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

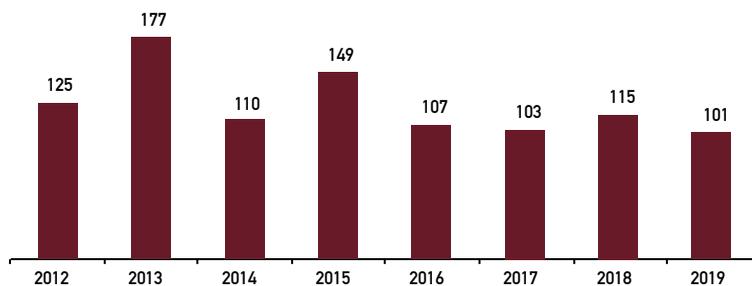


Source : BAM

### Recul des émissions des bons du Trésor, dans le sillage de l'amélioration du déficit budgétaire

Les investisseurs institutionnels continuent de privilégier le placement dans le marché de la dette publique, avec un encours de près de 552 milliards de dirhams à fin 2019, en raison de la sécurité qu'il offre et du manque d'autres alternatives de placement. Par ailleurs, les émissions des bons du Trésor se sont établies en 2019 à 101 milliards de dirhams, en baisse de 12,2% par rapport à 2018, confirmant ainsi la tendance globalement baissière observée depuis 2014.

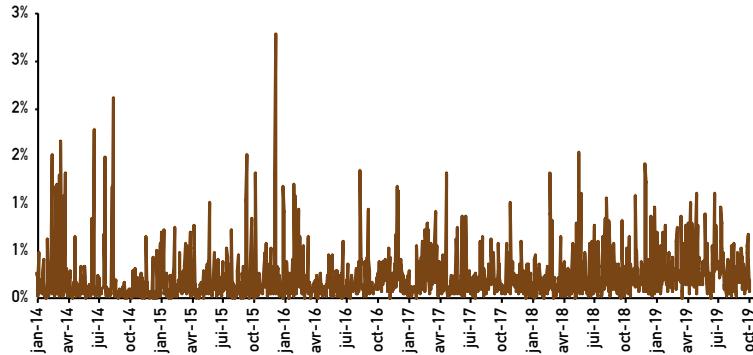
### Evolution des émissions des Bons du Trésor (en Md MAD)



Source : Maroclear et Calculs AMMC

Le marché secondaire des Bons du Trésor se caractérise toujours par un degré de profondeur relativement bas, son taux de rotation annuel reste faible à 0,33% en 2019, quoiqu'en amélioration (0,22% en 2018).

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

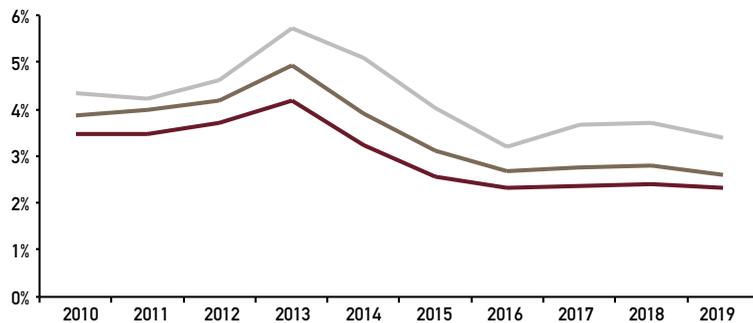


Source : BAM

*Les taux des BDT, sur les marchés primaire et secondaire, se sont orientés à la baisse, en particulier dans les segments moyen et long terme*

Les taux moyens pondérés (TMP) des adjudications des bons du Trésor ont connu en 2019 des variations globalement plus marquées en comparaison avec l’année précédente. En effet, dans un contexte caractérisé par l’amélioration des conditions de financement du Trésor, ces taux se sont inscrits dans une tendance baissière mais à des rythmes différenciés selon les segments. La baisse a atteint 8 points de base pour les taux des BDT à 52 semaines qui se sont établis à 2,31%, tandis que pour les maturités à moyen et long terme, les baisses ont été plus importantes avec 21 points de base pour les taux à 5 ans qui ont atteint 2,60% et de 31 points base pour les taux à 15 ans qui ont reculé à 3,39%.

### Evolution des taux sur le marché obligataire primaire



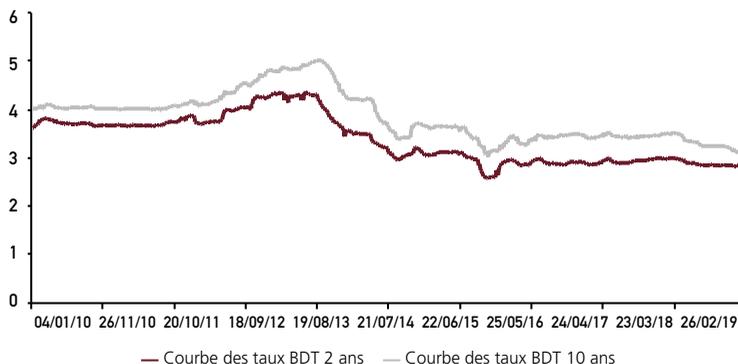
— Taux des adjudications des BDT ( 52 semaines) — Taux des adjudications des BDT (5 ans) — Taux des adjudications des BDT ( 15 ans)

Source : BAM, Ministère des Finances

### Baisse des taux de rendement des Bons du Trésor à moyen et long terme

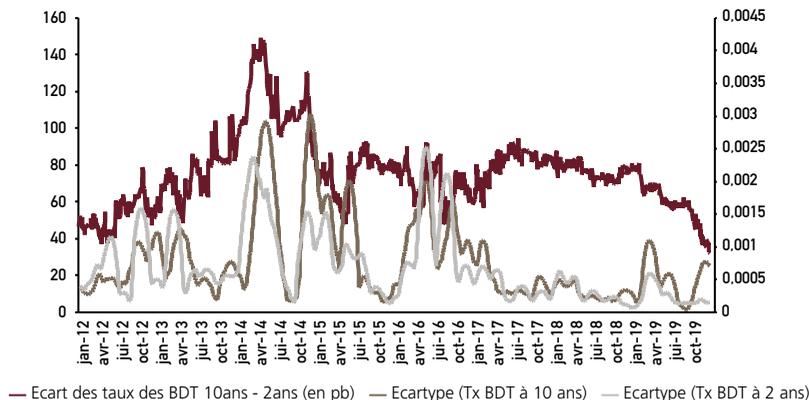
Au titre de l'année 2019, la courbe des taux d'intérêt a connu un mouvement vers le bas en raison de la baisse des rendements sur l'ensemble des maturités. Ainsi les taux de rendement des bons du Trésor se sont établis en moyenne à 2,42% et 3% en 2019 pour les maturités 2 ans et 10 ans respectivement. En outre, l'écart de rendement entre les taux à 2 ans et 10 ans a poursuivi sa baisse pour se réduire à 59 points de base en 2019, soit 18 points de base de moins qu'en 2018, traduisant un net resserrement du spread 2-10 ans, accompagné d'un mouvement d'aplatissement de la courbe des taux.

Evolution des taux sur le marché des BDT 2 ans & 80 ans



Source : BAM

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



Source : BAM

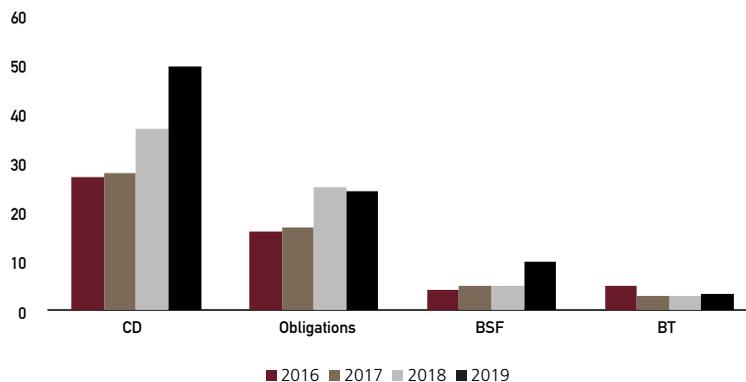
Dans ce contexte, la volatilité historique des taux des Bons du Trésor s'est accentuée pour la maturité à 10 ans tandis qu'elle s'est affaiblie pour celle à 2 ans. En effet, l'écart-type des taux des bons du trésor à 2 et 10 ans s'est établi respectivement à 2 et 5 points de base à fin 2019 contre 3 points de base un an auparavant.

*Tirées globalement par le secteur financier, les émissions de dette privée poursuivent leur dynamique haussière.*

Bénéficiant encore d'un contexte de taux bas, les émissions de la dette privée se sont établies à 86,8 milliards de dirhams pour l'année 2019, soit une hausse de 26% par rapport à 2018. Une augmentation qui intervient après une hausse de 30% en 2018.

Cette évolution s'explique par l'augmentation des émissions des certificats de dépôt de 35% ainsi que des Bons des sociétés de financement qui ont doublé de volume d'émission passant de 5 à 10 milliards de dirhams.

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

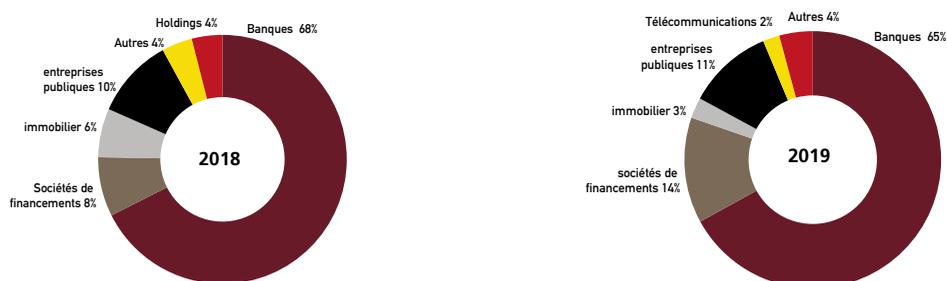


Source : Maroclear et Calculs AMMC

Les émissions de dette privée en 2019 restent dominées par les TCN à hauteur de 71,94% contre 64,12% en 2018. En effet, les certificats de dépôts représentent plus de la moitié de l'ensemble des émissions de la dette privée, soit 56,89% contre 52,71% en 2018. Les bons des sociétés de financement (BSF) et les billets de trésorerie (BT) représentent respectivement 11,23% et 3,82% contre 7,66% et 3,75% en 2018. Quant aux obligations, elles représentent 28,06% du volume d'émission de la dette privée en 2019 contre 35,88% en 2018.

Les établissements de crédits (banques et sociétés de financements) restent les principaux émetteurs de dette privée avec 80,3% de l'ensemble des émissions. En effet, les banques ont émis sur le marché des montants importants s'élevant à près de 58 milliards de dirhams, que ce soit sous forme de certificats de dépôt ou d'obligations, ce qui représente 67% des émissions de dette privée effectuées en 2019. Pour leur part, les sociétés de financement ont réalisé des émissions s'établissant à 11,5 milliards de dirhams, soit près de 13,3% de part de marché.

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

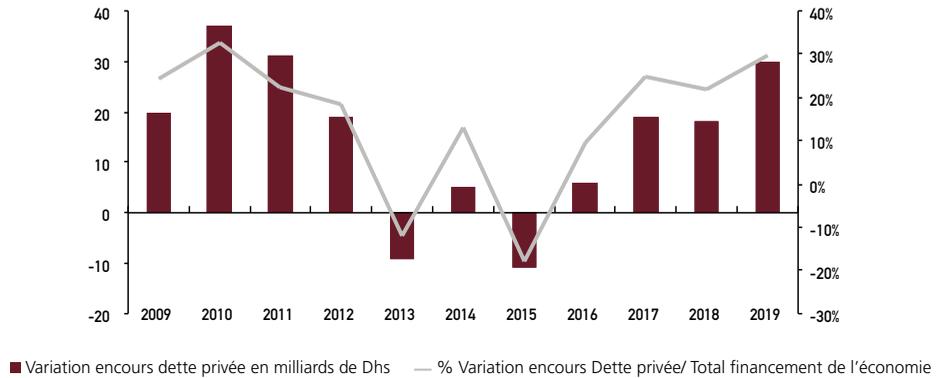


Source : Maroclear et Calculs AMMC

Les entreprises publiques, quant à elles, représentent 10,8% des émissions et visent principalement à financer d'importants projets d'infrastructures très capitalistiques dans le cadre de la mise en œuvre des stratégies sectorielles du gouvernement. Les entreprises du secteur privé ne représentent que 8,9% des émissions de dette privée en 2019.

La contribution de la dette privée dans le financement de l'économie, ressort en hausse passant de 22% en 2018 à 29% en 2019. Cette augmentation s'explique par l'augmentation plus importante du volume des émissions de la dette privée qui passe de 69,07 milliards de dirhams en 2018 à 82,61 milliards de dirhams en 2019, comparée à celle des remboursements qui se sont élevés à 52,83 milliards de dirhams en 2019 contre 50,51 milliards de dirhams en 2018. Le volume global de financement de l'économie s'établit à 100,96 milliards de dirhams en 2019 contre 85,56 milliards de dirhams en 2018.

### Variation de l'encours de la dette privée<sup>66</sup>

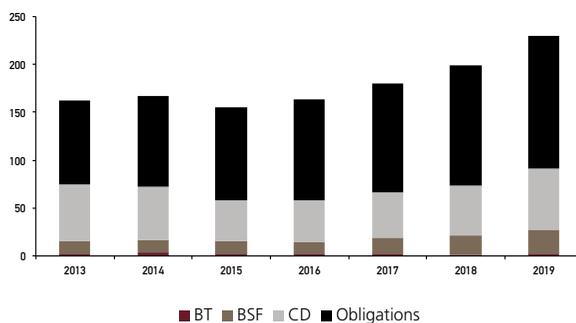


Source : Bourse de Casablanca, Bank Al- Maghrib, Maroclear et Calculs AMMC.

### *L'encours de la dette privée reste toujours sur une orientation haussière atteignant 230 milliards de dirhams*

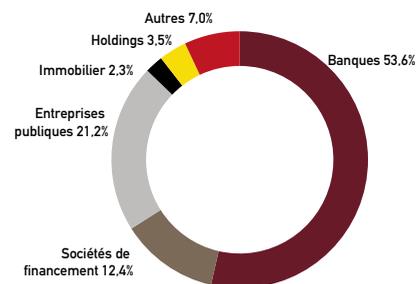
L'encours de la dette privée s'est établi à près de 230 milliards de dirhams à la fin de l'année 2019 contre 200 milliards de dirhams à la fin de l'année 2018, soit une hausse de 15%. Cette hausse provient à hauteur de 81% et à parts égales des gisements « obligataire » et « certificats de dépôts ». Les bons de sociétés de financement ainsi que les billets de trésorerie affichent des encours en hausse respectivement de 5 milliards de dirhams et de 1 milliard de dirhams. Les établissements de crédit (banques et sociétés de financement) restent les principaux débiteurs en dette privée avec 66% de l'encours global.

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



Source : Maroclear et Calculs AMMC

### Ventilation de l'encours par secteur



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

**Réservées aux investisseurs qualifiés, les émissions obligataires par voie de placement privé représentent 30% des émissions d'obligations privées**

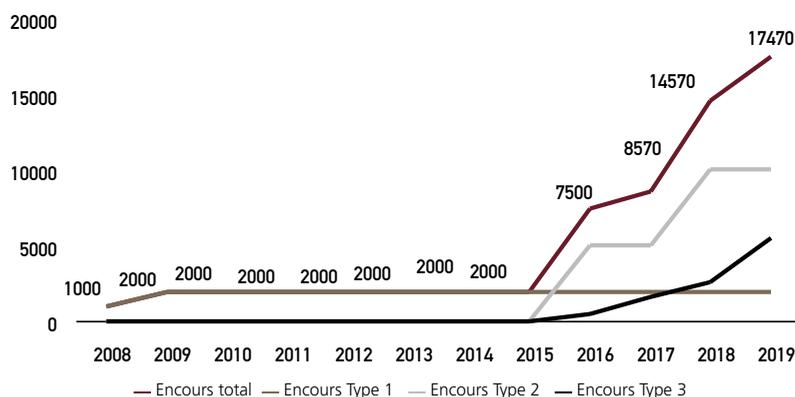
L'année 2019 a connu la réalisation de 9 émissions obligataires par voie de placement privé (PP) contre 7 en 2018 avec néanmoins un volume en baisse à 7 milliards de dirhams contre 7,8 milliards de dirhams. La part de ces opérations dans le volume d'émission globale d'obligations privées est restée stable aux alentours de 30% sur les deux années. Pour rappel, ce type d'émission ne bénéficie pas de la protection du régime de l'appel public à l'épargne (APE). Toutefois, il reste réservé à un nombre limité d'investisseurs qualifiés, à savoir un maximum de vingt investisseurs par émission.

**Tendance haussière de l'encours des obligations subordonnées perpétuelles au profil plus risqué, notamment de type AT1, qui restent néanmoins réservées aux investisseurs qualifiés**

L'encours des émissions d'obligations subordonnées perpétuelles connaît une croissance continue depuis l'année 2016. Il est passé de 2 milliards de dirhams à fin 2015 à 17,47 milliards de dirhams à fin 2019, soit 12,6% de l'encours obligataire privé et ce, suite :

- Aux deux émissions de type 2 (cf. définition dans l'encadré ci-après) réalisées par l'OCP en 2016 et 2018 d'un montant de 5 milliards chacune ;
- Aux émissions de type 3 (cf. définition dans l'encadré ci-après, « Additional Tier 1 » (AT1)) avec quatre opérations en 2019, d'un montant global de 2,9 milliards de dirhams, contre deux opérations en 2018 d'un montant global d'un milliard de dirhams.

**Evolution de l'encours des obligations subordonnées perpétuelles (En MDH)**



Source : BAM

Pour rappel, les émissions de type 3 (AT1) sont apparues sur le marché marocain en 2016. Elles permettent de répondre à la fois au besoin d'un meilleur rendement pour les investisseurs et celui des émetteurs de renforcer leurs structures financières. En effet, les investisseurs dans ce type d'obligations perçoivent une rémunération plus élevée que pour une obligation ordinaire. Néanmoins, tel que présenté dans l'encadré ci-après, ces titres hybrides présentent un profil de risque plus élevé.

En considération de ce qui précède, l'AMMC réserve la possibilité de souscription à ces instruments, ainsi que leur négociation sur le marché secondaire, aux investisseurs qualifiés. Concernant en particulier les OPCVM, qui sont les principaux souscripteurs à ces émissions, l'AMMC exige que seuls les OPCVM dont la stratégie d'investissement autorise explicitement ce genre d'instruments puissent y souscrire.

### **Encadré N°11 : Les émissions obligataires perpétuelles**

Depuis quelques années, un type particulier d'obligations a commencé à émerger sur le marché Marocain. Il s'agit d'obligations subordonnées ayant des caractéristiques particulières leur permettant d'être considérées comme des fonds propres par les régulateurs prudeniels ou agences de notation.

Ces instruments présentent des caractéristiques hybrides entre titres de dette et titres de capital. A ce jour, il existe au Maroc trois types d'obligations subordonnées perpétuelles :

- Type 1 : Emissions obligataires subordonnées perpétuelles assorties d'une clause de remboursement anticipé à partir de la 10ème année, après accord de Bank Al-Maghrib et avec un préavis minimum de 5 ans, ainsi que d'une clause permettant à l'émetteur de différer les paiements des intérêts lorsque sa situation financière l'exige.
- Type 2 : Emissions d'obligations subordonnées perpétuelles, avec option de remboursement à partir de la dixième année, et sous certaines autres conditions. Les conditions de ces émissions prévoient aussi que l'émetteur peut à sa discrétion, différer le paiement d'un ou plusieurs coupons. Dans ce dernier cas, l'émetteur ne peut pas distribuer de dividendes ou rémunérer des titres de même rang.

### Encadré N°11 : Suite

- Type 3 : Emissions obligataires du type AT1 réalisées par des établissements de crédit pour le renforcement de leurs fonds propres réglementaires. En effet, le traitement prudentiel de ces instruments les qualifie comme fonds propres additionnels de catégorie 1 (conformément aux dispositions de la circulaire n° 14/G/2013 de Bank Al-Maghrib du 13 août 2013 relative au calcul des fonds propres réglementaires des établissements de crédit) grâce à leurs clauses dont les principales sont :
  - Une maturité perpétuelle, avec la possibilité d'un remboursement après accord de Bank Al-Maghrib et préavis minimum de cinq ans ;
  - L'émetteur peut décider, à sa discrétion et après accord préalable de Bank Al-Maghrib, d'annuler (en totalité ou en partie) le paiement du montant des intérêts pour une période indéterminée et sur une base non cumulative et ce, en vue de faire face à ses obligations ;
  - La valeur nominale des titres est dépréciée lorsque le ratio Common Equity Tier1 (CET 1), tel que défini par Bank Al Maghrib, devient inférieur à un certain niveau (6,0%) des risques pondérés, sur base individuelle ou consolidée. La dépréciation des titres permet à l'émetteur de reconstituer ses fonds propres de base jusqu'à l'atteinte du seuil précité ;
  - Les clauses d'annulation de coupon et de dépréciation de la valeur nominale des titres s'appliquent à tous les instruments de même catégorie, de manière proportionnelle.

Les principaux risques en lien avec les instruments précités sont les suivants :

- **Risque de dépréciation de la valeur nominale des titres**

Ce risque concerne les instruments de type 3 (AT1), qui doivent être dépréciés dès lors que le ratio CET1 de l'émetteur descend en deçà de 6%. Les émetteurs de ces instruments se sont engagés à publier leurs ratios prudentiels historiques et prévisionnels pour tenir le marché informé de leur évolution. Les niveaux affichés par les établissements de crédit émetteurs de ces instruments sont conformes aux exigences réglementaires, et ne font pas apparaître de risque d'activation du mécanisme de dépréciation des titres.

### Encadré N°11 : Suite

#### • **Risque d'annulation ou de différé du coupon**

Les clauses prévues par les instruments précités octroient à l'émetteur la discrétion pour différer ou annuler un ou plusieurs coupons. En cas d'activation, ce dispositif impacterait aussi les autres catégories titres en limitant les capacités de distribution de l'émetteur à leur profit. Toutefois, il convient de souligner que les émetteurs de ces instruments sont soumis à plusieurs dispositifs de transparence améliorant la protection des intérêts des obligataires, notamment :

- L'obligation d'informer le marché de toute décision importante relative aux titres (dépréciation, différé ou annulation du coupon) ;
- L'obligation de publier semestriellement la composition de leurs fonds propres et risques pondérés ainsi que leurs ratios prudentiels prévisionnels sur un horizon de 18 mois ;
- L'obligation de transmettre lesdites informations au représentant de la masse des obligataires ;
- L'obligation d'informer les régulateurs (BAM et AMMC) des décisions relatives aux titres.

#### • **Risque lié à la valorisation des titres**

Les émissions obligataires perpétuelles sont des instruments complexes, dont la valeur dépend de plusieurs facteurs tels que :

- La probabilité d'activation des mécanismes éventuels de dépréciation ou d'appréciation de la valeur nominale ;
- La probabilité d'exercice d'options à la discrétion de l'émetteur (remboursement, différé ou annulation du coupon) ;
- La probabilité de changements affectant la situation financière de l'émetteur ou la qualification des titres (changement réglementaire ou dans la méthodologie des agences de notation) ;
- Le risque de crédit de l'émetteur ;
- L'évolution des conditions sur le marché des taux.

Ainsi, la valorisation de ce type de titres peut devenir difficile et des écarts de valorisation pourraient être observés. Ce risque peut être réduit à travers une communication adéquate de la part des émetteurs.

## Encadré N°11 : Suite

### • Risque lié au remboursement en cas de défaut

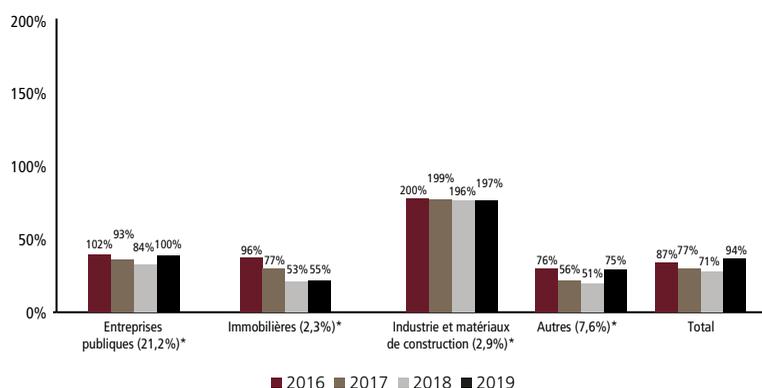
Comme leurs noms l'indiquent, ces obligations sont subordonnées aux obligations ordinaires en cas de défaut, c'est-à-dire que leur remboursement n'intervient qu'après le remboursement intégral des obligations ordinaire, mais avant le remboursement des actions. Par conséquent, les chances de récupérer ces créances en cas de défaut sont plus faibles.

*Un endettement globalement maîtrisé par les émetteurs non-financiers de dette privée, ayant fait appel public à l'épargne et aucun défaut de paiement enregistré.*

La situation du risque de crédit relatif à la dette privée ressort favorable en 2019 dans la mesure où aucun évènement de défaut de paiement n'a été enregistré. Concernant les deux émetteurs appartenant à un même groupe immobilier ayant connu des difficultés en 2014, ils poursuivent la réalisation d'un programme de restructuration qui a permis notamment de réduire de manière significative leurs dettes bancaire et privée.

Concernant l'endettement net global des sociétés non-financières émettrices de dette privée ayant fait appel public à l'épargne, il s'élève à 188,3 milliards de dirhams au terme de l'année 2019, en augmentation de 15,2% comparativement à l'exercice précédent. Leur gearing global ressort en hausse à 94% en 2019 contre 71% en 2018. Il reste néanmoins à un niveau maîtrisé dans la mesure où les capitaux propres couvrent la totalité des dettes.

### Evolution du gearing<sup>67</sup> des émetteurs non-financiers de dette privée<sup>68</sup>



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

67 Le gearing, ou ratio d'endettement net est le rapport entre l'endettement net et les capitaux propres de l'entreprise.

68 Par appel public à l'épargne (hors placement privé).

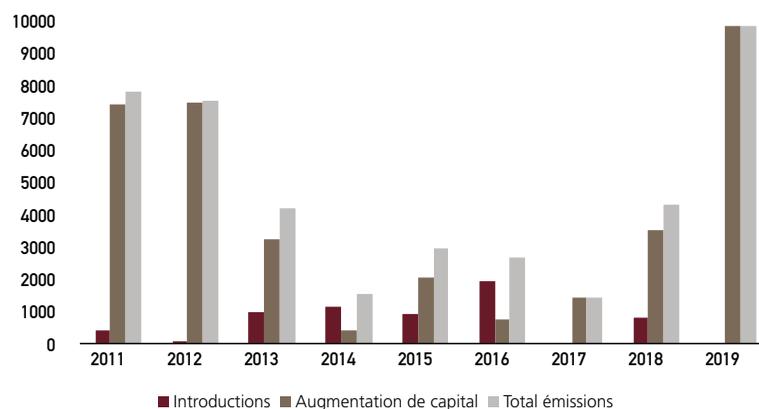
En effet, le gearing des entreprises publiques est passé de 53% en 2018 à 100% en 2019. Quoiqu'en légère hausse, de 84% en 2018 à 55% en 2019, le ratio d'endettement net des entreprises immobilières reste largement inférieur au niveau enregistré en 2016, soit 96%. Quant au secteur de l'industrie et matériaux de construction, l'évolution de son ratio d'endettement est quasiment stable au cours des quatre derniers exercices, oscillant entre 200% en 2016 à 196% en 2018 et 197% en 2019. Son niveau élevé s'explique par la situation difficile de la société Maghreb Steel dont les fonds propres sont négatifs et qui fait l'objet d'un plan de restructuration. En effet, hors Maghreb Steel, le secteur de l'industrie et matériaux de construction affiche un ratio d'endettement net de 57%. L'encours de la dette privée émise par Maghreb Steel ne représente que 0,39% du volume global de la dette privée.

## B. MARCHES ACTIONS

*Hausse sensible du volume d'émission sur le marché boursier, en comparaison avec les 6 années précédentes, grâce essentiellement aux augmentations de capital réalisées par les banques.*

Comparativement à l'année précédente, les levées de capitaux en actions sur le marché boursier ont progressé en 2019 avec un volume de 9,8 milliards de dirhams, soit une hausse de 130% par rapport à 2018.

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



Source : Bourse de Casablanca

Aucune nouvelle IPO n'a été réalisée en 2019. Toutes les levées en bourse ont été effectuées par les émetteurs déjà cotés sous forme d'augmentation de capital, dont 87,3% en numéraire, 7,5% par conversion des dividendes et 5,2% par apport en nature. L'essentiel des dites opérations, soit 93,7% a été réalisé par 3 banques dans l'objectif de renforcer leurs fonds propres.

Tableau récapitulatif des principales opérations d'augmentation de capital en 2019

Sociétés	Date de l'augmentation de capital	Type	Nombre de titres émis	Prix à l'émission	Volume de l'émission en MDH
SALAFIN	08/01/2019	Apport en nature	550 577	936	515,3
JET CONTRACTORS	29/01/2019	En numéraire	572 380	350	200,3
BCP	12/06/2019	En numéraire	10 000 000	276	2.760,0
BCP	25/06/2019	En numéraire	10 000 000	221	2.210,0
BMCE BANK	19/08/2019	Conversion des dividendes en actions	4 083 101	180	735,0
BMCE BANK	19/08/2019	En numéraire	5 550 414	180	999,1
CIH	26/09/2019	En numéraire	1 716 650	290	497,8
BMCE BANK	05/11/2019	En numéraire	10 723 555	180	1.930,2

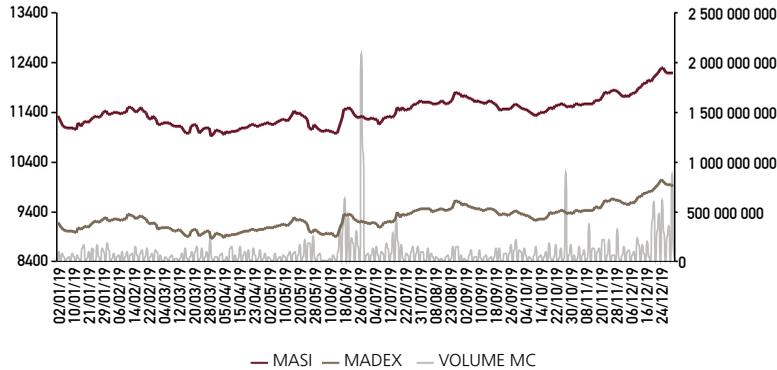
Source : Bourse de Casablanca

***Tendance haussière du marché à partir du deuxième semestre 2019 avec des volumes en hausse sur le marché de blocs.***

Après la chute de l'indice MASI au cours du deuxième semestre 2018 qui avait entraîné une contreperformance annuelle de 8,27%, le marché boursier a connu une certaine stagnation durant tout le premier semestre 2019 avec de légères fluctuations autour d'une valeur moyenne de 11 192,79 points. Le MASI a ensuite emprunté une trajectoire haussière pour finir l'année avec une performance de 7,11%.

Le volume des transactions s'est apprécié de 25% en passant d'une moyenne quotidienne de 190 millions de dirhams en 2018 à 237,4 millions de dirhams en 2019. Cette évolution est due à l'augmentation de 180,7% du volume au niveau du marché de blocs qui est passé à une moyenne quotidienne de 110,6 millions de dirhams. Pour sa part, le volume sur le marché central a atteint une moyenne quotidienne de 127 millions de dirhams, en baisse de 15,9% par rapport à l'année 2018. Certains pics ont été enregistrés de manière ponctuelle, dont en particulier celui enregistré le 27 juin d'un montant de plus de 2 milliards de dirhams et ce, suite à l'opération de vente au public de 2% du capital de Maroc Télécom.

### Evolution des indices MASI & MADEX, et du volume du marché central en 2019

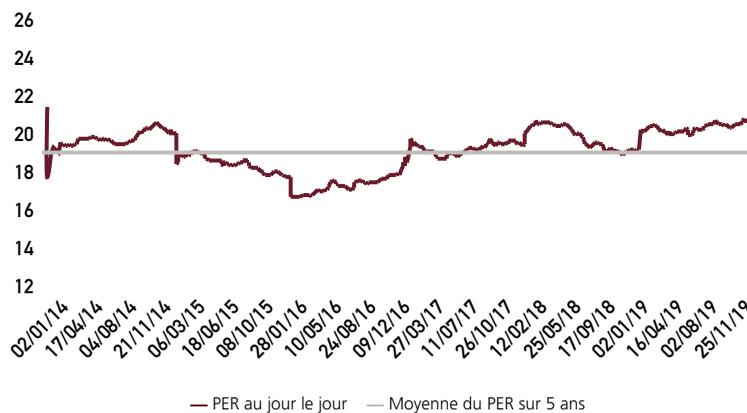


Source : Bourse de Casablanca et Calculs AMMC

#### *Une valorisation élevée de la Bourse de Casablanca qui expose les investisseurs au risque d'instabilité.*

Indicateur important dans l'analyse de la stabilité financière d'un marché boursier, le PER global de la Bourse de Casablanca<sup>69</sup> enregistre une forte hausse à fin 2019 à 23,7x. Cette hausse est due d'une part à l'augmentation de l'indice MASI de 7.11% et d'autre part, au recul de 10% de la masse bénéficiaire des entreprises cotées par rapport à l'année 2018. Cette masse bénéficiaire ayant été impactée par la baisse exceptionnelle du résultat net de Maroc Télécom. Sans cette baisse, le PER global de la Bourse de Casablanca à fin 2019 ressort à 21,1x.

#### Price Earning Ratio global du marché au jour le jour



Source : Données émetteurs et bourse de Casablanca - Calculs AMMC

<sup>69</sup> Ratio de valorisation calculé sur la base de la capitalisation boursière quotidienne divisée par la masse bénéficiaire totale des entreprises cotées réalisée dans la même année.

Ce niveau de valorisation élevé, dépasse de 23,4% sa moyenne historique sur les cinq dernières années, qui s'élève à 19,2x. Ce niveau de valorisation élevé peut s'expliquer par deux facteurs :

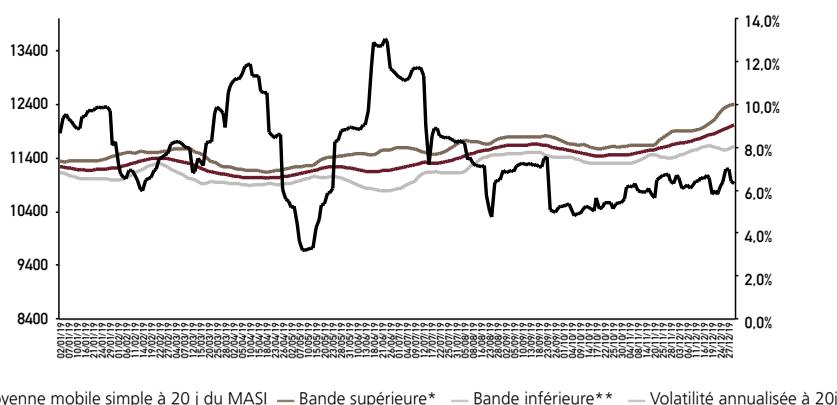
- Un facteur conjoncturel lié au contexte de taux d'intérêts toujours bas où les investisseurs sont à la recherche d'instruments financiers avec un meilleur rendement.
- Un facteur structurel lié au manque de papier avec seulement 75 valeurs cotées avec de faibles facteurs flottants, ce qui limite les possibilités de diversification pour les investisseurs.

Cette situation augmente le risque d'instabilité dans le marché boursier. Pour rappel, le marché avait atteint en février 2018 une valorisation similaire, soit 22,9x. Une forte correction s'en est suivie avec une chute de 18% qui s'est étalée sur une durée de 8 mois.

***La volatilité reste globalement limitée avec quelques augmentations ponctuelles à des niveaux qui restent néanmoins modérés.***

Au cours du premier semestre 2019, la volatilité du marché a connu de fortes variations avec un minimum de 3,20% enregistré le 8 mai 2019 et un maximum de 13,06% atteint le 24 juin 2019. Ce maximum demeure néanmoins à un niveau modéré. Tandis qu'au cours du deuxième semestre, la volatilité a baissé graduellement à des niveaux limités et s'est stabilisée au cours du quatrième trimestre de l'année dans une fourchette entre 4,8% et 7%.

**Moyenne mobile et volatilité du MASI en 2019**



Source : Bourse de Casablanca et Calculs AMMC<sup>70</sup>

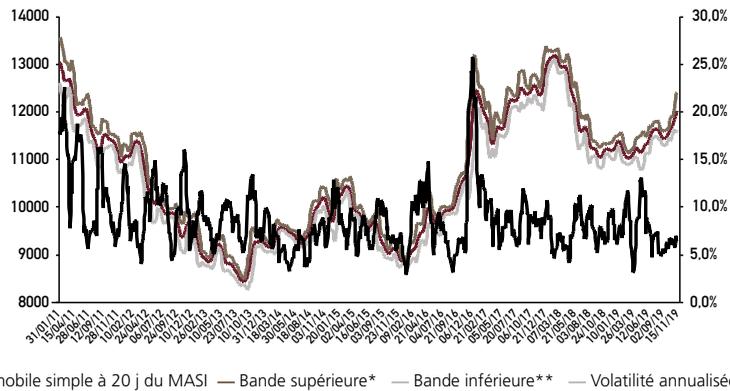
Comparée à l'année dernière, la volatilité du MASI est globalement au même niveau avec une valeur moyenne de 7,653% contre 7,508% en 2018. Son amplitude de variation est légèrement plus forte dans la mesure où elle évoluait dans une fourchette entre 3,2% et 13,1% contre 4,23%

<sup>70</sup> \*Moyenne mobile simple à 20j du MASI majorée par le double de l'écart-type standard de l'indice.

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

et 11,26% en 2018. Néanmoins, le niveau maximal de volatilité atteint en 2019 reste limité en comparaison avec les niveaux atteints en 2011 et 2017 avec des pics respectivement à 22,55% et 25,80%.

Moyenne mobile et volatilité du MASI entre 2011 et 2019



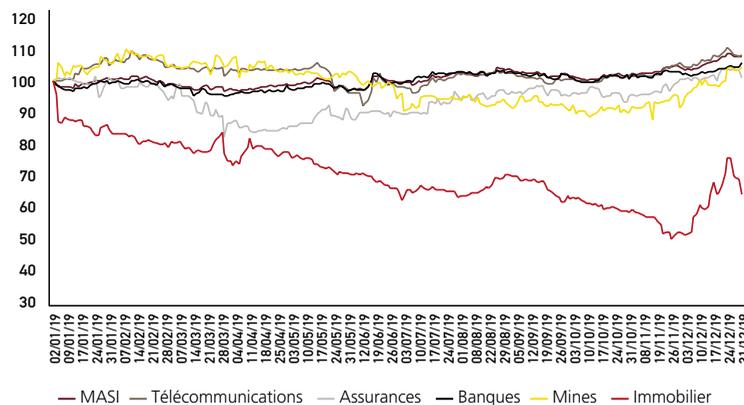
— Moyenne mobile simple à 20 j du MASI — Bande supérieure\* — Bande inférieure\*\* — Volatilité annualisée à 20j du MASI

Source : Bourse de Casablanca et calculs AMMC<sup>71</sup>

*Certains secteurs d'activité ont continué leur chute en 2019, notamment le secteur de la Promotion Immobilière, témoignant de la difficulté que connaît ce secteur.*

Si l'indice global de performance de la Bourse de Casablanca, à savoir le MASI, a enregistré une progression de 7,11% en 2019, cette progression n'a pas concerné tous les indices sectoriels. En effet, sept secteurs d'activité sur vingt-quatre ont enregistré une performance négative en 2019, contre 16 en 2018.

Evolution sectorielle des principaux secteurs en 2019 sur une base de 100



— MASI — Télécommunications — Assurances — Banques — Mines — Immobilier

Source : Bourse de Casablanca et calculs AMMC

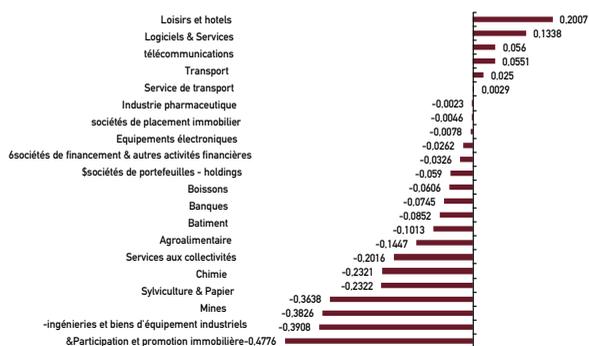
71 Idem 74

Parmi les évolutions positives en 2019, plusieurs secteurs ont enregistré une performance positive après une baisse en 2018. Il s'agit des secteurs des Assurances, des Banques, de l'Agroalimentaire, des Mines et du Pétrole & Gaz.

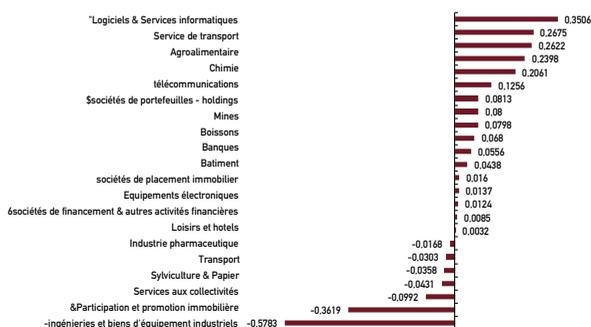
A l'inverse, les indices des secteurs du Transport et des Loisirs & Hôtels ont baissé en 2019 après avoir progressé en 2018.

Il est de même pour le secteur de la Promotion Immobilière qui s'inscrit en forte baisse pour la troisième année consécutive et ce, en dépit d'une reprise en fin d'année. Il en est de même pour les secteurs de l'ingénierie et biens d'équipement industriels et de la Sylviculture & papier avec deux années de baisses consécutives. Ces deux derniers secteurs restent néanmoins très peu représentés à la Bourse de Casablanca.

### Palmarès des performances sectorielles en 2018



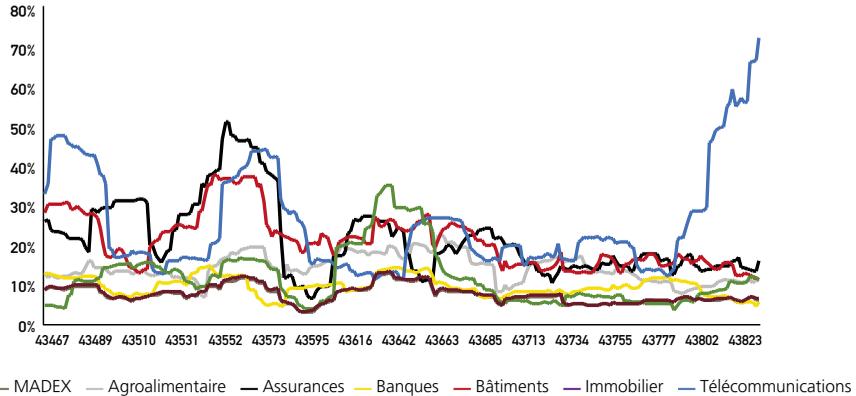
### Palmarès des performances sectorielles en 2019



Source : Bourse de Casablanca

L'évolution précitée des indices sectoriels a été accompagnée d'une volatilité élevée au cours du premier semestre de l'année. Elle a atteint 47,22% pour le secteur de la Promotion Immobilière en janvier 2019 et 51,52% au mois d'avril 2019 pour les Assurances. A partir du deuxième semestre, la volatilité de la majorité des secteurs a baissé, évoluant ainsi dans une fourchette entre 4,68% et 27,20%. Seul le secteur de la Promotion Immobilière a enregistré une augmentation importante de la volatilité entre novembre et décembre 2019 jusqu'à atteindre 72,90% au 31 décembre 2019.

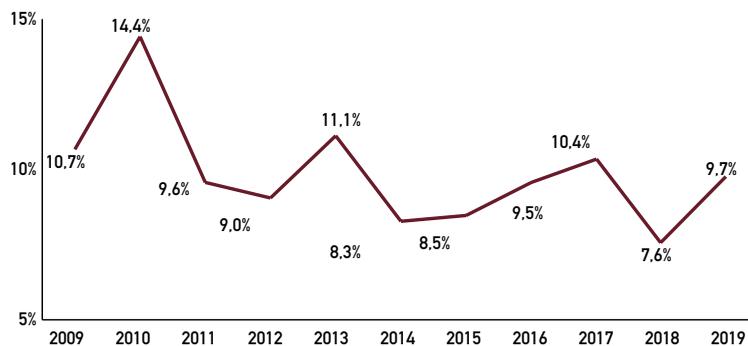
### Evolution de la volatilité du MASI, du MADEX et de quelques secteurs en 2019



### *Une liquidité qui enregistre une légère amélioration en 2019 mais qui demeure structurellement faible.*

La liquidité<sup>72</sup> du marché boursier s’est améliorée en 2019 en passant de 7,6% en 2018 à 9,7% en 2019. Néanmoins, ce niveau de liquidité demeure structurellement faible en raison d’un facteur flottant limité ainsi que de la typologie des investisseurs dominés par les « Institutionnels » dont l’horizon d’investissement est globalement à moyen et long terme.

### Evolution de la liquidité du marché boursier



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

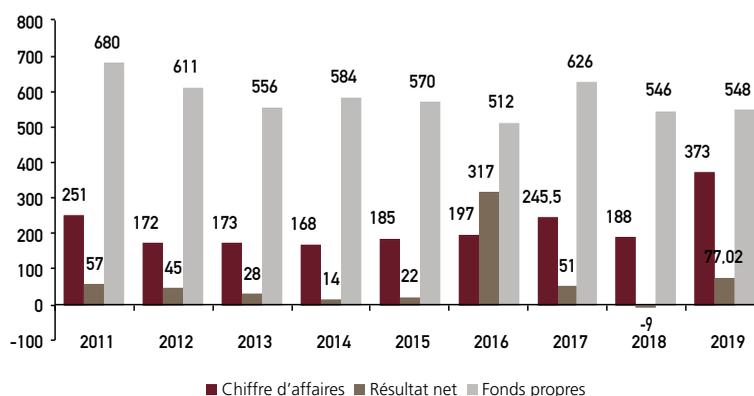
**Le secteur des sociétés de bourse dispose globalement d'une bonne assise financière et affiche une amélioration du chiffre d'affaires consolidé en 2019.**

Les revenus des sociétés de bourse se sont améliorés en 2019 après une dégradation enregistrée en 2018. En effet, le chiffre d'affaires consolidé des intermédiaires boursiers a presque doublé pour s'établir à 373 millions de dirhams en 2019, contre 188 millions de dirhams en 2018 et 245,5 millions de dirhams en 2017 et ce, en dépit de la baisse de 16% du volume transactionnel sur le marché central. Cette amélioration est due aux facteurs suivants :

- Les revenus générés par la cession par l'Etat de 2% du capital de Maroc Télécom ;
- La hausse de 182% du volume d'opérations d'augmentations de capital ;
- La hausse de 1545% du volume des opérations d'apports de titres.

Cette situation a impacté positivement la rentabilité opérationnelle des sociétés de bourse. En effet, le résultat net consolidé a atteint 77,02 millions de dirhams en 2019 contre un résultat net négatif de 9 millions de dirhams en 2018.

**Evolution des indicateurs financiers des sociétés de bourse entre 2011 et 2019 (en MMAD)**



Source : Sociétés de bourses

En termes de structure financière, les sociétés de bourse jouissent dans l'ensemble d'une bonne assise financière avec des fonds propres consolidés de 548 millions de dirhams en 2019, en légère augmentation par rapport à 2018 où les fonds propres avaient atteint 546 millions de dirhams.

Il est à noter, toutefois, que le secteur de l'intermédiation boursière reste concentré avec 30% des sociétés de bourse réalisant plus de 75% de parts de marché. Lesdites sociétés sont toutes des filiales d'établissements bancaires.

### Encadré N°12 : Dispositif réglementaire et de garantie du marché boursier

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

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

### Encadré N°12 : Suite

- Une procédure de garantie de bonne fin des opérations de bourse gérée par la bourse de Casablanca et basée sur des appels de marges en fonction des volumes de transactions de chaque société de bourse ;
- Une ségrégation entre les avoirs de la clientèle et les avoirs propres du teneur de comptes au niveau du Dépositaire central Maroclear.
- Un fonds de garantie mis en place dans l'objectif d'indemniser la clientèle des sociétés de bourse mises en liquidation. Il est alimenté par les cotisations semestrielles des sociétés de bourse teneurs de comptes. Le montant desdites cotisations est déterminé en pourcentage du volume des titres et espèces conservés par chacune de ces sociétés. Le montant de ce fonds a atteint à fin décembre 2019 49,9 millions de dirhams contre 47,4 millions de dirhams à fin 2018, 44,8 millions de dirhams à fin 2017 et 42 millions de dirhams à fin 2016.

Conformément aux dispositions de l'article 89 de la loi 19-14 relative à la Bourse des valeurs, aux sociétés de bourse et aux conseillers en investissement financier, 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.

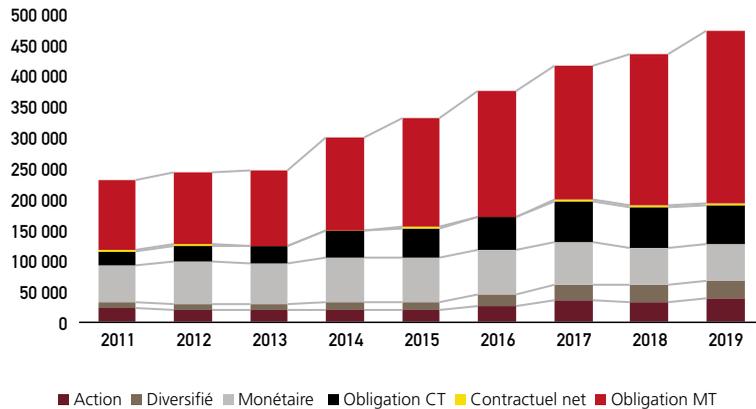
## C. ACTIVITE DE LA GESTION D'ACTIFS

***Le secteur de la gestion d'OPCVM suit toujours une progression constante avec un actif net qui a atteint près de 471 milliards de dirhams.***

Avec plus de 470 OPCVM gérés, l'industrie de la gestion d'OPCVM est une activité importante pour le système financier marocain. En effet, les OPCVM constituent un réel vecteur de la mobilisation de l'épargne pour le financement de l'économie et la dynamisation des marchés financiers. Avec une progression de 8,2% en 2019, l'actif net géré s'élève à 471 milliards de dirhams soit près de 40% du PIB.

L'évolution de l'actif net des OPCVM a connu une croissance soutenue au cours des six dernières années. Il est passé de 245 milliards de dirhams à la fin de l'année 2013 à 471 milliards de dirhams à la fin de l'année 2019 soit un taux de croissance annuel moyen de 11,6% contre 3,5% entre 2011 et 2013.

## Evolution de l'actif net des OPCVM (en MMAD)



Source : Sociétés de gestion d'OPCVM et calculs AMMC

Concernant la dynamique de création des fonds, 113 OPCVM ont été créés sur les sept dernières années dont près de la moitié sont des fonds obligataires avec 55 fonds créés, suivis des fonds diversifiés et monétaires avec respectivement 31 et 16 fonds créés. Les fonds actions arrivent en dernier avec 11 fonds créés durant la période allant de 2013 à 2019.

Durant l'année 2019, une tendance de création vers les fonds diversifiés et obligataires a été observée. Situation qui pourrait s'expliquer par une volonté des investisseurs à optimiser le couple rendement/risque en optant pour une diversification des risques associés aux différentes catégories de produits. Cette orientation est intervenue dans un contexte délicat marqué par une valorisation élevée du marché boursier et un environnement de taux bas. En effet, sur un total de 25 fonds créés, 10 fonds concernent la catégorie « diversifiés » et 2 fonds concernent la catégorie « monétaire ». Notons également la création de 13 fonds obligataires. Par ailleurs, aucun fonds actions n'a été créé durant l'année 2019.

Au 31 décembre 2019, 34% des OPCVM soit 161 sont des fonds obligataires à moyen et long terme (OMLT). En effet, ces derniers correspondent au profil d'investissement des institutionnels, qui sont les principaux investisseurs en OPCVM.

### Répartition du nombre et de l'actif net des fonds par catégorie d'OPCVM (2019)



Source : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

Cette prédominance est reflétée également au niveau des actifs sous gestion. En effet, la catégorie « OMLT » affiche à fin 2019, un actif net de 278 milliards de dirhams, soit près de 60% de l'actif net total.

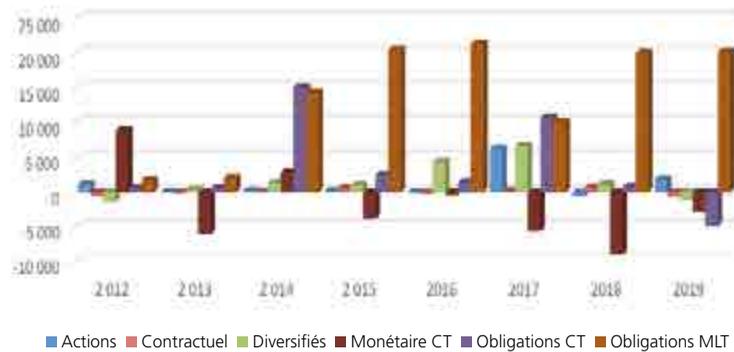
***La collecte nette des OPCVM en 2019 s'est élevée à 13 milliards de dirhams avec une orientation des souscriptions vers les OPCVM « OMLT » et les OPCVM « Actions » et ce, dans un contexte de baisse des taux et de rebond boursier.***

En 2019, les actifs nets sous gestion ont progressé de 35,8 milliards de dirhams par rapport à 2018. Cette évolution s'explique par l'effet conjugué d'une collecte nette de 13 milliards de dirhams et de la performance nette positives réalisées, soit 22,8 milliards de dirhams.

Suite à une année 2018 caractérisée par un retour à l'aversion au risque dans le sillage des contreperformances boursières, l'année 2019 a été marquée par une recherche de rendement de la part des investisseurs, comme en témoigne l'évolution de la collecte par catégories d'OPCVM. En effet, la catégorie « Actions » affiche une souscription nette de près de 2 milliards de dirhams contre un rachat net de 571 millions de dirhams en 2018. De même, la catégorie « OMLT » a affiché quasiment le même volume de l'épargne drainé en 2018, soit une collecte nette de 20 milliards de dirhams. Cette tendance s'expliquerait par la volonté des investisseurs de bénéficier du rebond du marché boursier en 2019 ainsi que du rendement plus élevé des obligations à moyen et long terme.

Les autres catégories affichent des rachats nets, en l'occurrence la catégorie « Contractuels » à hauteur de 598 millions dirhams, la catégorie « Diversifiés » à hauteur de 1 milliard de dirham, la catégorie « Monétaires » à hauteur de 2,7 milliards de dirhams et la catégorie « OCT » à hauteur de 4,8 milliards de dirhams.

**Evolution des souscriptions nettes aux OPCVM (en MMAD)**



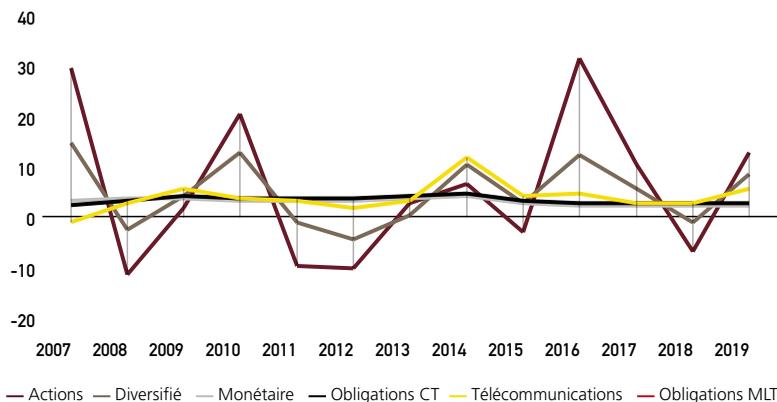
Source : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

***Performances positives pour l'ensemble des catégories, avec un net rebond pour les fonds « Actions » et « Diversifiés »***

L'analyse des indices de performances réalisés par les différentes catégories d'OPCVM en 2019 permet de faire ressortir les tendances suivantes :

- Les fonds actions et dans une moindre mesure les fonds diversifiés ont bénéficié du redressement des cours boursiers. En effet, ces catégories de fonds ont enregistré des performances positives respectivement de 12,78% et 8,21% contre des contreperformances de -7,05% et -1,24% un an auparavant.
- Les performances des fonds monétaires et obligataires à court terme sont ressorties en légère hausse par rapport à 2018 en passant respectivement de 2,18% et 2,58% à 2,21% et 2,77%.
- Les fonds obligataires à moyen et long terme, plus sensibles aux variations des taux d'intérêts, ont plus que doublé leur performance passant de 2,66% en 2018 à 5,65% en 2019, profitant ainsi de la baisse des taux d'intérêts.

## Evolution des performances par catégorie d'OPCVM



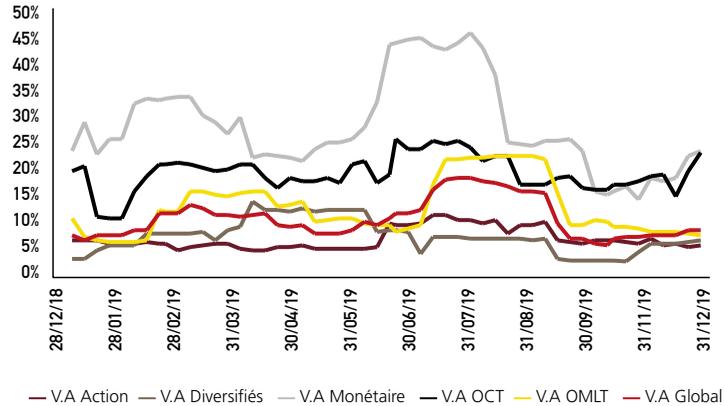
Source : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

***L'évolution de l'actif net des OPCVM reste peu volatile, excepté pour les catégories « Monétaires » et « OCT » dont la stratégie d'investissement est à court terme.***

L'analyse de la volatilité à 10 semaines annualisée, par catégories d'OPCVM en 2019 a permis de relever une certaine stabilité au cours de la première moitié de l'année. S'en est suivie une orientation globale à la hausse au cours du troisième trimestre qui a enregistré des plus hauts annuels quasiment pour l'ensemble des catégories. Les catégories ayant des volatilités élevées, en l'occurrence les OPCVM « Monétaires » et « OCT », ont affiché des sommets annuels respectifs de 45,89% et 25,48%, avant d'enclencher un trend baissier durant le quatrième trimestre pour terminer l'année à des niveaux de volatilité de 23,31% et 22,87% respectivement. Ces niveaux élevés de volatilité s'expliquent par l'horizon d'investissement à court terme de ces catégories d'OPCVM qui engendre des fluctuations des actifs nets avec des amplitudes plus prononcées.

Les autres catégories affichent une certaine stabilité. En effet, les volatilités des fonds « Actions » et « Diversifiés » ont oscillé dans des fourchettes plus étroites soit respectivement [3,76% - 10,66%] et [1,79% - 13,25%]. Les fonds « OMLT », pour leur part, ont terminé l'année avec une volatilité de 6,90%, après avoir atteint un maximum de 22,39% le 6 septembre 2019.

**Volatilité annualisée à 10 semaines de l'AN des OPCVM en 2019**

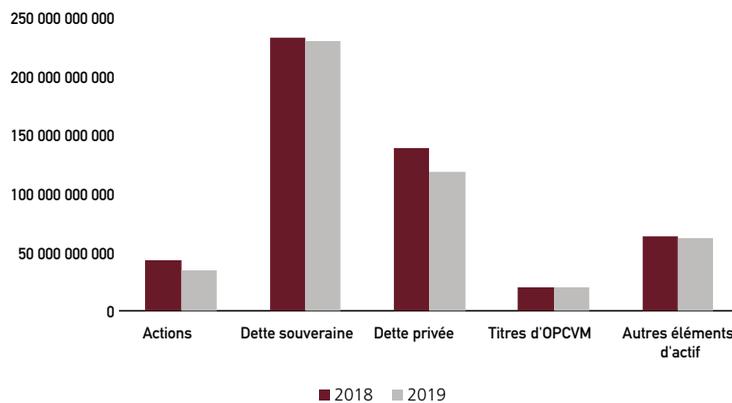


Source : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

*Augmentation des parts de la dette privée et des actions cotées dans l'actif global des OPCVM et ce, dans le sillage de la sensible augmentation des émissions de dette privée et du rebond du marché boursier.*

Les allocations d'actifs dans les portefeuilles des OPCVM n'ont pas connu de variations importantes en 2019. En effet, les obligations émises ou garanties par l'Etat qui sont en majorité constituées des BDT, restent de loin le premier choix d'investissement des OPCVM et représentent près de la moitié de l'actif total au 31 décembre 2019. Néanmoins, la part des BDT ressort en baisse en fin 2019 à 46,6% contre 49% en fin 2018, de même que celle des titres d'OPCVM et des autres éléments d'actif. Ces baisses interviennent au profit de la dette privée et des actions cotées.

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

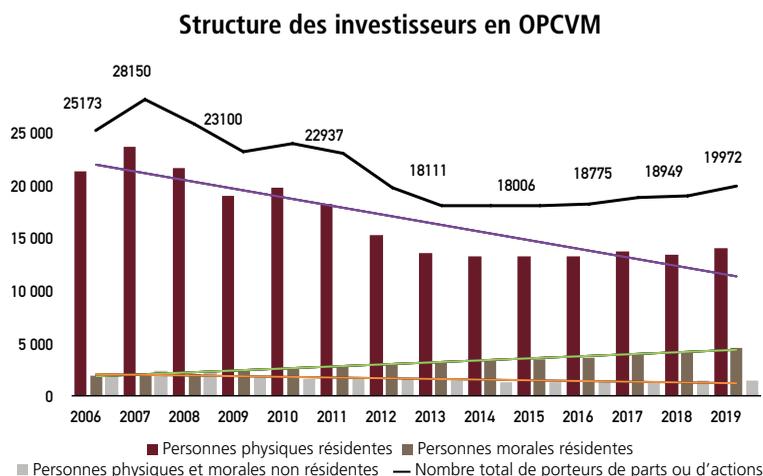


Source : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

En effet, les parts des obligations privées et des TCN sont passées respectivement de 13,75% et 11,75% en 2018 à 14,85% et 12,96% en 2019. Quant à la part des actions, elle a augmenté à 8,67% en 2019 contre 7,39% en 2018. Ces évolutions peuvent s'expliquer d'une part, par les souscriptions des OPCVM aux émissions de dette privée qui ont fortement augmenté en 2019 (+19%) contre une baisse de 12,2% pour les émissions des BDT, et d'autre part, par la performance positive du marché boursier à hauteur de 7,11%.

### **Augmentation du nombre total de souscripteurs en 2019, en particulier celui des personnes physiques et morales marocaines**

Après une période de 2015 à 2018, caractérisée par des variations peu significatives, le nombre des investisseurs dans les OPCVM s'est inscrit en hausse en 2019. En effet, le nombre de porteurs de parts d'OPCVM s'est établi à 19.972 en 2019 contre 18.949 en 2018 et 18.775 en 2017. Cette augmentation a touché l'ensemble des catégories, soit 8,6% concernant la catégorie des personnes morales résidentes, 4,8% concernant la catégorie des personnes physiques résidentes. Quoique limité, le nombre de personnes physiques et morales non résidentes affiche une légère hausse de 1,4%.



Source : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

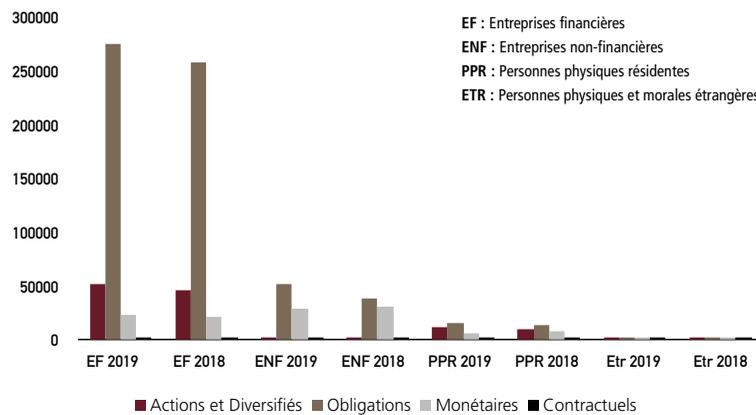
### **Une interconnexion des institutions financières à travers les OPCVM qui peut être source de contagion en cas de crise.**

Les entreprises financières occupent une place prépondérante dans le secteur de la gestion collective. En effet, l'encours global des avoirs détenus par ces dernières ne cesse d'augmenter passant ainsi de 328 milliards de dirhams en 2018 à 350 milliards de dirhams en 2019, soit près des trois quarts de l'actif net total des OPCVM.

Dans le détail, les compagnies d'assurances et les caisses de retraite avec un encours global de 219 milliards de dirhams détiennent la part la plus importante avec 46,6% de l'actif net global. Cette catégorie d'investisseurs, ayant un horizon d'investissement à long terme s'orientent plus vers les OPCVM obligataires avec 77,9% des montants investis, et plus précisément les OPCVM à moyen et long terme (72,9% des montants investis).

Avec 18,08% des encours gérés par les OPCVM, les entreprises non financières constituent également des investisseurs importants. Les montants investis par cette catégorie sont passés de 73,4 milliards en 2018 à 85,1 milliards de dirhams en 2019. Cette catégorie d'investisseurs reste assez prudente et sensible à l'aspect liquidité. De ce fait ils s'orientent généralement vers les fonds monétaires ou obligataires court terme, à des fins d'optimisation de trésorerie.

#### Répartition de l'actif net des OPCVM par type d'investisseur (En M MAD)



Source : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

En analysant les liens capitalistiques des OPCVM ainsi que la composition des portefeuilles des fonds, il apparaît clairement une forte interconnexion entre d'une part, les institutions financières et les marchés monétaire, obligataire et boursier et d'autre part, entre les institutions financières elles-mêmes. En effet, les institutions financières détiennent 75% de l'actif global des OPCVM, lequel est investi à hauteur de 27,8% dans la dette privée. Or, la dette privée est elle-même émise par les institutions financières à hauteur de 79%. Ladite interconnexion est exacerbée également par les opérations réalisées sur les marchés des repos et des prêts de titres entre les OPCVM et les institutions financières.

A travers cette interconnexion, le risque potentiel de contagion ressort élevé, en particulier en cas de survenance de crise systémique.

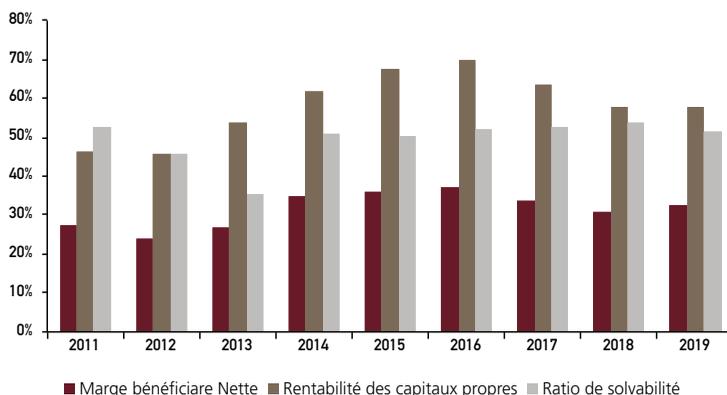
**La rentabilité des sociétés de gestion s’améliore en 2019, tout en gardant une assise financière solide.**

Le secteur de la gestion d’actifs affiche une bonne santé financière avec un dynamisme confirmé et une rentabilité renforcée. En effet, l’année 2019 a permis de consolider la dynamique haussière avec un chiffre d’affaires ressorti en hausse de 5,2% après une progression de 1,12% en 2018. Bénéficiant d’une bonne maîtrise des charges, le résultat net consolidé du secteur s’est établi en hausse de 11,2% en 2019 contre une baisse de 8,60% en 2018. Dans ce sillage, les ratios de rentabilité s’améliorent avec une marge bénéficiaire qui passe de 30,59% en 2018 à 32,34% en 2019 ainsi qu’un Return On Equity (ROE) ressorti à 58,01% en 2019 contre 57,81% en 2018.

Il convient de préciser que sur le plan individuel, l’ensemble des sociétés de gestion affichent des résultats d’exploitation ainsi que des résultats nets positifs.

Côté structure bilancielle, le secteur dispose toujours d’une bonne assise financière, en dépit d’un léger recul du ratio « Fonds propres/Total bilan » qui ressort à 51,55% en 2019 contre 53,73% en 2018.

**Indicateurs financiers des sociétés de gestion**



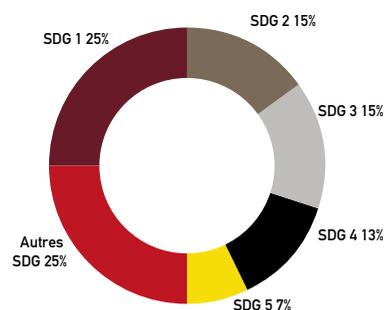
Source : Sociétés de gestion d’OPCVM et Calculs AMMC

*La concentration du secteur reste élevée mais la grande partie de l'actif net des OPCVM est gérée par les filiales d'institutions financières.*

Le secteur de la gestion des OPCVM reste concentré avec les trois quarts du chiffre d'affaires global réalisés par les cinq premières sociétés de gestion sur les dix-sept en activité. Cependant, près de 84% de l'actif net global est géré par des sociétés de gestion filiales d'institutions financières qui disposent de moyens financiers et organisationnels importants.

Catégorie de SDG	Nombre	Actif net au 29/11/2019	Part en %
SDG filiales de banques	7	301 966 925 762,76	64%
SDG filiale de la CDG	1	68 836 005 384,11	15%
SDG filiale de compagnie d'assurances	1	22 881 604 040,81	5%
Autres SDG	8	76 883 756 038,60	16%
<b>Total</b>	<b>17</b>	<b>470 568 291 226,28</b>	<b>100%</b>

Répartition des parts de marché des sociétés de gestion en 2019



*La concentration du passif des OPCVM, couplée à la faiblesse de la liquidité de certaines catégories d'actifs, constituent les principales vulnérabilités du secteur.*

Un niveau de concentration élevée est également à relever au niveau du passif des OPCVM. En effet, les dix premiers porteurs de parts détiennent plus de la moitié de l'actif sous gestion. Cette situation peut mettre les gestionnaires en difficulté en vue de satisfaire les demandes de rachats émanant des porteurs de part importants et ce, dans la mesure où la liquidité de certaines catégories d'actifs reste très limitée en particulier celle de la dette privée. La liquidité du marché secondaire des BDT et du marché boursier étant également insuffisante. En cas de survenance de crises, lesdites difficultés risquent d'être amplifiées.

### **Encadré N°13 : 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%), ou 20% pour les titres de capital cotés dont la pondération dans l'indice boursier de référence, dépasse quinze pour cent (15%).
- La valeur totale des titres 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°13 : 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.

## Encadré N°13 : Suite

### Règles relatives au placement à l'étranger

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

### Règles relatives à la valorisation

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

### *Hausse continue de l'encours des fonds de titrisation avec néanmoins un recul de 22,6% du volume d'émission.*

Le volume des émissions des fonds communs de placement en titrisation (FPCT) sur le marché marocain s'élève à 3,36 milliards de dirhams en 2019 contre 4,34 milliards en 2018. Trois fonds ont été autorisés en 2019 et portent sur la titrisation de créances commerciales, ainsi que de crédits de consommation et hypothécaires.

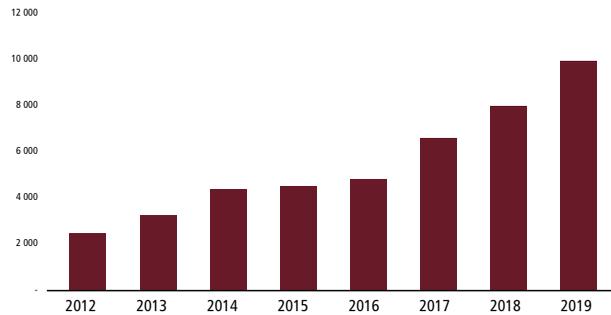
#### Liste des autorisations de FPCT en 2019

FPCT	Objet de l'opération de titrisation	SDG
FT CONSOPER	Titrisation de créances résultant de contrats de crédits à la consommation consentis par la BCP (Banque Centrale Populaire) et les BPR (Banques Populaires Régionales).	MAGHREB TITRISATION
FT NOVUS	Titrisation de créances commerciales nées détenues par Gharb Papier et carton (GPC)	MAGHREB TITRISATION
FT MIFTAH- Compartment MIFTAH Fonctionnaires II	Titrisation de créances hypothécaires détenues par Attijariwafa bank	ATTIJARI TITRISATION

Source : AMMC

A fin 2019, le total actif (encours global) des FPCT s'éleve à 9,78 milliards de dirhams contre 7,83 milliards de dirhams en 2018.

#### Evolution du total actif (encours global) des FPCT (en MMAD)



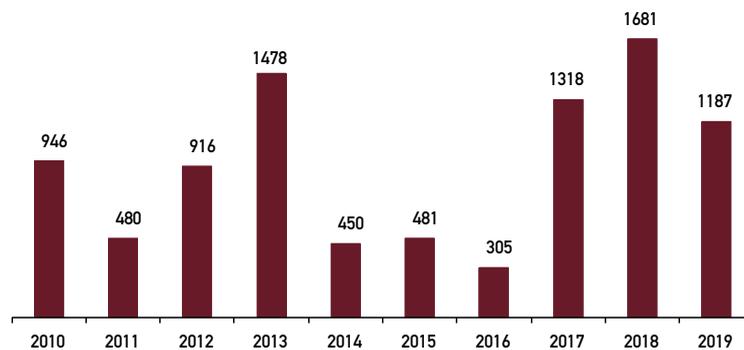
Source : Sociétés de gestion

L'actif titrisé (hors liquidités et liquidités placées) des fonds de placements collectifs en titrisation (FPCT) s'inscrit toujours sur un trend haussier. Il a atteint un volume de 9.5 milliards de dirhams à la fin de l'année 2019 soit une hausse de 26% et ce, après une augmentation de 20% en 2018.

*L'activité de capital investissement affiche en 2019 une baisse au niveau des fonds levés ainsi que des investissements dont l'encours demeure stable et limité.*

Après deux années d'évolution favorable, le marché marocain du capital investissement (private equity), connaît un certain ralentissement au regard des montants levés ainsi que des investissements réalisés.

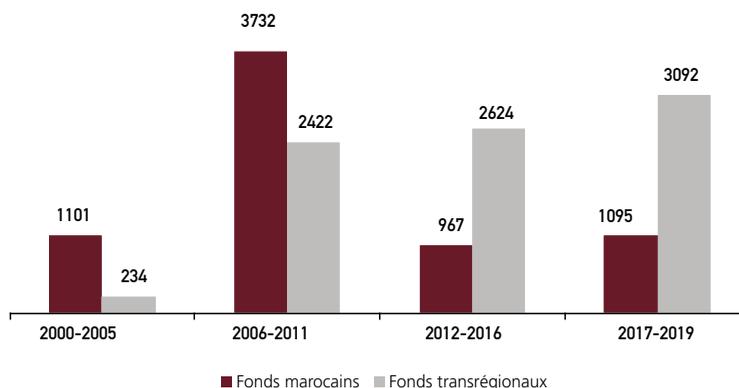
#### Evolution des montants levés (en MMAD)



Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

En effet, les montants levés par les investisseurs en capital se sont établis à près de 1,2 milliard de dirhams en 2019, après avoir enregistré un plus haut historique de 1,7 milliard un an auparavant et 1,3 milliard en 2017. Les fonds transrégionaux s'accaparent 73% des levées depuis 2012.

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



Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

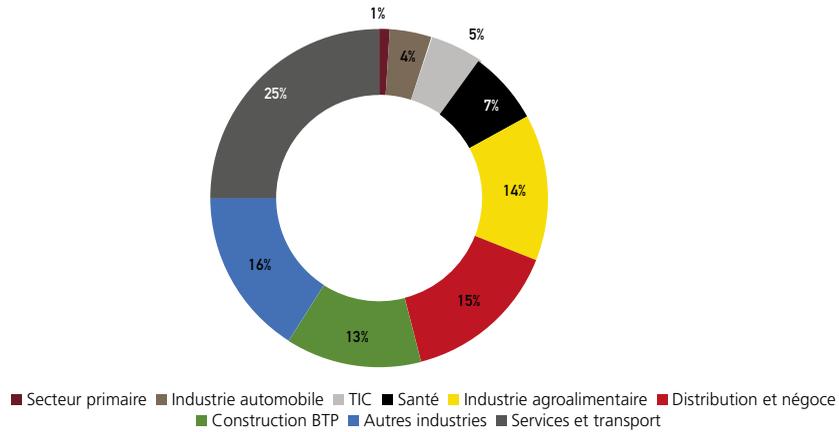
Le cumul des montants levés à fin 2019 s'élève à 20,8 milliards de dirhams dont 15,3 milliards de dirhams pour le capital investissement et 5,5 milliards de dirhams pour les fonds d'infrastructures.

A fin 2019, huit fonds d'investissement, avec un actif net total de 928,16 millions de dirhams, ont opté pour la forme d'OPCC<sup>73</sup>, contre seulement cinq à fin 2018 avec un actif net de 708,31 millions de dirhams. Il est à rappeler, par ailleurs, qu'en optant pour le statut d'OPCC, les fonds d'investissement sont tenus de respecter des limites fixées par la réglementation y afférente sous la supervision de l'AMMC.

Le capital investissement regroupe différents types d'investissement, suivant le secteur d'activité, ou bien, le stade de développement de l'entreprise cible. En termes de secteurs cibles, l'année 2018 a été marquée par une orientation des investissements en grande partie vers les sociétés du secteur industriel, soit 34% de part de marché. Les entreprises de services et de transport viennent en deuxième position avec 25% des entreprises investies. Le secteur des technologies et le secteur primaire sont faiblement investis avec des parts respectives de 5% et 1% des entreprises investies.

73 Organisme de placement commun en capital.

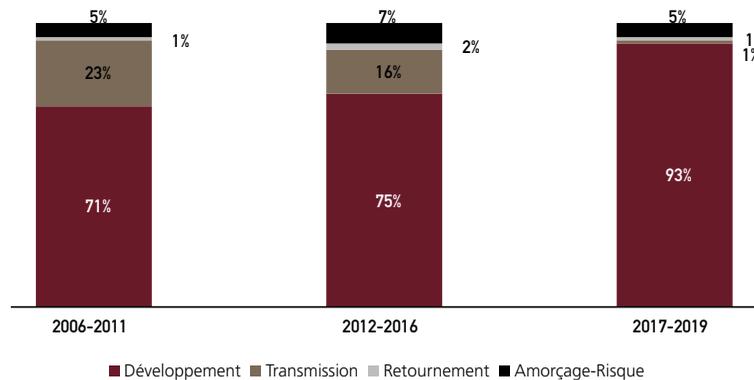
### Secteur d'activité des entreprises investies



Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

En termes de stade de développement des entreprises cibles, les investisseurs en capital restent prudents. Ainsi, ils ont opté majoritairement pour le capital développement, en prenant des participations en fonds propres ou quasi-fonds propres destinées à financer le développement ou le rachat de positions d'actionnaires dans des entreprises bien établies dans leurs marchés, profitables et présentant des perspectives de croissance importantes. Notons en outre, que la part de marché du capital développement a nettement progressé, passant de 71% entre 2006 et 2011, à 75% entre 2012 et 2016 pour s'établir à 93% entre 2017 et 2019.

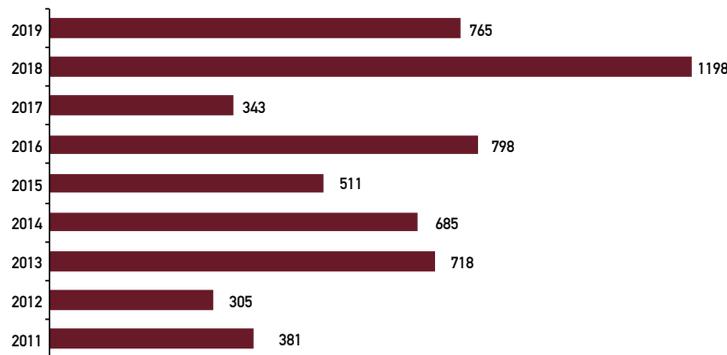
### Stade de développement des entreprises investies



Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

Sur le plan des montants investis, il convient de relever qu'ils ont évolué en dents de scie sur les neuf dernières années. Ainsi, après une année 2018 exceptionnelle qui a connu un pic historique de près de 1,2 milliard de dirhams, les montants investis sont revenus en 2019 à un niveau proche de la moyenne calculé sur les 9 dernières années, soit 634 millions de dirhams.

### Evolution des montants investis (en MMAD)

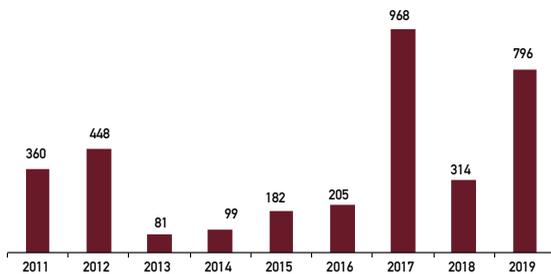


Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

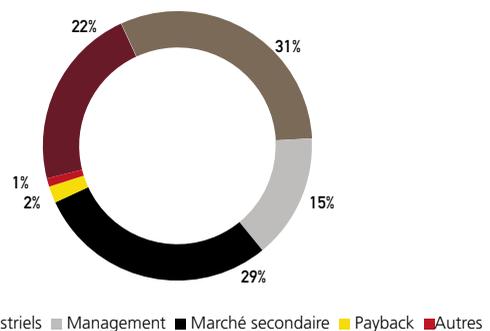
Côté désinvestissement, les montants se sont établis en nette augmentation par rapport à 2018 pour ressortir à 796 millions de dirhams en 2019 contre 314 millions de dirhams en 2018. Les sorties auprès des industriels représentent 31% des montants désinvestis.

A fin 2019, les fonds ont investi un cumul de 8,5 milliards de dirhams dans près de 210 entreprises et ont réalisé des désinvestissements pour un montant global de 5 milliards de dirhams, soit un encours de 3,5 milliards de dirhams contre 3,4 milliards de dirhams à fin 2018. Ce niveau d'encours ne revêt pas un caractère systémique.

### Evolution des désinvestissements (En millions de dirhams)

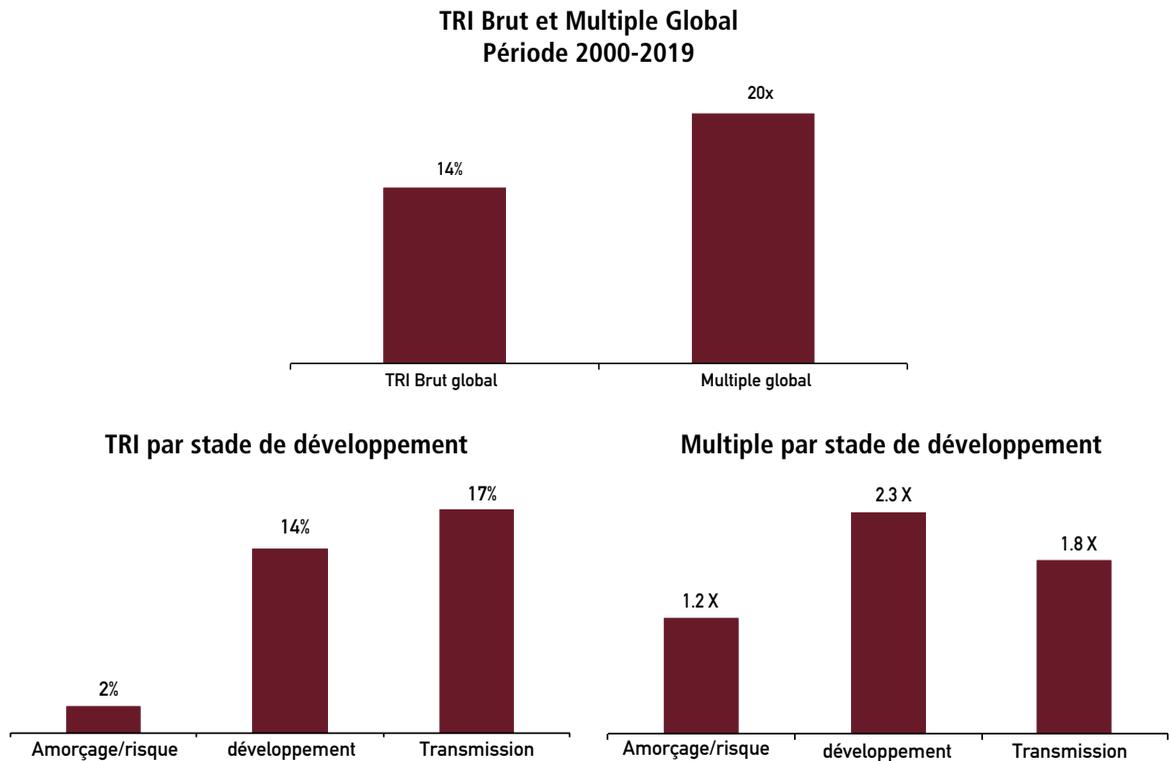


### Modes de sorties en valeur



Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

Sur le plan de la rentabilité, le secteur du capital investissement affiche à fin 2019 un TRI<sup>74</sup> moyen de 14% ainsi qu'un multiple global<sup>75</sup> de 2 fois, pour une durée moyenne d'investissement de 6,1 années.



Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

### *Démarrage de l'activité des OPCI.*

L'année 2019 a été marquée par le lancement de l'activité des OPCI (organismes de placement collectif immobilier) suite à la création de deux fonds avec des capitaux initiaux d'un montant global de 1,24 milliard de dirhams. Quatre sociétés de gestion d'OPCI ont reçu leurs agréments en 2019.

74 Taux de rentabilité interne

75 Produit de cession / Montant investi

## D. MARCHÉ DES PRETS DE TITRES

### Encadré n°14 : Présentation de l'activité de prêts de titres

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

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

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

#### Qui peut emprunter ?

- Les personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés, et ayant fait certifier les états de synthèse du dernier exercice précédant l'opération de prêt ;
- Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières ;
- Les organismes de placement en capital-risque.

#### Quels sont les titres prêtables ?

- Les valeurs mobilières inscrites à la cote de la Bourse des valeurs ;
- Les titres de créances négociables ;
- Les valeurs émises par le Trésor.

#### Qui sont les intermédiaires et quel est leur rôle ?

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

## Encadré n°14 : Suite

### Quelles sont les règles prudentielles applicables ?

#### Les OPCVM

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

#### Les sociétés de bourse

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

### Quels sont les risques ?

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

- **Risque réglementaire** : risque lié au non-respect des dispositions légales et réglementaires qui régissent l'activité du prêt de titres.
- **Risque de contrepartie** : risque lié à la défaillance de l'une des parties pour restituer soit les titres soit la garantie (dans le cas d'un prêt avec garantie).

### Encadré n°14 : Suite

**Risque de liquidité** : risque lié à l'impossibilité de trouver le titre sur le marché pour le restituer.

**Risque opérationnel** : risque lié à la perte subie en cas d'une défaillance au niveau des moyens organisationnels, techniques... comme le traitement d'une opération sur titres (OST), le calcul d'un appel de marge.

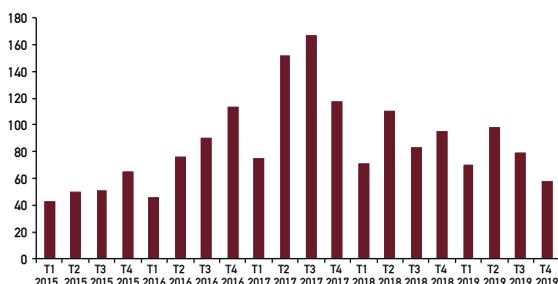
**Risque marché** : risque lié notamment au risque de perte lors du placement de la garantie en espèces dans des instruments financiers.

#### *Baisse continue du volume des opérations de prêt de titres.*

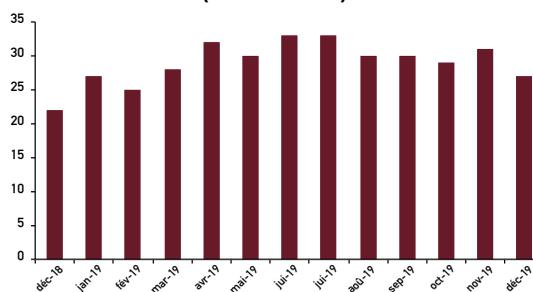
L'activité de prêt de titres a connu un recul notable au cours des deux dernières années. En effet, l'année 2019 enregistre un volume d'opérations qui s'est établi à 307 milliards de dirhams contre 361 milliards de dirhams en 2018 et 510 milliards de dirhams en 2017, soit des baisses respectivement de 15% et 29%.

L'encours à la fin de l'année 2019 a atteint 27 milliards de dirhams contre 22 milliards de dirhams une année auparavant et ce, après avoir enregistré un pic de 33 milliards de dirhams en juin et juillet 2019.

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



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



Source : Banques et Calculs AMMC

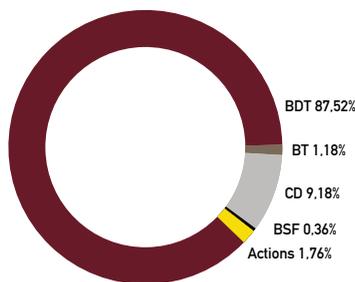
#### *L'activité de prêt de titres en 2019 porte essentiellement sur les BDT...*

Les opérations de prêt de titres portent principalement sur les Bons du Trésor qui représentent près de 87,52% des titres prêtés et ce, en raison de l'utilisation importante des BDT empruntés par les banques comme garantie des refinancements auprès de la Banque Centrale. Les autres catégories

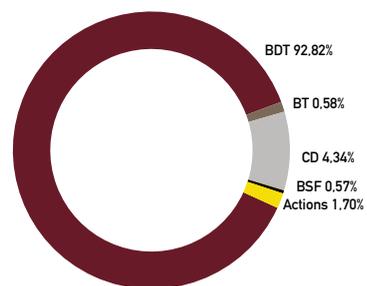
de titres ont également fait l'objet de prêts, notamment les certificats de dépôt avec une part de 9,18%, les billets de trésorerie à 1,18% et les bons des sociétés de financement à 0,36%. Le prêt de titres sur actions représente quant à lui 1,76% du volume total.

Nous constatons par ailleurs que la baisse du volume de prêt de titres a été plus prononcée s'agissant des Bons du Trésor dont la part s'est rétrécie de 5,3 points en passant de 92,82% en 2018 à 87,52% en 2019. De ce fait, la part des titres de dette privée a enregistré une hausse en passant de 5,49% en 2018 à 10,72% en 2019.

Ventilation des opérations de prêt par catégorie de titres en 2019



Ventilation des opérations de prêt par catégorie de titres en 2018

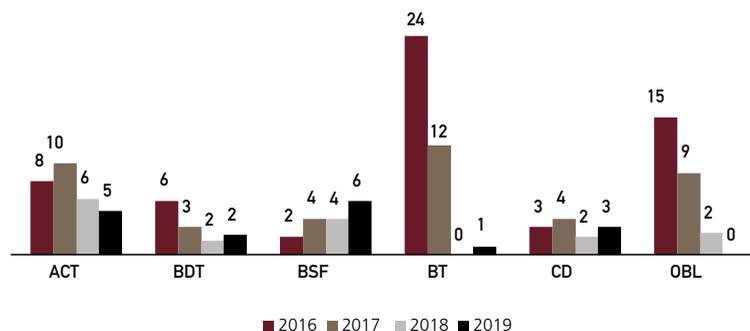


Source : Banques et Calculs AMMC

**...avec une augmentation de la durée moyenne sauf pour les actions et les obligations privées.**

La durée moyenne des prêts de titres a augmenté pour la majorité des catégories de titres. En effet, les durées moyennes de prêt des BDT, BSF, BT et CD passent respectivement de 1,6 - 3,9 - 0 et 2 semaines en 2018 à 2,1 - 5,9 - 1 et 3 semaines en 2019. Par contre, une baisse de la durée de prêt a été enregistrée pour les actions qui passent de 6,1 semaines en 2018 à 4,8 semaines en 2019 et les obligations privées qui n'ont pas fait l'objet d'opérations en 2019 contre 2,4 semaines en 2018.

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



Source : Banques et Calculs AMMC

### **Les OPCVM et les banques demeurent les principaux intervenants sur le marché.**

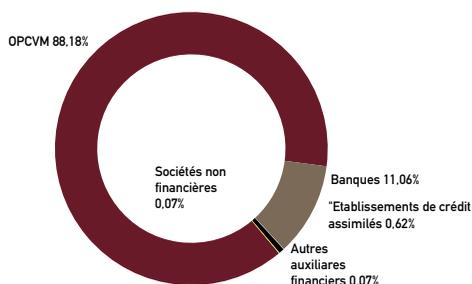
Les OPCVM consolident leurs positions de principaux prêteurs de titres, en affichant une part de marché de 88,18% en 2019, contre 88,84% un an auparavant. Une légère augmentation est enregistrée pour les autres catégories de prêteurs notamment les banques qui passent d'une part de 10,84% en 2018 à 11,06% en 2019.

Coté emprunteurs, les banques demeurent les principaux intervenants en 2019 en dépit de la baisse de leur part à 61,5% contre 68% en 2018. En deuxième position, les « autres auxiliaires financiers » représentent 15,51 % du volume des emprunts en 2019 contre 16,47 % en 2018. Les OPCVM ont également réduit leurs emprunts avec une part de 2,86% en 2019 contre 5,21% en 2018 ainsi que les sociétés d'assurances et de réassurance qui avec une part de 5,08% en 2019 contre 5,81% en 2018.

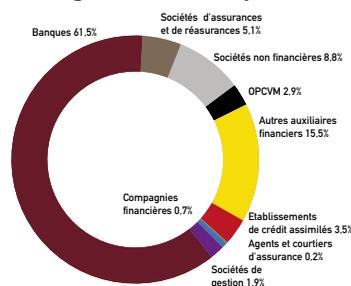
Parallèlement aux baisses précitées, les autres catégories d'emprunteurs ont affiché une augmentation de leurs parts, à savoir :

- Les sociétés non financières qui passent de 0,68% en 2018 à 8,79% en 2019 ;
- Les établissements de crédit assimilés qui passent de 1,81% en 2018 à 3,47% en 2019 ;
- Les sociétés de gestion qui passent de 0,73% en 2018 à 1,92% en 2019.

**Ventilation des prêteurs, par catégories d'agents économiques**



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



Source : Banques et Calculs AMMC

### **Prédominance des prêts sans collatéral impliquant les OPCVM comme prêteurs.**

La majorité des opérations de prêt de titres est réalisée sans collatéral, généralement entre banques et OPCVM gérés par les sociétés de gestion appartenant au même groupe. Il convient de noter qu'en 2019, la part des titres prêtés par les OPCVM a atteint 88,18% contre 88,84% en 2018. Néanmoins, les prêts de titres sans collatéral sont limités à 10% de l'actif net de chaque fonds.

## E. INVESTISSEURS

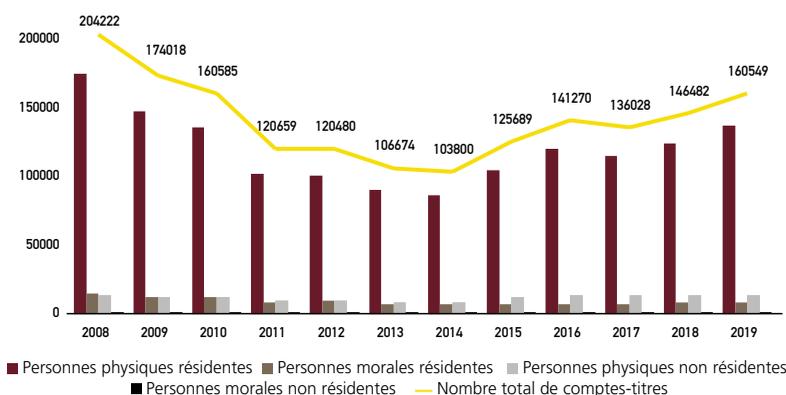
### *Progression du nombre d'investisseurs personnes physiques et morales résidentes.*

Après une légère baisse en 2017, le nombre de comptes titres maintient en 2019 la tendance haussière qu'il a débutée en 2018. En effet, le nombre de comptes titres s'est établi à 160 549 à fin décembre 2019 contre 146 482 une année auparavant, soit une hausse de 9,6%. Cette amélioration continue est due principalement à l'accroissement notable de la catégorie des personnes physiques résidentes, qui est passée de 124 552 comptes titres à fin 2018 à 137 453 à fin 2019, soit une augmentation de 10,35% et ce, suite :

- A l'ouverture de comptes en faveur des salariés de groupes bancaires dans le cadre des augmentations de capital réservées à leurs salariés.
- Aux souscriptions à l'offre de vente au public des titres Maroc Télécom.

A noter également de légères hausses au niveau des catégories des personnes morales résidentes et des personnes physiques non résidentes qui sont passées respectivement de 8 141 et 13 242 comptes titres à fin 2018 à 8 879 et 13 686 à fin 2019.

**Évolution des comptes titres par catégories d'investisseurs**



Source : Banques et Calculs AMMC

### *Prédominance des personnes morales résidentes et des OPCVM dans les transactions boursières sur le marché central.*

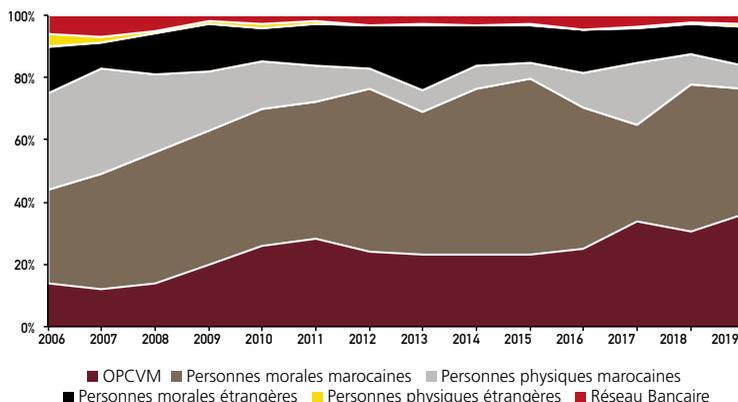
Quoiqu'en léger recul, les personnes morales résidentes et les OPCVM restent les principaux animateurs du marché boursier avec une part cumulée de 76% en 2019 contre 78% en 2018. Les parts des différentes catégories ont connu des évolutions contrastées. En effet, les hausses les plus importantes reviennent aux OPCVM dont la part a sensiblement augmenté en passant de

30% en 2018 à 36% en 2019, et aux personnes morales étrangères dont la part est passée de 10% en 2018 à 13% en 2019.

Nous relevons également des hausses au niveau des parts des personnes physiques étrangères qui ont atteint 0,75% en 2019 contre 0,44% une année auparavant, ainsi que celles des clients des réseaux bancaires qui affichent 3% en 2019 contre 2% en 2018.

Parallèlement, des baisses ont été enregistrées au niveau des personnes morales marocaines dont le poids en termes de volume de transactions a baissé à 40% en 2019, contre 48% en 2018, et des personnes physiques marocaines dont la part a baissé à 7% en 2019 contre 9% un an auparavant.

**Transactions boursières sur le marché central par catégorie**

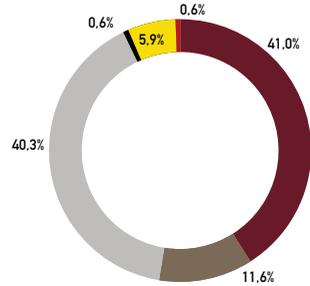


Source : Banques et Calculs AMMC

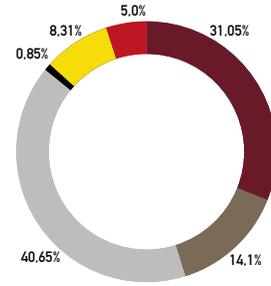
***Retour des OPCVM comme seule catégorie d'investisseurs positionnée à l'achat en 2019, et désengagement partiel des autres catégories.***

En 2019, les OPCVM ont marqué leur retour sur le marché boursier après un désengagement en 2018. En effet, les OPCVM ont été la seule catégorie d'investisseurs ayant une position acheteuse nette sur l'ensemble de l'année 2019. Cette position acheteuse nette s'élève à 3,1 milliards de dirhams contre une position vendeuse nette de 1,4 milliard de dirhams en 2018.

Répartition des achats par profil d'investisseurs

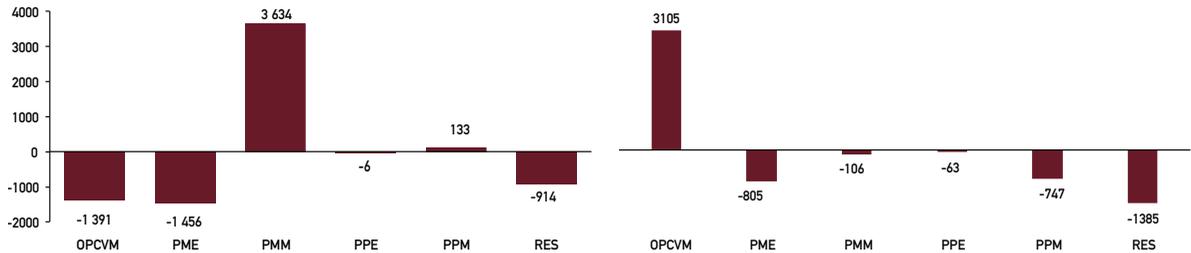


Répartition des ventes par profil d'investisseurs



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

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



Source : Sociétés de Bourse et Calculs AMMC

Contrairement aux OPCVM, les personnes morales étrangères et la clientèle des réseaux bancaires ont continué à se désengager en 2019 avec des positions vendeuses nettes respectivement de 805 millions de dirhams et 1,38 milliard de dirhams contre 1,46 milliard de dirhams et 914 millions de dirhams en 2018.

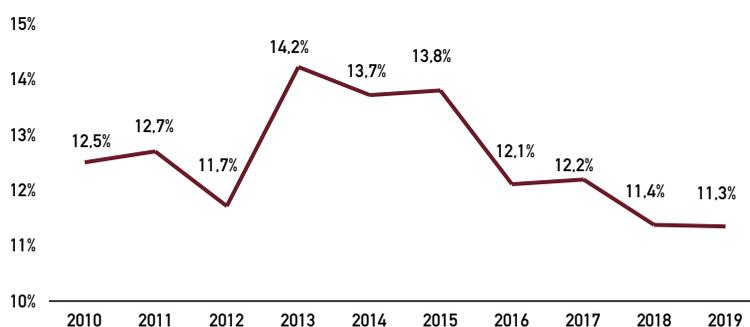
Les personnes morales marocaines restent globalement à l'équilibre avec une position vendeuse nette de 106 millions de dirhams et ce, après avoir investi près de 3,6 milliards de dirhams en 2018.

Les personnes physiques marocaines ont affiché, pour leur part, une position globalement vendeuse de 747 millions de dirhams.

### ***Net ralentissement de la tendance baissière de la part du flottant en bourse détenu par les non-résidents***

L'analyse de la détention du flottant en Bourse fait ressortir que la part des investisseurs étrangers emprunte globalement une trajectoire baissière depuis l'année 2014. En effet, la part des investisseurs étrangers dans le flottant en Bourse est passée de 14,2% en fin 2013 à 11,33% en fin 2019. Néanmoins, la baisse a été beaucoup moins importante en 2019 dans la mesure où cette part n'a baissé que de 4 points de base contre 83 en 2018.

**Part du flottant en bourse détenu par les non-résidents**



Source : Banques , Sociétés de Bourse et Calculs AMMC

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

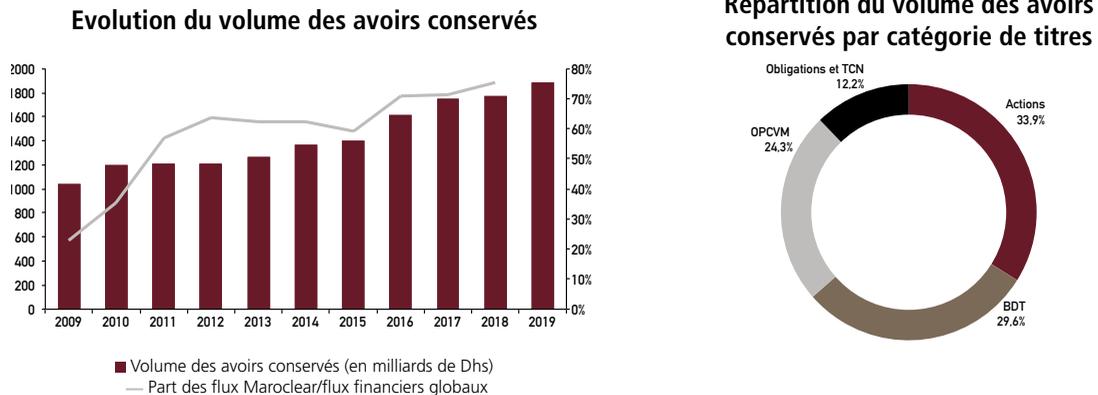
Ceci étant, la part des investisseurs étrangers reste non négligeable en termes de risque pour la stabilité du marché boursier dont l'analyse tient compte de l'impact potentiel d'un éventuel retrait massif des capitaux étrangers.

## IV.2 INFRASTRUCTURES DES MARCHES FINANCIERS (IMF)

### A. SYSTEME DE REGLEMENT-LIVRAISON DES TITRES (MAROCLEAR)

#### *Progression du volume des avoirs conservés à plus de 160% du PIB.*

La valeur des avoirs conservés par Maroclear s'est élevée à fin 2019 à 1 881,6 milliards de dirhams, en progression de 6,5% par rapport à 2018. Cette hausse est le résultat de l'augmentation de 43,2 milliards de dirhams de la capitalisation boursière, suivie des augmentations de l'encours de la dette privée ainsi que de l'actif net des OPCVM respectivement de 21 et 29 milliards de dirhams. L'augmentation de l'encours des BDT a également contribué à la hausse du volume des avoirs conservés par Maroclear à hauteur de 10,8 milliards de dirhams.



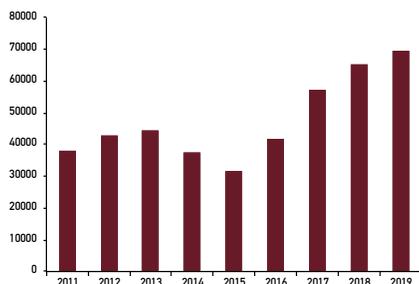
Source : Maroclear

#### *Progression des flux dénoués, avec une hausse plus marquée au niveau de la filière bourse.*

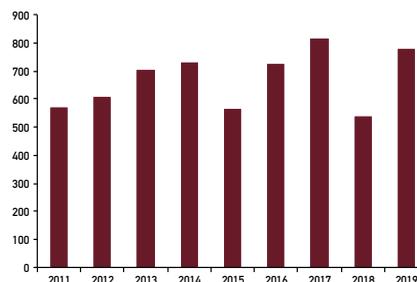
L'activité de dénouement des opérations par le système de règlement-livraison de Maroclear a augmenté dans son ensemble, passant d'une moyenne quotidienne des flux dénoués de 65,9 milliards de dirhams en 2018 à 70,4 milliards de dirhams en 2019. Par filière, les flux dénoués ont suivi la même tendance haussière avec une hausse plus marquée au niveau de la filière Bourse, soit 44,5%. La filière de gré à gré qui reste prédominante affiche quant à elle une hausse de 6,4%.

### Moyenne quotidienne des flux dénoués par Maroclear (en MMAD)

Flière Gré à gré



Filière Bourse



Source : Maroclear

**Le Dépositaire central affiche une bonne maîtrise de ses risques opérationnels, en dépit d'une légère hausse des incidents en 2019.**

Le nombre d'incidents déclarés par le Dépositaire central en 2019 ressort en légère hausse. En effet, le nombre total des incidents enregistrés en 2019 s'élève à 7 incidents contre 4 en 2018 et 18 en 2017. Néanmoins, tous les incidents relevés varient entre une criticité faible et modérée.

### Ventilation des incidents par processus

Criticité	Nature de l'incident	2017	2018	2019
Faible	Gestion des opérations	10	1	2
	Plateforme de dénouement	3	-	2
	Télécom	-	1	-
Modérée	Gestion des opérations	4	1	1
	Plateforme de dénouement	1	1	2

Source : Maroclear

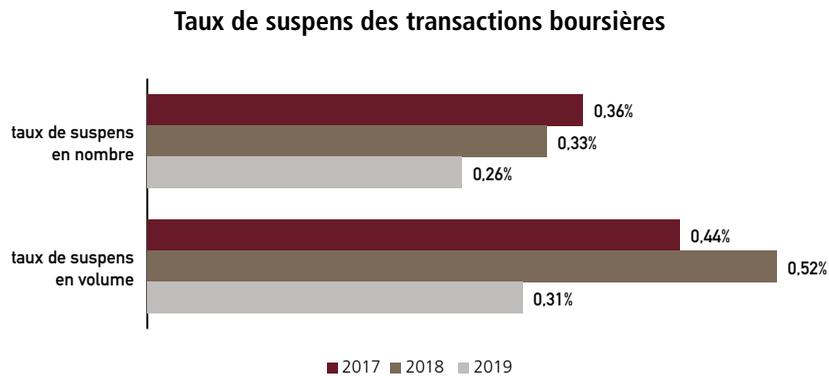
Dans le cadre de son dispositif de gestion des risques, Maroclear a réalisé plusieurs actions en 2019, dont notamment :

- La réalisation en date du 3 mai 2019 de la bascule réelle de l'ensemble des activités métier sur le premier site de secours ;
- La mise en place d'un deuxième site de secours, situé hors de la ville de Casablanca ;
- La certification du Système de Management de la Sécurité de l'Information de MAROCLEAR « SMSI » reconduite en 2019 par Bureau Veritas et l'Organisme UKAS ;
- Un audit de certification (pré-audit) « 1ère étape : Revue documentaire » du Système de Management de la Continuité d'Activité « SMCA » réalisée avec Bureau Veritas en décembre 2019.

## B. SYSTEME DE COTATION DE LA BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA

### *Le taux de suspens des transactions boursières en constante diminution.*

Les statistiques relatives aux suspens des transactions boursières montrent que le risque de contrepartie de l'activité boursière reste très maîtrisé, comme en témoigne le taux de suspens relevé en 2019. En effet, ce dernier s'est établi à 0,26% en termes de nombre d'opérations, contre 0,33% en 2018. En termes de volume, le taux de suspens est passé de 0,52% en 2018 à 0,31% en 2019.



### *Amélioration en termes de gestion du risque opérationnel au niveau de la Bourse de Casablanca, avec des incidents rares et sans gravité.*

L'année 2019 a enregistré une baisse notable dans la survenance des incidents opérationnels des plateformes techniques de la Bourse des valeurs avec seulement deux incidents relevés contre quatre incidents en 2018, soit une baisse de 50%. L'impact de ces incidents sur le bon fonctionnement du marché varie entre faible et modéré.

#### Ventilation des incidents par processus

Criticité	Nature de l'incident	2017	2018	2019
Faible	Plateforme de cotation	2	-	-
	Statistiques et indices	-	1	-
Modérée	Plateforme de cotation	4	1	1
	Système	1	1	-
	Télécom	3	1	1

Source : Bourse de Casablanca

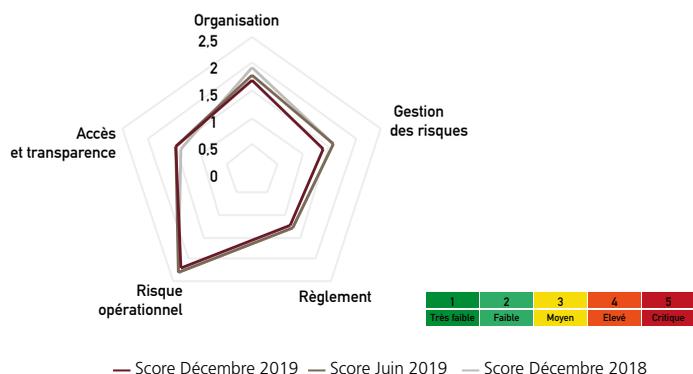
Sur le plan organisationnel, la Bourse de Casablanca a mis en place plusieurs actions lui permettant de consolider son dispositif de gestion des risques, en l'occurrence :

- Le renouvellement des certifications (audit de suivi) ISO 9001 et 27001 ;
- La mise en place d'un ensemble d'outils : gestion électronique des documents (GED OPEN BEE), gestion des risques (GRC) et système d'information de gestion des ressources humaines (SIRH).

### C. EVALUATION DE LA RESILIENCE DES IMF

Dans le cadre des travaux sur la stabilité financière, l'outil RIBAT (Risk Based Assessment Tool) est utilisé pour l'évaluation du pilier « Résilience des infrastructures des marchés financiers ». (Cf. encadré n°15).

Au titre de l'exercice 2019, la notation du pilier « résilience des IMF » ressort à 1,66, soit une baisse de 0,18 par rapport au niveau enregistré en 2018. Cette amélioration a concerné tous les domaines d'évaluation de la résilience des IMF notamment en ce qui concerne la finalisation du cadre organisationnel des IMF et de leur gestion des risques, y compris le risque opérationnel.



La synthèse de la notation des IMF à fin décembre 2019 se présente comme suit :

- Les IMF sont globalement résilientes avec un niveau de risque faible sur la stabilité financière ;
- La notation globale du pilier « résilience des IMF » est restée quasiment stable par rapport à juin 2019 ;
- La notation de Maroclear s'est améliorée et ce suite à la mise en place d'un certain nombre de recommandations formulées par Bank Al-Maghrib, notamment :
- l'amélioration du cadre juridique suite à la finalisation de la convention d'affiliation qui intègre notamment l'irrévocabilité et le caractère définitif du règlement ;

- la mise en place d'un système de Management de la sécurité d'information et d'un système de management de la continuité d'activité.

Plusieurs actions sont prévues en 2020 pour améliorer la résilience des IMFs dont les principales se présentent comme suit :

- Suivi de la publication des IMFs du cadre d'information pour les infrastructures de marchés financiers établi par le CPMI/IOSCO afin d'améliorer la transparence globale et celle de la gouvernance, et du cadre de gestion des risques ;
- Adaptation du cadre méthodologique d'évaluation de la maturité des IMFs CROE (Cyber Resilience Oversight Expectations). Ce dernier a été développé par la BCE en réponse au « Guidance on Cyber Resilience for FMIs » édictés par le CPMI-IOSCO en juin 2016 et a été présenté aux IMFs lors d'un atelier sur les PFMIs organisé par Bank Al-Maghrib et animé par les experts de la Banque Mondiale en juin 2019 ;
- Utilisation de l'outil de stress testing des systèmes de paiements et de règlements développé par la Banque centrale de Finlande « BoF-PSS2 » (Bank of Finland Payment and Settlement System Simulation) avec des données réelles de production conformément au planning arrêté.

### Encadré n°15 : L'outil RIBAT

L'outil RIBAT (Risk Based Assessment Tool) est un outil d'aide à la notation des IMF, développé en interne en 2018, s'inspire du système de notation ORSOM76 de la FED et a été soumis à l'appréciation de la Banque Mondiale. L'outil d'aide à la notation répond à un double objectif (i) Surveillance micro-prudentielle et planification efficace des contrôles et (ii) Evaluation du pilier « résilience des IMFs » dans le cadre des travaux relatifs à la stabilité financière.

Le référentiel sur lequel se base l'évaluation des IMF est cantonné au niveau des 24 principes de la BRI (Principes pour les IMF - 2012). Pour les besoins de l'outil et par souci de cohérence, ces principes ont été regroupés en cinq domaines, pour lesquels RIBAT produit une note globale :

- I. Organisation
- II. Gestion des risques
- III. Règlement
- IV. Risque opérationnel
- V. Accès et transparence

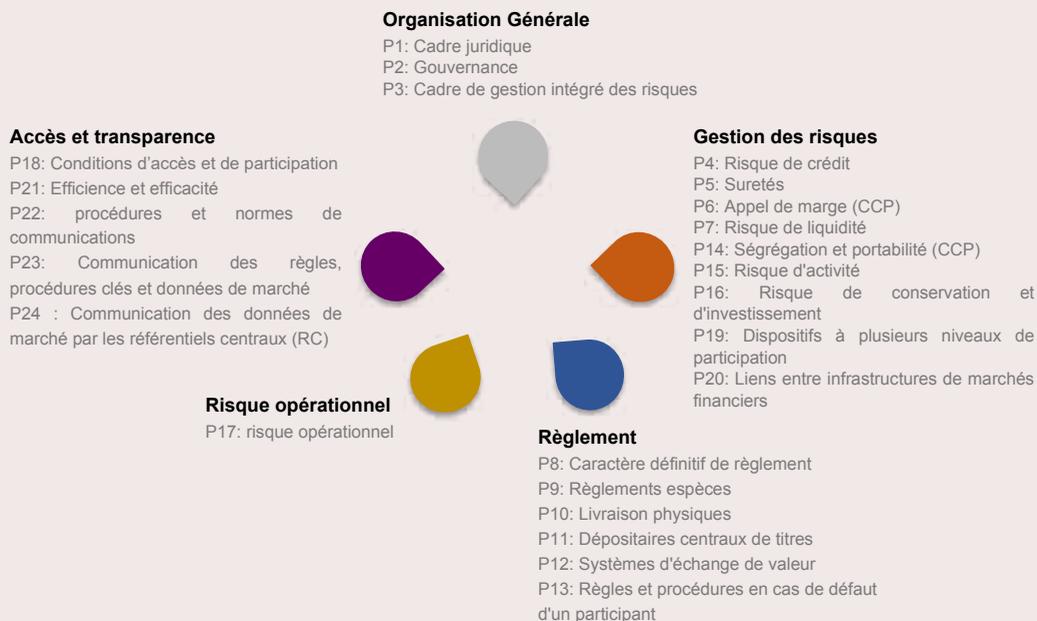
76 Organization, Risk Management, Settlement, Operational risk & IT, Market support, access & transparency.

### Encadré n°15 : Suite

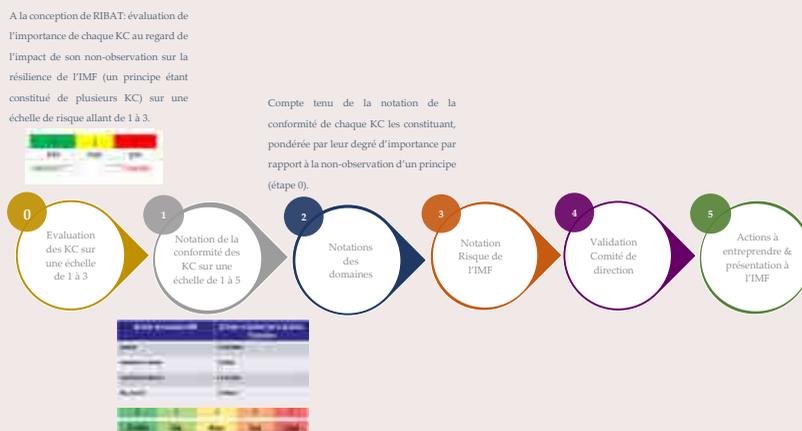
Pour chacun des domaines ci-dessus, une évaluation est produite sur la base de la combinaison de deux notes attribuées à chaque principe le constituant :

- la première note concerne le degré d'impact en cas de non observation du principe,
- la deuxième concerne la note attribuée à l'issue de chaque mission de contrôle sur place ou de mise à jour du plan d'actions.

Les évaluations ainsi obtenues varient sur une échelle allant de 1 à 5

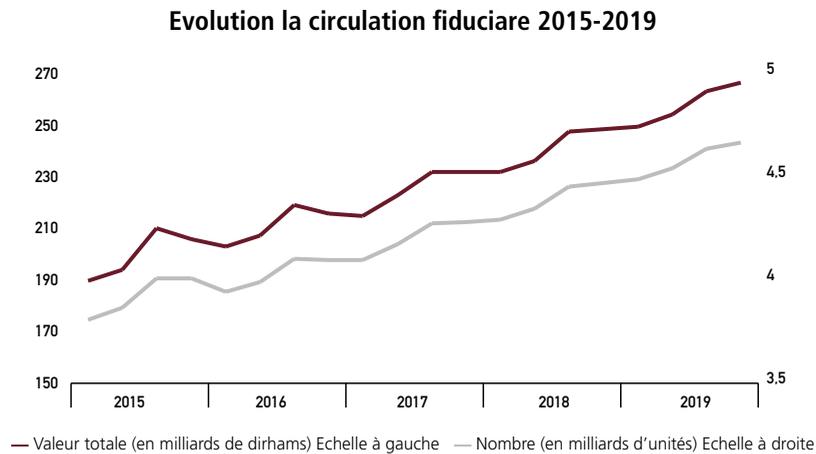


En termes d'approche de notation des IMFs, elle est décrite dans le schéma ci-après



### IV.3 CIRCULATION FIDUCIAIRE

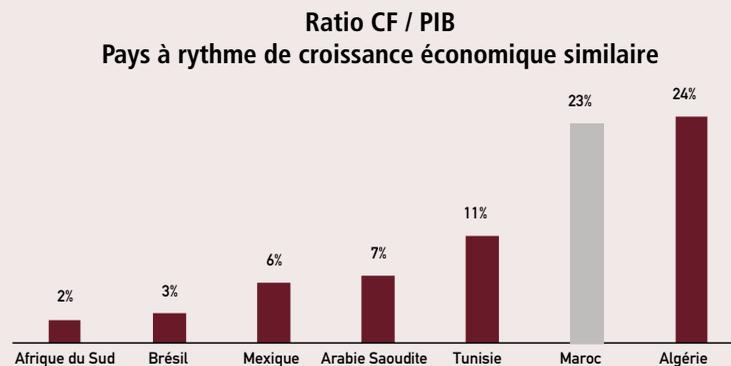
A fin 2019, les billets et monnaies mis en circulation ont marqué une croissance de 18 milliards de dirhams ou 7,2%. Le montant moyen mensuel en circulation est de 258 milliards de dirhams au cours de l'année 2019 et le taux moyen annuel de croissance de la circulation fiduciaire est d'environ 7% durant les 5 dernières années.



Source : BAM

#### Encadré n°16 : Ratio CF/PIB

Rapportée au PIB, la circulation fiduciaire s'est maintenue à un taux autour de 23%. Ce ratio reste élevé comparativement au niveau constaté par un ensemble de pays à rythme de croissance économique relativement similaire au Maroc. Toutefois, la circulation fiduciaire a régressé d'un point à 29% par rapport à l'agrégat monétaire M1.

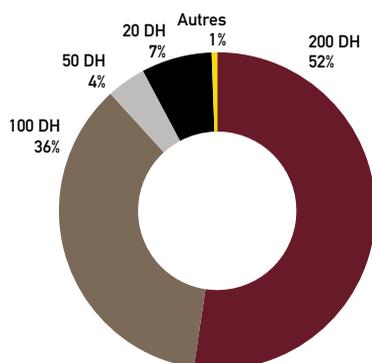


Source : BAM, CPI et sites de Banques Centrales

## Billets en circulation

Les billets en circulation constituent près de 99 % du montant en circulation. Ils ont atteint une valeur de 263 milliards de dirhams, à fin 2019, pour un volume équivalent à 1,8 milliard de billets. L'évolution en valeur et en volume s'est inscrite respectivement à +7,3% et +6,3%, tirée principalement par la hausse continue des billets de 200 dirhams. En valeur, les billets en circulation de 200 dirhams constituent une part de 73%, suivis des billets de 100 dirhams avec une part de 25%. Les billets de 50 et 20 dirhams représentent une part globale de 2%. En volume, la circulation des billets de 200 dirhams a augmenté d'un point à 52%, au détriment de celle des billets de 100 dirhams qui enregistre une part de 36%. Les coupures de 50 et 20 dirhams maintiennent des parts respectives de 4% et 7%. Par série d'émission, la circulation des billets type 2012 a crû de 10 points pour atteindre une part de 74%. La part des billets en circulation type 2002 est de 23%. La circulation des billets type 1987 maintient une part de 3%.

Structure des billets en circulation à fin 2019



Source : BAM

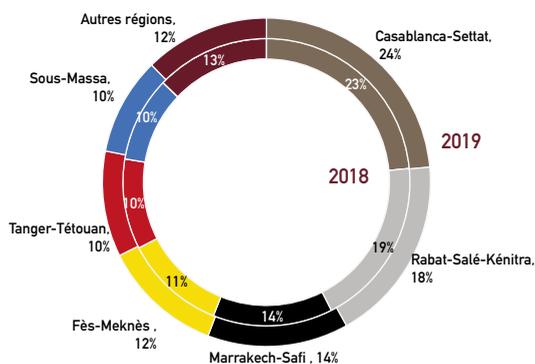
## Pièces en circulation

La circulation de la monnaie métallique affiche une hausse de 5% en valeur à 3,6 milliards de dirhams et de 3,2% en nombre à 2,8 milliards de pièces de monnaie. En volume, les parts de l'ensemble des pièces en circulation se sont stabilisées à leur niveau constaté en 2018 avec une prépondérance des pièces de 1 dirham (28%), ½ dirham (12%), 20 centimes (16%) et 10 centimes (19%) représentant ensemble une part de 75%.

## Emission et flux de la Monnaie Fiduciaire (MF) aux guichets de BAM

Afin de subvenir aux besoins croissants en billets et de maintenir la qualité des billets en circulation, Bank Al-Maghrib a augmenté de 14% ses émissions de billets neufs à 574 millions, soit l'équivalent de 31% du volume de la circulation des billets à fin 2019. En outre, elle a injecté 611 millions de billets valides portant le volume total des sorties aux guichets à 1,185 milliard de billets, en hausse notable de 9%. Ce volume a été tiré par une progression de 11% des retraits des grandes dénominations de 200 et 100 dirhams représentant respectivement 45% et 41% du volume des sorties des billets.

Structure des sorties des billets aux guichets par région 2018-2019



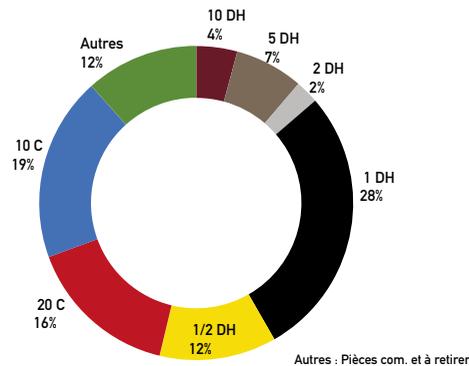
Source : BAM

Cette hausse reflète le dynamisme de la demande de la MF au niveau national qui se poursuit pour les six principales régions du Royaume, à savoir Casablanca-Settat, Rabat-Salé-Kénitra, Marrakech-Safi, Fès-Meknès, Tanger-Tétouan et Souss-Massa, totalisant ensemble une part de près de 90% des sorties des billets aux guichets de BAM.

Pour leur part, les versements des billets aux guichets de BAM ont cru de 9,6% à 1,074 milliard de billets, pour concerner 597 millions de BNV et 477 millions de BV CPT.

Les BNV ont marqué une hausse importante de 9% liée à l'augmentation des volumes versés en billets de 200 dirhams (+75%) et 100 dirhams (+34%). De leur côté, les BV CPT versés se sont inscrits en hausse de 10%.

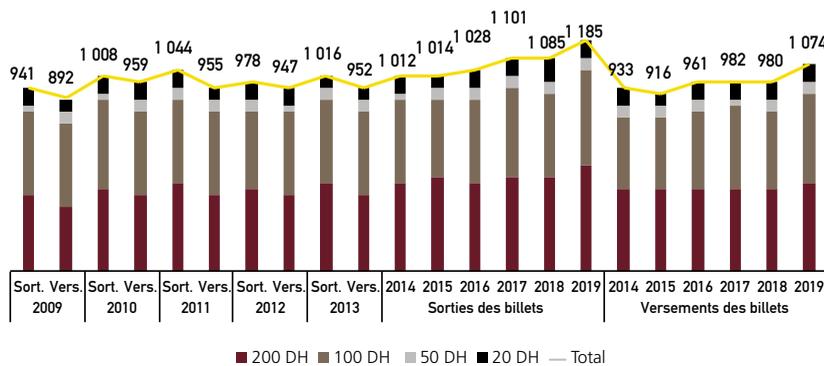
### Structure des pièces en circulation à fin 2019



Source : BAM

L'écart entre les sorties et les versements aux guichets de BAM s'est soldé par des sorties nettes de 18 milliards de dirhams ou 110 millions de billets injectés en circulation.

### Mouvements de billets aux guichets de BAM 2015-2019 (En millions de billets)



Source : BAM

En ce qui concerne les pièces de monnaie, BAM a procédé à l'émission de 89 millions de pièces neuves en augmentation de 9% par rapport à 2018. Ce volume reste prédominé des pièces de 1 dirham qui y représentent une part de 42%. Les pièces de 5 dirhams et de 10 dirhams constituent des parts respectives de 13% et 8%. Les pièces de ½ dirham, 20 et 10 centimes suivent avec une part de 12% pour chacune des coupures. En baisse continue, les versements ont reculé de 58% pour atteindre un volume de 0,8 million de pièces.

### Encadré n° 17 : Thésaurisation des BBM

Le cash n'est pas uniquement utilisé pour le financement des activités économiques du secteur formel mais constitue un moyen de paiement de prédilection du secteur informel. Cette idée est confirmée à travers une étude qui a concerné la thésaurisation des billets de banque marocains effectuée par BAM en 2019, et qui a montré que 36% des billets de 200 dirhams sont thésaurisés, soit une valeur de 90 milliards de dirhams.

#### Cash cycle des BBM aux guichets de BAM



Source : BAM



# **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>ANCFCC</b>	Agence Nationale de Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie
<b>BAM</b>	Bank Al-Maghrib
<b>BCE</b>	Banque Centrale Européenne
<b>BCEAO</b>	Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest
<b>BDT</b>	Bons du Trésor
<b>BEAC</b>	Banque des Etats de l'Afrique Centrale
<b>BFR</b>	Besoin en Fonds de Roulement
<b>BTP</b>	Bâtiment et Travaux Publics
<b>CA</b>	Chiffre d'Affaires
<b>CCP</b>	Chambre de Compensation Contrepartie Centrale
<b>CCR</b>	Compte Central de Règlement
<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>CPT</b>	Centres Privés de Tri
<b>CSPR</b>	Comité sur les Systèmes de Paiement et de Règlement
<b>DAT</b>	Dépôt A Terme
<b>FCP</b>	Fonds Commun de Placement
<b>FGP</b>	Fonds de Garantie Permanent
<b>FIFO</b>	First input, first output
<b>FMI</b>	Fonds Monétaire International
<b>FOGALOGÉ</b>	Fonds de Garantie des Prêts au Logement
<b>FOGARIM</b>	Fonds de Garantie pour les Revenus Irréguliers et Modestes
<b>FPCT</b>	Fonds de Placement Collectifs en Titrisation
<b>GAB</b>	Guichets Automatiques Bancaires
<b>GE</b>	Grande Entreprise
<b>GIC</b>	Garanties Individuelles Complémentaires

<b>HHI</b>	indice Herfindahl-Hirschmann
<b>IAM</b>	Itissalat Al Maghrib
<b>IDE</b>	Investissements Directs Etrangers
<b>IFH</b>	Intermédiaire Financier Habilité
<b>IMF</b>	Infrastructures des Marchés Financiers
<b>IR</b>	Impôt sur les Revenus
<b>IS</b>	Impôt sur les Sociétés
<b>IPAI</b>	Indice des prix des actifs immobiliers
<b>IPO</b>	Initial Public Offering, une introduction en bourse.
<b>LCR</b>	Liquidité de Court Terme
<b>MADEX</b>	Moroccan Most Active Shares Index
<b>MASI</b>	Moroccan All Shares Index
<b>MENA</b>	Moyen Orient et Afrique du Nord
<b>MRE</b>	Marocain Résidant à l'Etranger
<b>OICV</b>	Organisation Internationale des Commissions de Valeurs
<b>OMLT</b>	Obligataires moyen et long terme
<b>OPCR</b>	Organismes de Placement en Capital Risque
<b>OPCVM</b>	Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
<b>PCA</b>	Plan de Continuité des Activités
<b>PCEC</b>	Plan Comptable des Etablissements de Crédits
<b>PER</b>	Price Earning Ratio
<b>PIB</b>	Produit Intérieur Brut
<b>PME</b>	Petite et Moyenne Entreprise
<b>RCAR</b>	Régime Collectif d'Allocation de Retraite
<b>RBE</b>	Résultat Brut d'Exploitation
<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>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>	<b>Système des Règlements Bruts du Maroc</b>
<b>TCER</b>	<b>Taux de change effectif réel</b>
<b>TCN</b>	<b>Titres de Créances Négociables</b>
<b>TPE</b>	<b>Très Petite Entreprise</b>
<b>TPM</b>	<b>Taux Moyen Pondéré</b>
<b>TPME</b>	<b>Très Petite et Moyenne Entreprise</b>
<b>TVA</b>	<b>Taxe sur la Valeur Ajoutée</b>
<b>VC</b>	<b>Valeurs cotées</b>
<b>VNC</b>	<b>Valeurs non cotées</b>



**Dépôt Légal : 2020MO3490**  
**ISBN : 978-9920-772-04-4**

