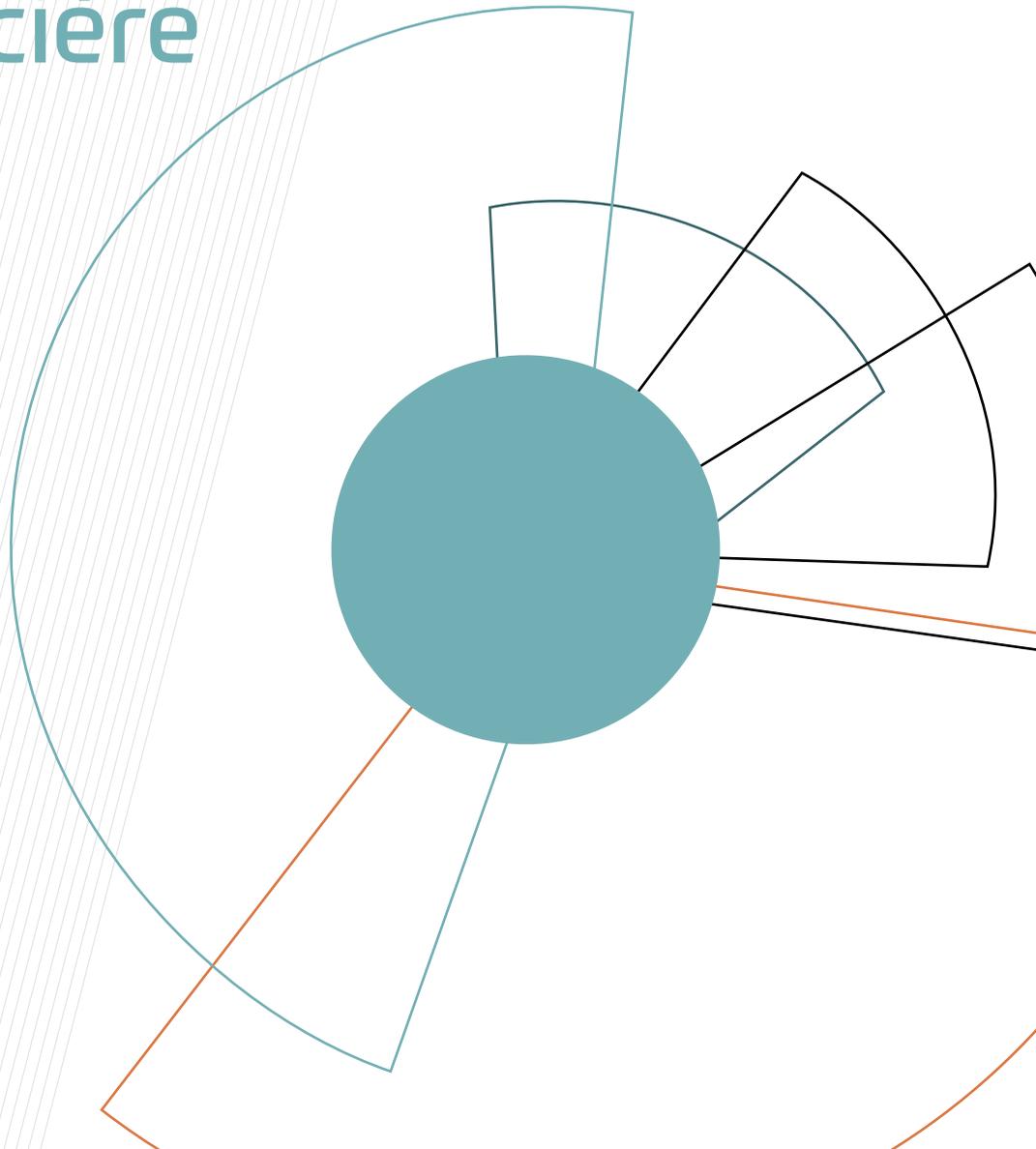


ROYAUME DU MAROC



# Rapport annuel sur la stabilité financière

Exercice  
**2022**  
NUMERO 10







# Rapport annuel sur **la stabilité financière**

Exercice  
**2022**  
NUMERO 10

# Préambule

L'espoir nourri en 2021 suite au rebond post-Covid de l'activité économique s'est rapidement dissipé en 2022 avec une décélération marquée de l'économie mondiale. Cette évolution s'explique principalement par le déclenchement en février 2022 du conflit russo-ukrainien qui a induit un renchérissement des produits énergétiques et alimentaires, ainsi qu'une accentuation des perturbations des chaînes d'approvisionnement. Il s'en est suivi une envolée de l'inflation à des niveaux jamais atteints depuis des décennies, ce qui a amené les autorités monétaires, à travers le monde, à initier un durcissement rapide, prolongé et qui fut largement synchronisé de leurs politiques monétaires, avec une hausse significative des taux d'intérêt.

Au Maroc, la forte hausse de l'inflation a conduit Bank Al-Maghrib à resserrer sa politique monétaire, augmentant à deux reprises, le taux directeur d'un total de 100 points de base.

Dans cet environnement porteur de risques, le Comité de Coordination et de Surveillance des Risques Systémiques (CCSRS) a continué, en s'appuyant notamment sur les travaux de son sous-comité mensuel, à assurer un suivi étroit des risques pesant sur la stabilité du secteur financier. Il a examiné les résultats de l'évaluation des risques systémiques ainsi que ceux des exercices de stress tests des institutions financières.

Concomitamment, les membres du CCSRS ont amorcé la mise en œuvre de la feuille de route de stabilité financière couvrant la période 2022-2024. Au plan légal et réglementaire, Bank Al-Maghrib a défini en coordination avec le Ministère chargé des Finances, le dispositif relatif à l'octroi de la liquidité d'urgence prévu par la loi portant statut de la Banque. Elle a également, aux côtés des autres régulateurs et de

la DTFE, parachevé le projet de circulaire relative aux conglomérats financiers, après un processus participatif et de concertation avec les conglomérats identifiés. S'agissant du chantier afférent à la résolution bancaire, une réforme de la loi bancaire renforçant le dispositif de traitement des difficultés bancaires est en cours d'examen avec le SGG et en parallèle, des échanges ont été initiés avec la BERD à l'effet de l'élaboration de ses textes d'application.

Au niveau analytique, la Banque a procédé, avec l'appui technique du FMI, à la revue des indicateurs de solidité financière utilisés, notamment, à des fins de surveillance macroprudentielle. En parallèle, elle a réalisé, comme à l'accoutumée, ses exercices semestriels de stress tests macro pour évaluer la résilience du secteur bancaire face aux chocs simulant une forte détérioration des conditions macro-économiques. S'agissant de la conduite de la politique macroprudentielle, la Banque a poursuivi en 2022 la surveillance des risques émanant du marché immobilier et des ménages, à travers le suivi et l'analyse des ratios « prêt sur valeur » et « service de la dette rapporté aux revenus des ménages ». Elle a, d'autre part, conduit, en collaboration avec le Ministère chargé des finances, des analyses sur les interactions entre la politique macroprudentielle et budgétaire, et entamé avec l'appui technique de la Banque Mondiale et du FMI des analyses d'impacts macroprudentiels en lien avec le projet « monnaie digitale de banque centrale ».

Par ailleurs, un projet conjoint ACAPS-AMMC-BAM a été lancé en 2022 pour la mise en place d'un système de nomenclature du secteur financier marocain, avec comme objectif l'harmonisation des concepts et l'amélioration de la qualité des informations collectées à des fins de supervision financière.

Concernant le secteur des assurances, la conjoncture défavorable ayant marqué le marché financier a fortement impacté les plus-values latentes des entreprises d'assurances et de réassurance. Dans ce cadre, l'ACAPS a mis en place un dispositif de veille pour le suivi de la situation et la mise en place des mesures appropriées. Sur un autre registre, elle a poursuivi le déploiement du dispositif de solvabilité basée sur les risques (SBR) dont les modalités de mise en œuvre sont définies avec le secteur à la lumière des résultats de la troisième étude d'impact quantitative réalisée à cet effet.

S'agissant du chantier relatif à la lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme (LBC/FT), les régulateurs financiers ont engagé, de concert avec les autres autorités concernées, plusieurs actions au cours de l'année 2022 en vue d'assurer la conformité du dispositif national de LBC/FT aux normes internationales du Groupe d'Action Financière (GAFI). Ces efforts ont permis la sortie en février 2023 du Maroc de la liste « grise » du GAFI et puis, en mai 2023, de celle de l'Union Européenne.

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

1. les principaux développements macroéconomiques aux plans international et national, les risques associés et leurs incidences sur le système financier marocain ;
2. l'évolution de la situation financière des agents non financiers et leur aptitude à faire face à leurs obligations vis-à-vis du système financier ;
3. l'évaluation de la solidité et de la résilience des institutions financières, 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 changement climatique ;
4. les évolutions des marchés de capitaux et des infrastructures de marché, tout en mettant l'accent sur l'évaluation des risques majeurs pesant sur la stabilité des marchés et des infrastructures d'importance systémique.

Ces chapitres sont précédés d'une synthèse générale qui donne une vue d'ensemble sur l'évaluation de la situation du secteur financier et des risques qui y sont associés.

# Sommaire

---

<b>7</b>	<b>Synthèse générale</b>
<b>11</b>	<b>Chapitre 1 : Développements macroéconomiques</b> I.1. Analyse de l'environnement international I.2. Développements macroéconomiques domestiques
<b>27</b>	<b>Chapitre 2 : Situation financière des agents non financiers</b> II.1. Ménages II.2. Entreprises non financières
<b>59</b>	<b>Chapitre 3 : Solidité des institutions financières</b> III.1. Secteur bancaire III.2. Secteur des assurances III.3. Régimes de retraite III.4. Instruments de la politique macroprudentielle III.5. Enjeux liés aux innovations technologiques financières et aux changements climatiques III.6. Interconnexions entre les institutions financières
<b>111</b>	<b>Chapitre 4 : Marché de capitaux, infrastructures de marché et monnaie fiduciaire</b> IV.1. Marché de capitaux IV.2. Infrastructures de marché IV.3. Circulation fiduciaire
<b>163</b>	<b>Liste des abréviations</b>

---

# Synthèse générale

## Accumulation des vulnérabilités dans un contexte marqué par la montée des risques macro-économiques tant au plan mondial que national

Alors que l'année 2022 devait être celle de la consolidation de la reprise de l'économie mondiale après le choc induit par la crise sanitaire, elle aurait plutôt connu une conjoncture difficile en lien avec le déclenchement en février 2022 du conflit en Ukraine, des séquelles de la pandémie et une montée des tensions géopolitiques et du souverainisme économique. Elle a été marquée par une poussée exceptionnelle de l'inflation induite par le renchérissement des cours des produits de base et les perturbations des chaînes d'approvisionnement. Il s'en est suivi un resserrement généralisé des politiques monétaires et, en conséquence, un durcissement des conditions de financement.

Dans cette conjoncture défavorable, la croissance de l'économie nationale a nettement ralenti à 1,3% après le rebond de 8% en 2021. Cette évolution recouvre une contraction de 12,9% de la valeur ajoutée agricole imputable notamment à une sécheresse particulièrement sévère, et une décélération à 3% de celle des activités non agricoles.

En termes de perspectives, la croissance devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, s'établir à 2,4% en 2023 avant de se consolider à 3,3% en 2024.

## Accentuation du déficit du compte courant et poursuite du redressement du déficit budgétaire en 2022

Au niveau des comptes extérieurs, l'année 2022 s'est soldée par un creusement du déficit du compte courant à 3,5% du PIB, contre 2,3% en 2021. Cette évolution est due à la détérioration du déficit commercial résultant d'un accroissement plus important des importations (en lien notamment avec l'alourdissement de la facture énergétique) comparativement aux exportations qui ont été marquées, par ailleurs, par la bonne performance des métiers mondiaux du Maroc et du phosphate et dérivés.

S'agissant des finances publiques, le déficit budgétaire hors produits de cession de participation de l'Etat a poursuivi son atténuation pour s'établir à 5,2% du PIB en 2022, après 5,9% en 2021 et 7,1% en 2020. Cette amélioration est attribuable à une performance remarquable des recettes fiscales et à une forte mobilisation de celles au titre des mécanismes de financement spécifiques. Pour sa part, le ratio de la dette du Trésor ressort en hausse, passant de 69,5% du PIB à fin 2021 à 71,6% en 2022.

Sur l'horizon de prévision, le déficit budgétaire devrait poursuivre son atténuation pour se situer, selon les projections de Bank Al-Maghrib, à 5% du PIB en 2023 et puis à 4,3% en 2024. Quant au ratio de la dette du Trésor sur le PIB, il devrait baisser à 69,7% en 2023 et à 68,5% en 2024.

### **Accélération du crédit bancaire au secteur non financier, tiré principalement par les financements de trésorerie des entreprises privées, et niveau élevé des créances en souffrance**

La dette financière des entreprises non financières (ENF) s'est accélérée en 2022 avec une progression de 9,4% à 904 milliards de dirhams, représentant ainsi 68% du PIB contre 64,8% une année auparavant. Cette progression a été tirée essentiellement par la dette bancaire sous l'effet de l'augmentation des besoins de trésorerie des entreprises privées. Le montant des créances en souffrance des ENF a connu, quant à lui, une hausse de 6,7%, contre 6,5% en 2021 et 11,5% en 2020. Rapporté au total des crédits bancaires aux ENF, le montant de ces créances s'est situé à 10,9% contre 11,3% un an auparavant.

Parallèlement, la croissance de la dette financière des ménages a enregistré une décélération, aussi bien pour les prêts à l'habitat que ceux destinés à la consommation. Rapportée au PIB, cette dette s'est maintenue autour de 30%. Bien que les créances en souffrance des ménages aient enregistré une progression limitée à 1% contre 9,3% en 2021, le taux des créances en souffrance demeure encore élevé à 9,8% contre 10,1% un an auparavant et 7,6% en moyenne sur la période 2015-2019.

### **Le système financier national continue d'afficher des fondamentaux solides malgré un contexte économique difficile**

Le secteur bancaire est parvenu, en dépit d'un environnement empreint d'incertitudes, à préserver sa résilience. Au niveau de la capitalisation, les institutions bancaires ont renforcé leur solvabilité avec une hausse à fin 2022 de 5,5% de leurs fonds propres prudentiels. Il en résulte un ratio moyen de solvabilité sur base sociale de 15,6% et un ratio moyen de fonds propres de catégorie 1 de 12,4%. Sur base consolidée, ces ratios ressortent respectivement à 13,4% et à 11,2%. En outre, l'exercice du macro-stress de solvabilité basé sur les projections macroéconomiques de Bank Al-Maghrib de juin 2023 continue de montrer la résilience du secteur bancaire face à des scénarii simulant la dégradation des conditions macroéconomiques. Au plan de la rentabilité en revanche, le résultat agrégé des banques sur base sociale a connu une baisse de près de 13% après la hausse significative de 76,4% enregistrée en 2021. Cette évolution s'explique principalement par la contraction de 51,6% du résultat des opérations

de marché sous l'effet de l'augmentation des taux monétaires et obligataires, compensée en partie par la hausse de 2% de la marge d'intérêt. Au niveau de la liquidité, le besoin des banques s'est accentué en 2022, en relation essentiellement avec la hausse de la monnaie fiduciaire. Parallèlement, le ratio de liquidité à court terme (LCR) a continué d'afficher un niveau confortable de 170%.

Concernant le secteur des assurances, il a continué de se développer et de faire preuve de résilience en dépit d'une conjoncture économique difficile marquée par un fort ralentissement de l'activité économique et par la hausse des taux dans un contexte de montée des pressions inflationnistes. Avec un volume d'affaires de 53,8 milliards de dirhams, le secteur a pu maintenir sa bonne dynamique de croissance (+8,5%) portant aussi bien sur la branche vie (+10,7%) que la branche non-vie (+6,6%). Cette progression conjuguée à une amélioration de la sinistralité de la branche non-vie a permis une augmentation de la marge d'exploitation de 36,6%.

Le secteur a néanmoins été impacté par les conditions défavorables du marché financier, suite à la hausse des taux et la baisse du marché boursier. Ses plus-values latentes ont ainsi chuté de 53,8% et son solde financier s'est déprécié de 23,8%. Malgré ces contreperformances sur les placements, le secteur des assurances a affiché un résultat positif de 4 milliards de dirhams (+1,8%), soit un taux de rendement des fonds propres (ROE) de 9,4%, en baisse de 10 points de base par rapport à l'année dernière.

La baisse des plus-values latentes a directement impacté la marge de solvabilité du secteur qui s'est dépréciée à 312,7% contre 370,4% un an auparavant. Cette marge, calculée sous le régime prudentiel actuel, reste au-dessus du seuil réglementaire mais ne couvre à ce stade que le risque de souscription. S'agissant des exercices de stress tests, ils font ressortir une résilience globale des entreprises d'assurances aux conditions macroéconomiques et techniques défavorables.

Concernant le secteur de la retraite, les principaux régimes de base continuent de connaître une situation financière difficile marquée globalement par l'importance de leurs dettes implicites et par l'épuisement de leurs réserves à divers horizons. La réforme systémique de ce secteur à travers l'instauration de deux pôles (public et privé), actuellement en cours de discussion entre le gouvernement et les partenaires économiques et

sociaux, vise à instaurer une tarification équilibrée des régimes de retraite et à résorber une bonne partie de leurs engagements passés non couverts.

### **Le marché des capitaux maintient sa contribution dans le financement de l'économie, malgré la conjoncture difficile**

Sur le marché boursier, après une hausse de 18,35% en 2021, l'indice MASI a enregistré une baisse de 19,75% en lien avec la conjoncture défavorable qui a marqué l'année 2022. Le volume des émissions de titres de capital a atteint 2,75 milliards de dirhams en 2022, en diminution de 8% par rapport à l'année précédente. La baisse du marché s'est accompagnée d'une augmentation de la volatilité moyenne à 10,36% contre 7,1% en 2021. S'agissant de la valorisation globale du marché, elle reste relativement élevée, en dépit de la diminution du PER global qui est passé de 23,7 en 2021 à 19,3 en 2022. Quant à la liquidité du marché, elle a enregistré une baisse en 2022 à 8,8% contre 9,9% en 2021.

Sur le marché obligataire, l'évolution des taux d'intérêt s'est inscrite à la hausse et ce, après une longue tendance baissière observée depuis 2012. Les émissions sur le marché de la dette privée se sont élevées en 2022 à 63,6 milliards de dirhams, en hausse de 6,5%, portée essentiellement par l'augmentation des émissions obligataires. L'encours de dette privée a connu une légère progression de 1,8% à fin 2022, atteignant un volume de 248,4 milliards de dirhams. Les émissions obligataires par voie de placement privé, réservées aux investisseurs qualifiés, ont représenté 20% de l'encours global de la dette privée en 2022. L'encours des obligations subordonnées perpétuelles au profil plus risqué, notamment de type AT1, a atteint un volume de 25,96 milliards à fin 2022 contre 20,82 milliards en 2021. Ce type d'obligations est également réservé aux investisseurs qualifiés. Concernant les émetteurs non-financiers de dette privée ayant fait appel public à l'épargne, aucun défaut de remboursement des échéances de la dette n'a été enregistré. Pour cette catégorie d'émetteurs, l'encours des obligations reste dominé par les entreprises publiques et le niveau d'endettement demeure globalement maîtrisé et s'inscrit en baisse, passant de 80% des fonds propres en 2021 à 75% en 2022.

Après plusieurs années de progression continue, l'actif net global des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) a enregistré en 2022 une

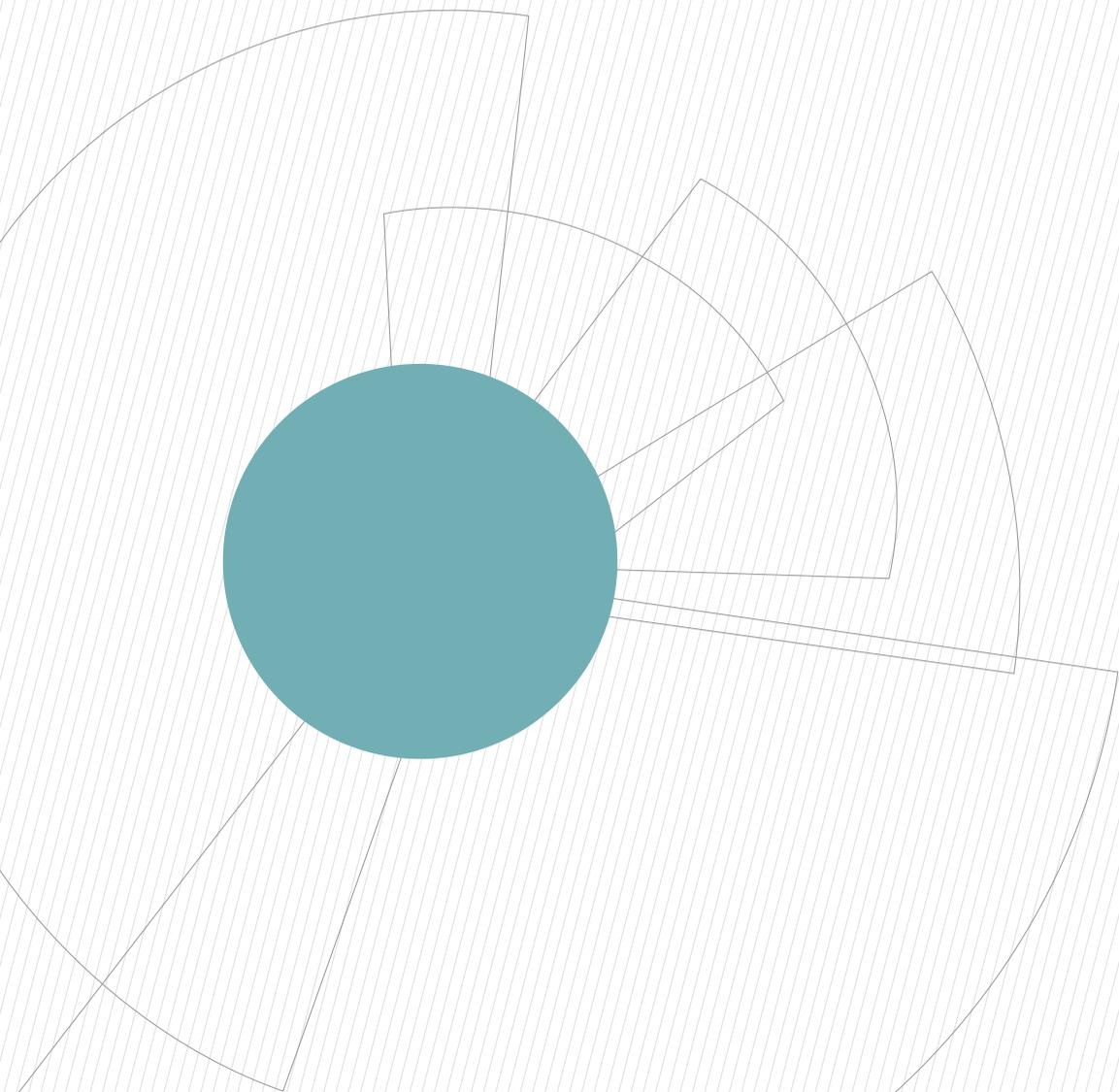
baisse de 15,5%, passant de 592,9 milliards de dirhams à fin 2021 à 500,9 milliards de dirhams à fin 2022. Cette baisse est le résultat d'une part, des mouvements de rachats importants ciblant principalement les fonds obligataires et, d'autre part, des performances négatives des fonds « Actions », « Diversifiés » et « OMLT ». De son côté, l'activité des OPCVM a poursuivi sa forte croissance avec un actif net de 57,7 milliards de dirhams, en hausse de 167,3% par rapport à fin 2021.

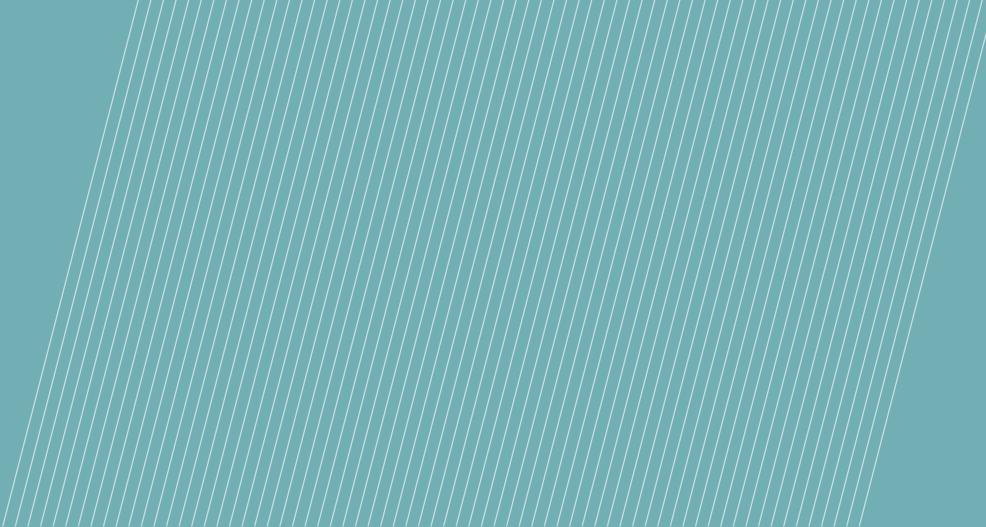
Concernant l'activité de titrisation, l'actif total titrisé a atteint 14,03 milliards de dirhams à fin 2022, soit une augmentation annuelle de 20,8%. Pour sa part, l'encours total de l'activité de capital investissement s'est élevé à 4,1 milliards de dirhams à fin 2022 contre 5,4 milliards une année auparavant.

Les opérations de prêt de titres ont atteint en 2022 un volume de 301 milliards de dirhams enregistrant une augmentation de 62,6%. Ces opérations restent dominées par les BDT à hauteur de 96,13%. Les OPCVM et les banques demeurent les principaux intervenants sur ce marché, suivis par les sociétés non financières.

### **Résilience préservée des infrastructures de marchés financiers particulièrement celles d'importance systémique**

Les Infrastructures des Marchés Financiers (IMF) ont maintenu courant 2022 une forte résilience aussi bien sur le plan financier que sur le plan opérationnel. Les IMF notamment systémiques ont, en effet, affiché 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.





# Développements macroéconomiques



Chapitre



## Aperçu

Alors que l'année 2021 tirait vers sa fin, un élan d'optimisme se profilait pour la consolidation de la reprise de l'activité économique mondiale post-Covid. Cette dernière a subi toutefois un retournement de conjoncture brutal avec le déclenchement du conflit en Ukraine. Cette situation s'est exacerbée avec la persistance des séquelles de la pandémie, la fragmentation géopolitique et économique ainsi que la montée fulgurante des pressions inflationnistes. En outre, la perturbation des chaînes d'approvisionnement et le renchérissement des matières premières ont affecté négativement l'activité économique. Il s'en est suivi un recul du commerce mondial, un resserrement généralisé des politiques monétaires en réponse à la hausse de l'inflation et, partant, un durcissement des conditions de financement. En conséquence, la croissance de l'économie mondiale a connu un net ralentissement à 3,4% en 2022 après le rebond de 6,3% en 2021.

Au niveau national, après le fort rebond de 8% en 2021, la croissance économique a ralenti à 1,3% en 2022, en raison de la mauvaise campagne agricole imputable au déficit pluviométrique et de la décélération des activités non agricoles.

Quant aux perspectives économiques, elles demeurent entourées d'un niveau élevé d'incertitudes, en lien avec la dégradation de la situation géopolitique et le niveau encore élevé de l'inflation et sa répercussion sur le pouvoir d'achat des ménages. La croissance devrait, toutefois, s'accélérer à 2,4% en 2023 avant de se consolider à 3,3% en 2024, reflétant l'amélioration du rythme d'accroissement des activités agricoles et non agricoles. Quant à l'inflation, elle resterait élevée à 6,2% en moyenne en 2023 avant de revenir à 3,8% en 2024.

S'agissant des comptes extérieurs, l'année 2022 s'est soldée par un creusement du déficit du compte courant à 3,5% du PIB, contre 2,3% en 2021. Cette évolution est due à la détérioration du déficit commercial à la suite principalement de l'accroissement remarquable des importations comparativement aux exportations.

Concernant les finances publiques, le déficit budgétaire hors produits de cession de participation de l'Etat s'est atténué à 5,2% du PIB en 2022, en baisse de 0,7 point de pourcentage par rapport à l'année précédente. Cet allègement s'explique en particulier par une progression plus importante des recettes comparativement aux dépenses. Quant au ratio de la dette du Trésor, il a enregistré une hausse passant de 69,5% du PIB à fin 2021 à 71,6% du PIB en 2022. Sur l'horizon de prévision, le déficit budgétaire devrait poursuivre sa tendance baissière du fait de l'amélioration attendue des recettes fiscales et non fiscales et de la baisse programmée de la charge de compensation. Il se situerait à 5% du PIB en 2023 avant de s'atténuer à 4,3% du PIB en 2024. Pour sa part, le ratio de la dette du Trésor sur le PIB devrait baisser à 69,7% en 2023 et à 68,5% en 2024.

En ce qui concerne le marché immobilier, les prix des actifs ont enregistré une baisse de l'ordre de 0,7% par rapport à 2021. Quant au nombre de transactions, il a accusé une chute de 12,3% en 2022, en relation avec le repli des ventes des biens résidentiels, des terrains et ceux destinés à usage professionnel.

## I.1. Analyse de l'environnement international

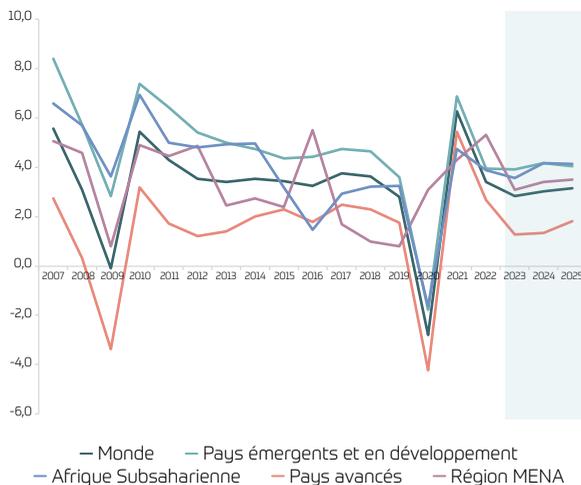
### Atonie quasi-généralisée de l'activité économique

L'ascension des chocs géopolitiques courant l'année 2022, a freiné la reprise de l'activité économique mondiale, amorcée une année auparavant. En particulier, l'invasion de l'Ukraine par la Russie s'est soldée par une crise énergétique et une perturbation des chaînes d'approvisionnement dans plusieurs secteurs, contribuant ainsi à la montée des pressions inflationnistes et au ralentissement des échanges commerciaux. En réponse à la hausse de l'inflation, plusieurs banques centrales ont, dans le cadre de leurs politiques monétaires, relevé leurs taux directeurs, ce qui s'est traduit par un resserrement rapide des conditions financières.

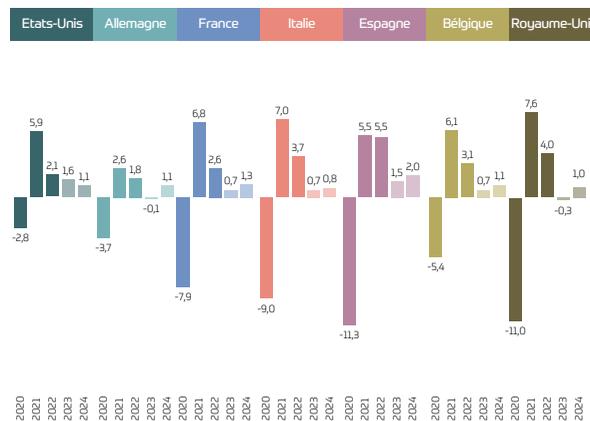
La proximité géographique de l'Ukraine et la dépendance au gaz russe, ont fortement pénalisé les pays d'Europe qui ont enregistré un ralentissement quasi-généralisé de l'activité économique. En particulier, la croissance du PIB a marqué un repli de 5,4% à 3,5% dans la zone euro, en lien avec la baisse du pouvoir d'achat et le recul de la demande mondiale. De même, le Royaume-Uni a vu sa croissance revenir de 7,6% à 4%, pâtissant notamment de la crise gouvernementale interne. Cela dit, ce sont les pays émergents et en développement du continent qui ont accusé la plus forte baisse de l'activité (de 7,3% à 0,8%) en 2022, reflétant en partie la contraction du PIB en Russie (de 5,6% à -2,1%) et en Ukraine (de +3,4% à -30,3%).

Pour sa part, l'économie américaine qui a démontré une certaine résilience aux conséquences du conflit russo-ukrainien, a tout de même ralenti courant l'année 2022 (de 5,9% à 2,1%) suite particulièrement au durcissement rapide de la politique monétaire. Aussi, la croissance du Japon et du Canada a baissé entre 2021 et 2022, minée par les évolutions extérieures défavorables.

Croissance dans le monde (en %)



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



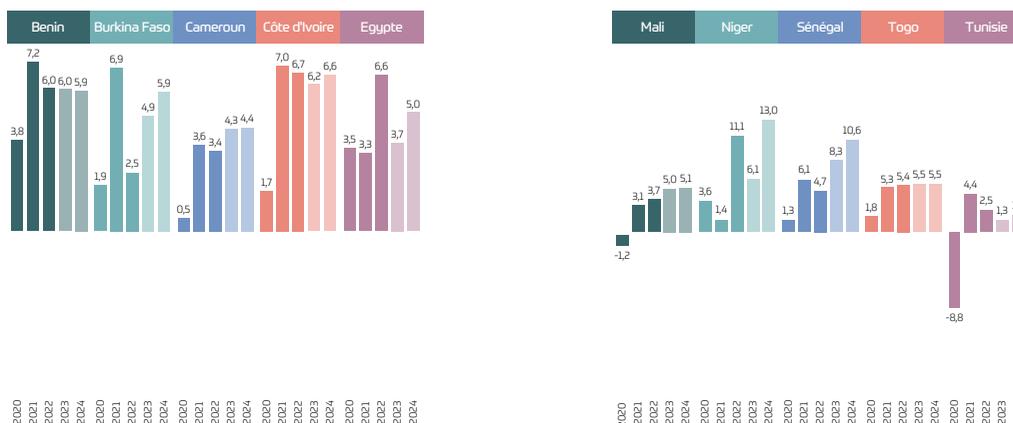
Source : FMI

L'élan de la reprise s'est également interrompu dans la plupart des pays émergents et en développement d'Asie et d'Amérique Latine, dont la croissance moyenne est revenue de 7,5% à 4,4% et de 7% à 4%. Les baisses les plus marquées ont été enregistrées en Chine (mesures liées au Covid-19 et perturbations dans le secteur immobilier), en Inde (inflation forte et demande étrangère faible) ainsi qu'en Argentine (pressions inflationnistes).

Pour sa part, l'économie de l'Afrique subsaharienne a ralenti de 4,8% à 3,9%, reflétant principalement le repli observé dans les pays importateurs de pétrole. Par groupement de pays, la croissance a décéléré de 6,6% à 5,1% dans la communauté d'Afrique de l'Est<sup>1</sup>, de 5,9% à 5,7% dans la zone de l'UEMOA<sup>2</sup>. En revanche, elle s'est appréciée de 1,7% à 2,9% dans la région CEMAC<sup>3</sup>. De même, l'activité a baissé chez les principaux pays de présence des institutions financières marocaines, notamment au Sénégal (de 6,1% à 4,7%), en Côte d'Ivoire (de 7% à 6,7%) et au Cameroun (de 3,6% à 3,4%).

Seule la région du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord a enregistré une amélioration de la croissance en 2022 (de 4,3% à 5,3%), portée par la bonne performance des pays exportateurs de pétrole dont le Koweït (de 1,3% à 8,1%) et l'Arabie Saoudite (de 3,9% à 8,7%). L'activité est restée, toutefois, atone dans les pays importateurs de matières premières (pétrole et blé) et ceux fragilisés par les conflits géopolitiques.

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



Source : FMI

En 2023, l'activité économique devrait globalement ralentir, pénalisée, entre autres, par les mesures prises par les banques centrales pour enrayer l'inflation, l'enlisement du conflit en Ukraine et la détérioration des conditions financières. Ainsi, l'accroissement du PIB mondial se limiterait à 2,8% contre 3,4% une année auparavant, reflétant la chute de la croissance de 2,7% à 1,3% dans les pays avancés et sa quasi-stagnation à 4% dans ceux émergents et en développement.

<sup>1</sup> La communauté d'Afrique de l'Est est composée de cinq pays : Burundi, Kenya, Rwanda, Tanzanie et Ouganda.

<sup>2</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>3</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.

## Inflation galopante dans la majorité des pays

Le renchérissement des matières premières, dont le pétrole et le gaz, à la suite de la guerre en Ukraine, combiné aux perturbations de la production causées par la pandémie ainsi que la reprise de la demande post-Covid, ont accentué les pressions inflationnistes dans l'ensemble des pays. Ainsi, l'inflation s'est accrue de 3,1% à 7,3% dans les pays avancés et de 5,9% à 9,8% dans ceux émergents et en développement.

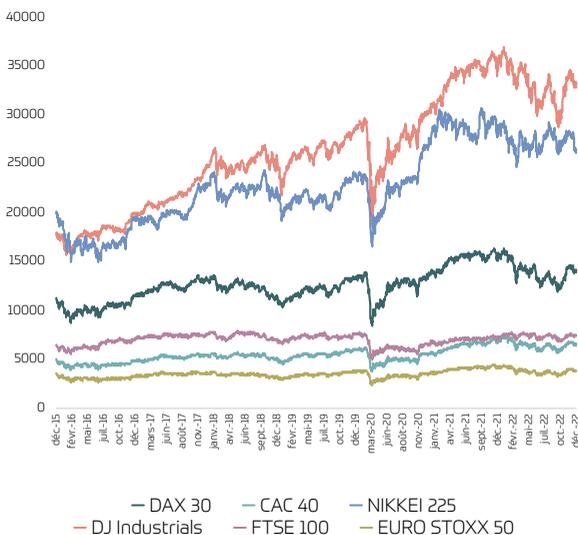
En réponse à ces hausses spectaculaires des prix à la consommation, différentes banques centrales ont procédé à la normalisation rapide de leurs politiques monétaires, en relevant leurs taux directeurs à plusieurs reprises au cours de l'année.

## Fortes perturbations au niveau des marchés financiers en 2022

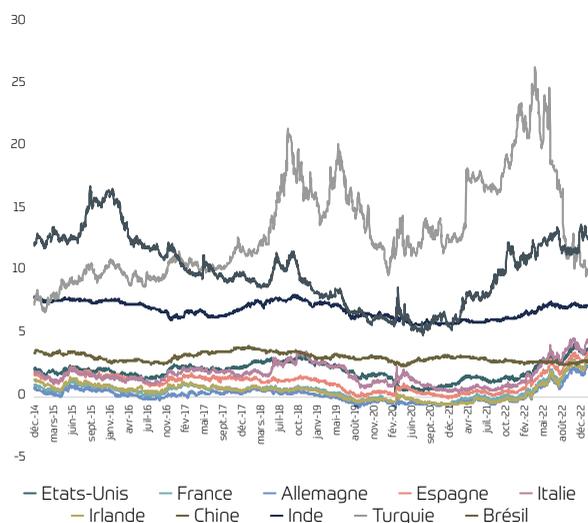
Une morosité générale a pesé sur les marchés boursiers internationaux en 2022, secoués en grande partie par les resserrements des politiques monétaires. Les replis des indices boursiers ont, en moyenne annuelle, dépassé 6% pour l'Eurostoxx 50 et le DAX 30 alors qu'ils se sont établis à près de 3,3% pour le Dow Jones Industrial et de 5,5% pour le Nikkei 225. Seul le FTSE 100 a clôturé l'année en réalisant une hausse, en moyenne en 2022, de 5,1%. Quant au MSCI EM, il a chuté de plus de 21%, plombé, entre autres, par la hausse des taux aux Etats-Unis. Ces évolutions se sont accompagnées par un retour de la volatilité, le VIX étant passé de 19,6 en 2021 à 25,6 en 2022 et le VSTOXX de 20 à 27, tout en enregistrant certains pics en cours de l'année, notamment en février (déclenchement de la crise en Ukraine) et en octobre (relèvement des taux directeurs).

Compte tenu des incertitudes entourant les conditions économiques et financières, les marchés obligataires ont été marqués par une hausse significative des rendements souverains à 10 ans des principales économies avancées et émergentes.

Évolution des indices boursiers



Évolution des taux souverains



Source : Datastream

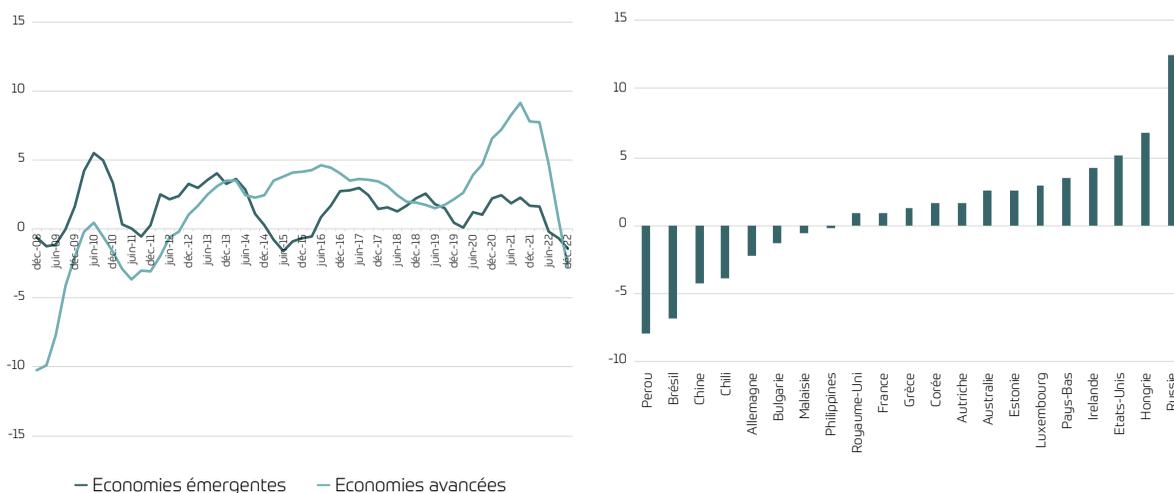
Au niveau des marchés de change, la hausse marquée des taux directeurs aux Etats-Unis (comparativement à la zone euro) et la crise économique en Europe ont contribué à l'appréciation du dollar face à l'Euro (1,07 dollar contre 1,14 dollar à fin 2021) mais aussi face à certaines monnaies des pays émergents.

## Tendances baissières au niveau des marchés immobiliers

Un retournement du marché immobilier a été constaté courant 2022, avec une décélération quasi-généralisée de la hausse des prix des biens résidentiels dans les pays avancés et leur repli dans les pays émergents. Ce ralentissement, expliqué en partie par le resserrement des conditions d'octroi du crédit et la baisse de la demande (pouvoir d'achat plombé par l'inflation), était plus prononcé aux Etats-Unis (de 10,4% à 5,3%), au Royaume-Uni (de 6,2% à 1%) et dans la zone euro (de 5,4% à -1,1%). Parallèlement, les prix ont clôturé l'année en baisse en Chine (-4,1%), en Inde (-3,3%) et au Brésil (-6,7%). Etant précisé toutefois, que certains pays se sont distingués par une flambée des prix des biens résidentiels, dont la Turquie (en lien avec une forte demande étrangère) et la Russie (panique engendrée par le conflit<sup>4</sup>).

De son côté, l'immobilier commercial s'est replié en 2022, pénalisé par la morosité de l'activité économique, comme en atteste la décélération de la croissance des prix dans plusieurs pays (zone euro, Etats-Unis) voire sa contraction dans certaines économies (Singapour, Hongkong).

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

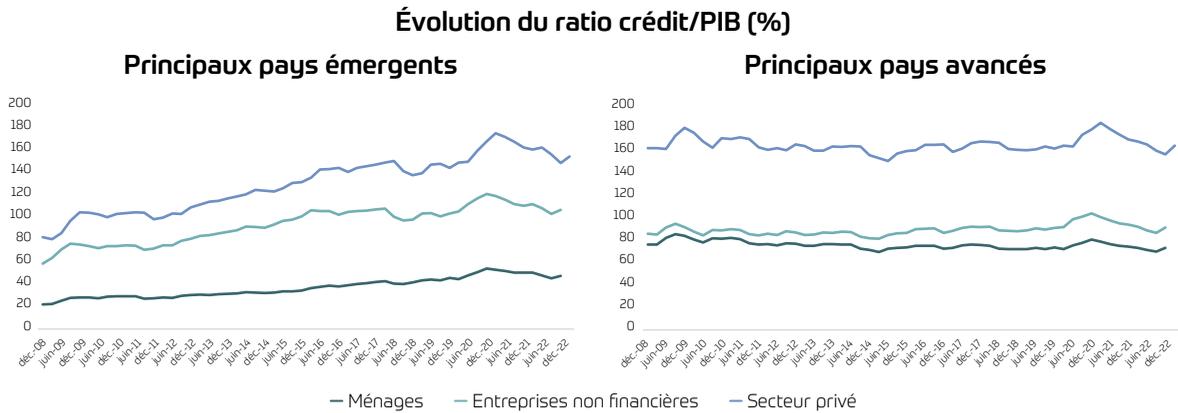


Source : BRI

<sup>4</sup> La forte baisse du rouble suite au conflit avec l'Ukraine a entraîné une vague de panique. Dans ces conditions et pour préserver la valeur de leur épargne, les particuliers ont commencé à investir dans des valeurs sûres particulièrement les biens immobiliers. Cette hausse de la demande a entraîné une flambée des prix de l'immobilier.

## L'endettement public et privé persiste à des niveaux encore élevés

L'endettement des agents non financiers s'est maintenu à des niveaux élevés, malgré le déclin constaté d'une fin d'année à l'autre. Le ratio d'endettement des ménages sur PIB est revenu de 50,6% à 47,7% dans les pays émergents et de 74,5% à 73,3% dans les pays développés. La baisse de l'endettement a été légèrement plus marquée pour les entreprises non financières, dont le ratio a perdu respectivement 3,6 et 2,6 points de pourcentage pour s'établir à 106,7% et 91,4%.



Source : BRI

La succession des chocs économiques et financiers (crise pandémique suivie de celle russo-ukrainienne) ont largement pesé sur les finances publiques des différents pays, comme en témoigne le niveau relativement élevé de la dette publique. Rapportée au PIB, cette dette a augmenté, en moyenne, pour le groupe des pays émergents et en développement passant de 65,1% à 66,3%, reflétant principalement la hausse de ce ratio dans les pays émergents d'Asie de plus de 3 points de pourcentage. Concernant les pays avancés, le ratio de leur dette publique est revenu à 112,5% du PIB en 2022 après 119,8%, en lien principalement avec l'effet mécanique d'une hausse importante de l'inflation.

## Perspectives complexes pour la stabilité financière

Les perturbations ayant, récemment, affecté le secteur bancaire ainsi que les marchés financiers, ont accentué les vulnérabilités financières et augmenté les inquiétudes quant au maintien de la stabilité financière mondiale. Plusieurs sources de risques préoccupent les instances internationales dont principalement :

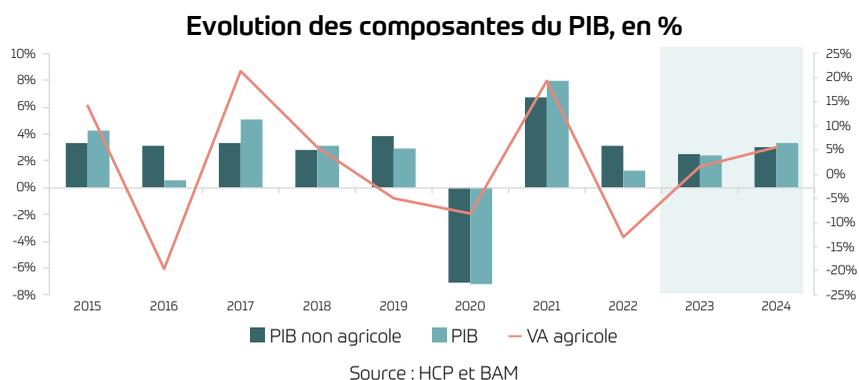
- La persistance des pressions inflationnistes : les niveaux encore élevés de l'inflation pourraient induire des relèvements supplémentaires des taux d'intérêts. Ces réponses rapides des banques centrales contribueraient à (i) la dépréciation de la valeur des actifs causant des asymétries de liquidité pour les institutions financières, (ii) la détérioration de la situation des agents non financiers qui feront face à des difficultés de refinancement et de remboursement, (iii) la dégradation de la viabilité de la dette souveraine des pays émergents et en développement et (iv) l'accentuation des pressions sur les marchés immobiliers ;

- Les conflits géopolitiques : la persistance de ces tensions pénaliserait la stabilité financière en provoquant, entre autres, une réallocation transfrontalière des capitaux et un dysfonctionnement des chaînes d'approvisionnement ;
- Les fragilités des intermédiaires financiers non bancaires : l'ascension des pressions de liquidité dans ce segment pourrait se propager aux autres composantes du système financier et engendrer son instabilité ;
- L'accroissement des cyber-risques : une cyberattaque réussie contre des infrastructures financières clés, des institutions financières d'importance systémique, un groupe de petites institutions financières ou un fournisseur tiers à plusieurs institutions financières, pourrait interrompre l'offre de services financiers et nuire à la confiance ;
- L'exposition accrue aux risques climatiques : la réallocation des portefeuilles en vue d'assurer la transition vers une économie à bas carbone pourrait négativement impacter les pays confrontés aux risques climatiques.

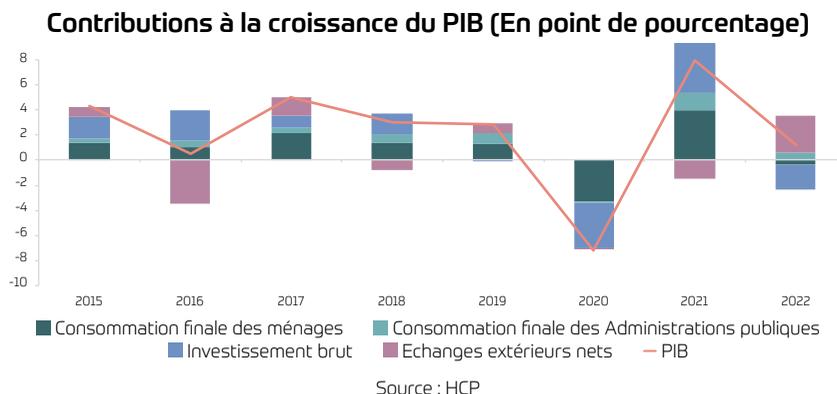
## I.2. Développements macroéconomiques domestiques

### Nette décélération de la croissance économique en 2022 sous l'effet conjugué de la sécheresse, d'un environnement externe difficile et de montée de l'inflation

Après le fort rebond de 8% en 2021, la croissance économique nationale a ralenti à 1,3% en 2022, sous l'effet notamment d'une mauvaise campagne agricole et d'une décélération des activités non agricoles. Cette évolution reflète ainsi une contraction de 12,9% de la valeur ajoutée agricole et un ralentissement à 3% de celle des activités non agricoles, après une amélioration respectivement de 19,5% et de 6,7% un an auparavant.



Contrairement à l'année précédente, la demande intérieure a contribué négativement à la croissance soit -1,7 point de pourcentage, contre +9,5 un an auparavant en raison du repli de l'investissement et du recul de la consommation des ménages en liaison avec la hausse remarquable de l'inflation qui a atteint 6,6% en 2022, son plus haut depuis 1992. En revanche, les échanges extérieurs nets ont participé positivement à la croissance à hauteur de 2,9 points de pourcentage, du fait d'une accélération du rythme des exportations de biens et services.



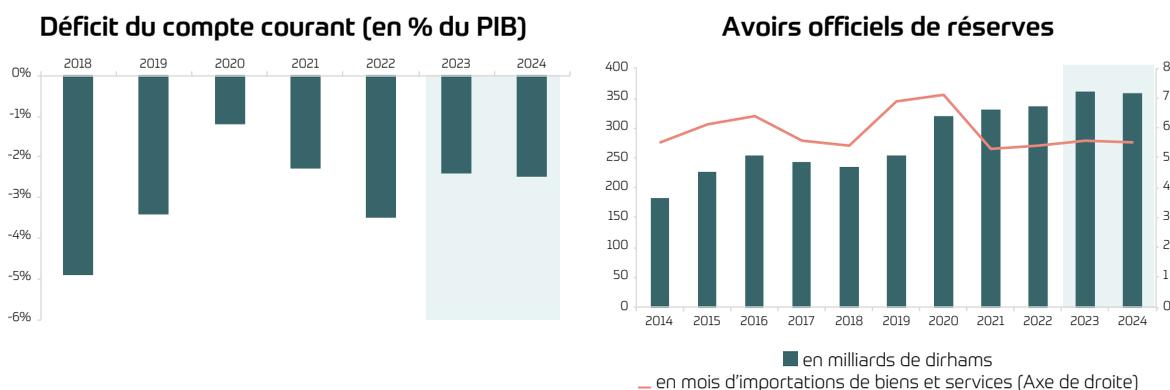
Dans ce contexte, le marché de l'emploi a connu une perte de 24 mille postes de travail en 2022, après une création de 230 mille un an auparavant, à cause principalement de l'impact des effets de la sécheresse sur l'emploi en milieu rural.

La croissance économique nationale devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, s'accroître à 2,4% en 2023 avant de se consolider à 3,3% en 2024, traduisant l'amélioration du rythme d'accroissement des activités à la fois agricoles et non agricoles. Quant à l'inflation, elle resterait élevée à 6,2% en moyenne en 2023 et ne baisserait qu'à 3,8% en 2024 en raison du repli programmé de la charge de compensation. Ces perspectives demeurent toutefois entourées de fortes incertitudes en lien avec les tensions géopolitiques et la persistance des pressions inflationnistes.

### Creusement significatif du solde commercial et alourdissement du déficit du compte courant en 2022

L'année 2022 s'est soldée par un creusement du déficit du compte courant à 3,5% du PIB contre 2,3% en 2021, imputable à une forte détérioration du déficit commercial à 308,8 milliards de dirhams en lien avec l'accroissement plus important des importations comparativement aux exportations. Cette évolution défavorable a été, néanmoins, atténuée à la faveur de la consolidation des transferts des MRE (+16%) et de la performance exceptionnelle des recettes de voyage qui ont enregistré une progression de 170,8% pour atteindre 93,6 milliards de dirhams en 2022. Par ailleurs, le flux net des investissements directs étrangers au Maroc (IDE) s'est accru de 6,8% pour s'établir à 21,8 milliards de dirhams et celui des investissements directs des Marocains résidents à l'étranger s'est amélioré de 7,9% à 6,3 milliards dirhams.

Compte tenu de ces évolutions, les avoirs officiels de réserve se sont établis à 337,6 milliards de dirhams au terme de l'année 2022, représentant ainsi, l'équivalent de 5 mois et 13 jours d'importations de biens et services.

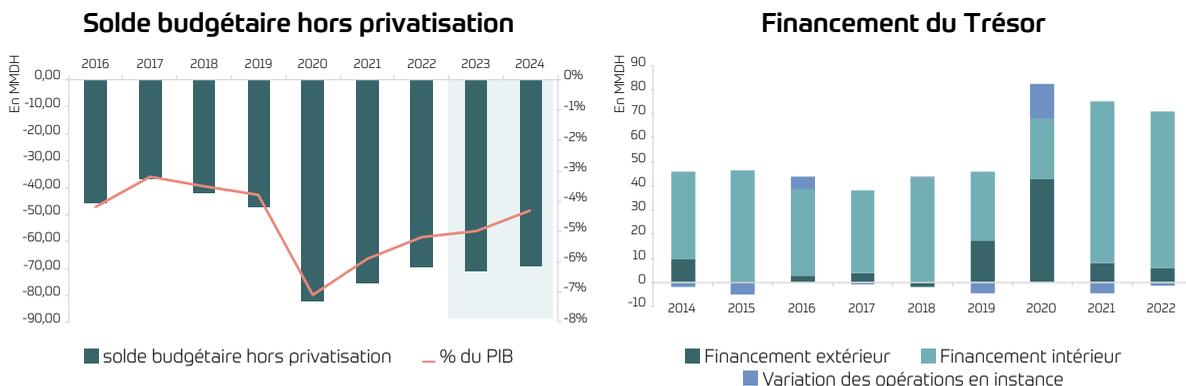


Source : BAM

En termes de perspectives, et tenant compte de l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 361,2 milliards de dirhams en 2023 et à 357,9 milliards de dirhams en 2024, soit l'équivalent de 5 mois et 17 jours et 5 mois et 16 jours d'importations de biens et services, respectivement.

## Atténuation du déficit budgétaire et allègement du besoin de financement du Trésor

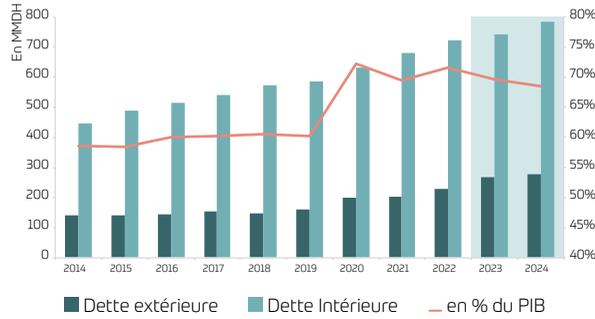
L'exécution de la loi de finances au terme de l'année 2022 a fait ressortir un déficit budgétaire, hors produits de cession de participation de l'Etat de 5,2% du PIB, en baisse par rapport à l'année précédente (5,9% en 2021). Cet allègement est attribuable à une performance remarquable des recettes fiscales et à une forte mobilisation de celles au titre des mécanismes de financement spécifiques. L'évolution du déficit tient aussi compte de la hausse de 5 milliards de dirhams du solde positif des comptes spéciaux du Trésor (CST) à 8,6 milliards de dirhams, incluant un montant de 6,7 milliards de dirhams correspondant au produit de la contribution sociale de solidarité sur les bénéfiques et les revenus, affecté au Fonds d'appui à la protection sociale et à la cohésion sociale.



Source : MEF et BAM

Dans ces conditions, le besoin de financement du Trésor s'est élevé à 71,1 milliards de dirhams à fin 2022, en allègement de 11,6% par rapport à l'année précédente. Il a été essentiellement couvert par le recours aux financements intérieurs pour un montant de 65 milliards de dirhams et, dans une moindre mesure, au marché extérieur à hauteur d'un montant net de 6,1 milliards de dirhams. Le ratio de la dette du Trésor a ainsi enregistré une hausse de 2,1 points, passant de 69,5% du PIB à fin 2021 à 71,6% en 2022. La structure d'endettement du Trésor demeure caractérisée par une prédominance de la dette intérieure à hauteur de 76% contre 24% pour la dette extérieure. En montant, la dette intérieure du Trésor s'est élevée à 722,9 milliards de dirhams à fin 2022, en hausse de 6,1% par rapport à 2021. Quant à la composante extérieure, elle a atteint 228,9 milliards de dirhams, en hausse de 12,3% par rapport à 2021.

### L'encours de la dette du Trésor



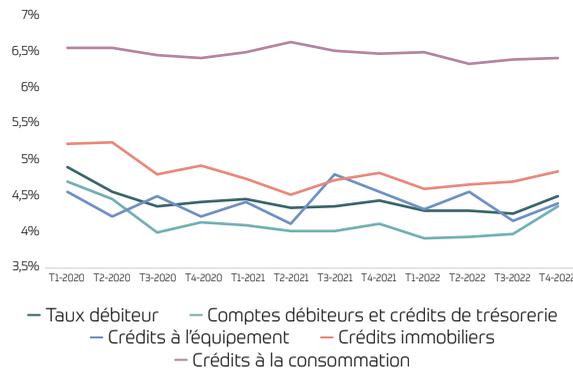
Source : MEF et BAM

Selon les projections de Bank Al-Maghrib, le déficit budgétaire devrait poursuivre sa tendance baissière pour se situer à 5% du PIB à fin 2023. En 2024, il s'atténuerait à 4,3% du PIB, en lien notamment avec la baisse programmée de la charge de compensation. Pour sa part, le ratio de la dette du Trésor sur le PIB devrait baisser à 69,7% en 2023 et à 68,5% en 2024.

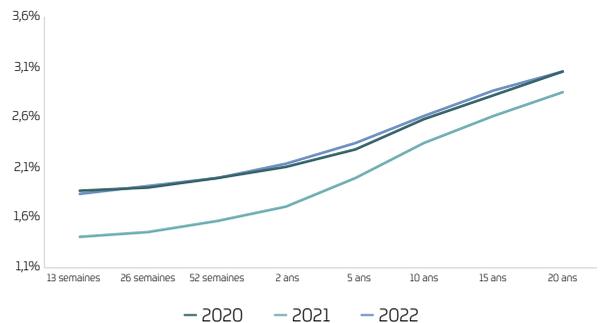
### Augmentation du besoin de liquidité des banques en 2022 et progression du crédit aux agents non financiers en dépit de la tendance haussière des taux débiteurs

Le besoin de liquidité des banques s'est accentué à 80,9 milliards de dirhams en 2022, contre 70,8 milliards un an auparavant, en lien essentiellement avec la progression de la circulation fiduciaire. Les conditions monétaires ont été également marquées par une baisse du taux de change effectif réel et une augmentation trimestrielle de 26 points de base du taux débiteur moyen global à 4,50% au quatrième trimestre 2022. De même, les taux d'intérêt sur le marché secondaire des bons du Trésor ont enregistré une hausse, notamment pour les maturités courtes.

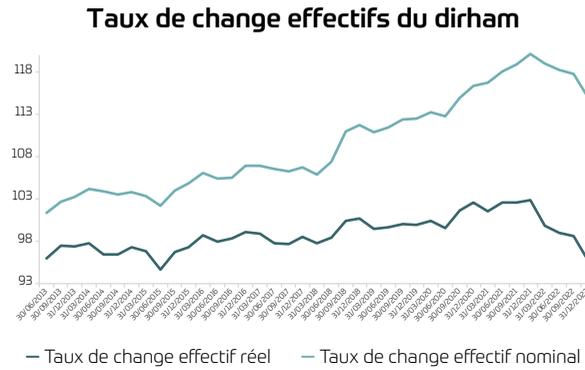
#### Taux d'intérêt débiteurs par objet économique



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



Source : BAM



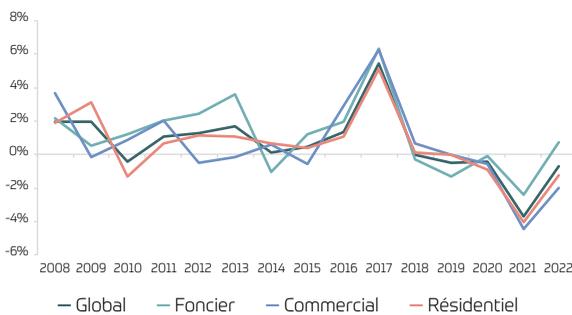
Source : BAM

S'agissant du crédit accordé aux agents non financiers, il a progressé de 7,9% en 2022 contre 2,9% en 2021, tiré particulièrement par l'accélération des prêts de trésorerie résultat de l'accroissement des besoins de financement à court terme des entreprises non financières privées. En termes de perspectives, il devrait s'accroître de 3,7% en 2023 et de 4,4% en 2024, en ligne globalement avec l'évolution prévue de l'activité.

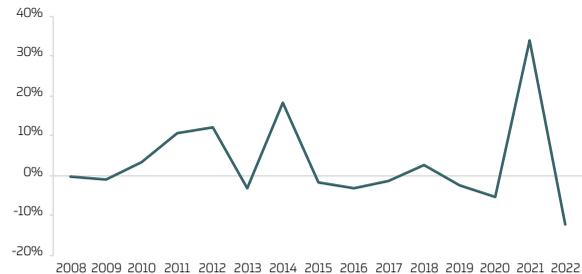
## Baisse des prix de l'immobilier et chute remarquable du volume des transactions immobilières

Sur l'ensemble de l'année 2022, les prix des actifs immobiliers se sont inscrits en baisse de 0,7% après un repli de 3,7% en 2021. Cette dépréciation recouvre des diminutions de 1,2% des prix des actifs résidentiels, de 2% de ceux des biens à usage professionnel et une hausse de 0,7% des prix du foncier. De son côté, le nombre de transactions a accusé une chute de 12,3% en 2022, en liaison avec le repli de 12% des ventes des biens résidentiels, de 16,5% des terrains et de 6,5% pour les biens à usage professionnel.

Variation annuelle de l'IPAI, en %

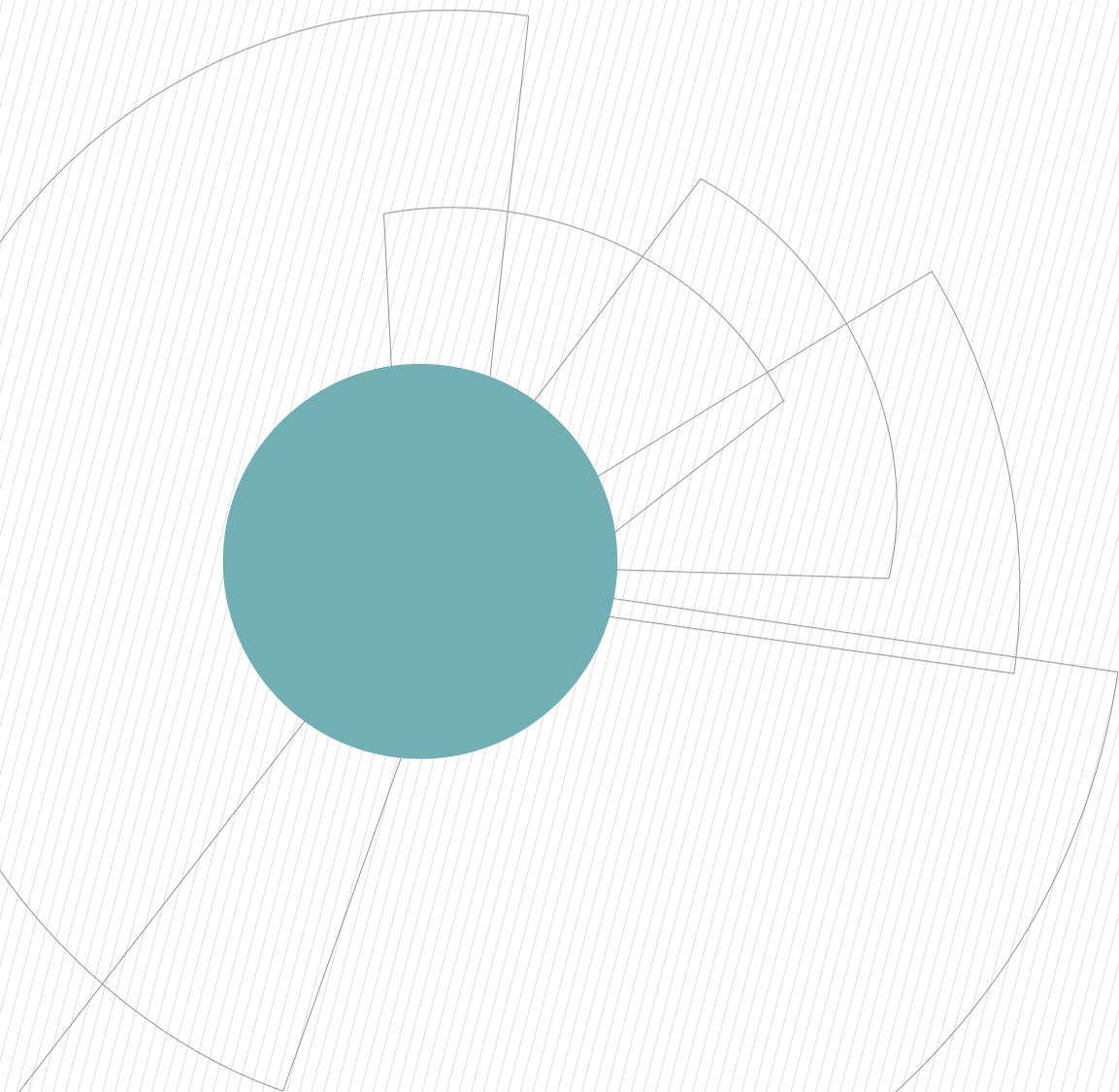


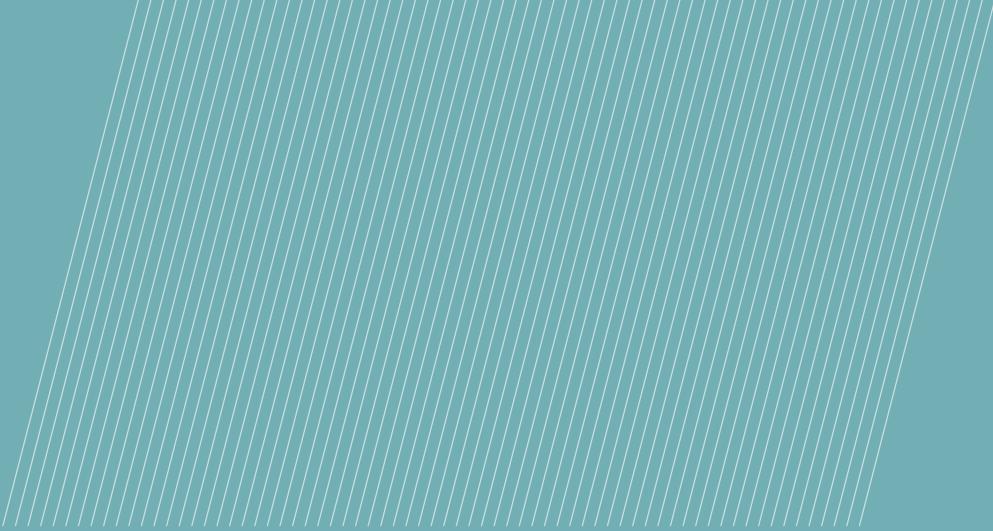
Evolution du nombre de transactions, en%



Source : BAM







# Situation financière des agents non financiers



Chapitre



## Aperçu

*Les actifs financiers détenus par les ménages marocains se sont renforcés en 2022, en enregistrant une croissance de l'ordre de 6,4% après 5% une année auparavant. Ils ont ainsi, totalisé un montant de 978 milliards de dirhams, dont 804 milliards sous forme de dépôts bancaires, soit une part de 82%. Les placements des ménages en termes d'assurance vie et de valeurs mobilières ont maintenu un rythme de progression globalement soutenu, représentant respectivement 11% et 7% de leur patrimoine financier.*

*Parallèlement, la croissance de la dette financière des ménages a enregistré une décélération, qui a concerné aussi bien les prêts alloués à l'achat de logement que ceux destinés à la consommation. Rapportée au PIB, cette dette s'est maintenue aux alentours de 30%. Le taux de défaut de paiement des ménages demeure élevé, s'établissant à 9,8% après 10,1% en 2021.*

*L'analyse des données granulaires recueillies auprès des principaux établissements de crédit, portant sur les nouveaux crédits accordés aux particuliers au titre de l'année 2022, fait ressortir un niveau d'endettement moyen de 35% de leurs revenus contre une moyenne de 31% sur la période 2015-2021, reflétant la hausse de la charge d'endettement des ménages.*

*Parallèlement, la dette financière des entreprises non financières (ENF) s'est accélérée en 2022, affichant une progression notable de 9,4% pour s'établir à 904 milliards de dirhams, soit 68% du PIB contre 64,7% une année auparavant. L'accélération de cette dette concerne à la fois les entreprises privées et publiques et est tirée essentiellement par la composante bancaire, sous l'effet en particulier de l'augmentation des besoins de trésorerie des entreprises privées.*

*Les défauts de paiement des entreprises non financières ont connu une hausse de 6,7%, pour totaliser 65 milliards de dirhams. Rapportés au total des crédits bancaires aux ENF, ces défauts se sont établis à 10,9%, en baisse de 31 points de base comparativement à l'année précédente.*

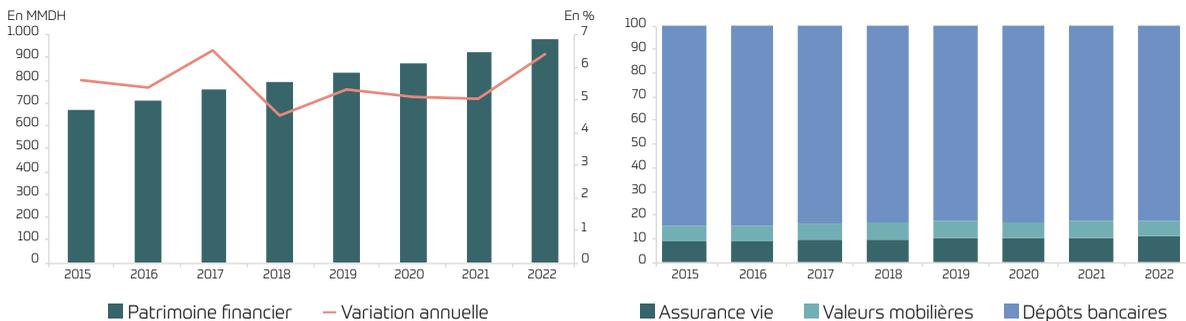
*L'étude de l'endettement d'un échantillon de 58 000 entreprises non financières publiques et privées ayant un chiffre d'affaires de 694 milliards de dirhams en 2021 fait ressortir un montant de dettes de financement moyen et long terme (MLT) de 335 milliards de dirhams, soit près de 48% des capitaux permanents, et un montant de dettes à court terme de 59 milliards de dirhams, soit près de 15% du chiffre d'affaires. Par ailleurs, suite à la reprise économique après la crise sanitaire, les délais de paiement inter-entreprises ont globalement diminué, tous segments confondus. Les TPE, malgré une baisse notable, continuent de subir des délais de paiement plus longs. En termes sectoriels, les « activités immobilières » présentent le plus grand délai de paiement client, suivi par « les transports et l'entreposage », et « le commerce et la réparation d'automobiles ».*

## II.1. Ménages

### Progression soutenue du patrimoine des ménages en 2022, reflétant un renforcement de leurs dépôts bancaires

Au titre de l'année 2022, les ménages ont consolidé un patrimoine financier global de 978 milliards de dirhams, en augmentation annuelle de 6,4% contre 5% une année auparavant, soit l'équivalent d'un additionnel de 59 milliards de dirhams. Ce patrimoine est composé essentiellement de dépôts bancaires, à hauteur de 82%. Les placements en assurance vie et les actifs sous forme de valeurs mobilières en représentent des parts respectives de 11% et 7%.

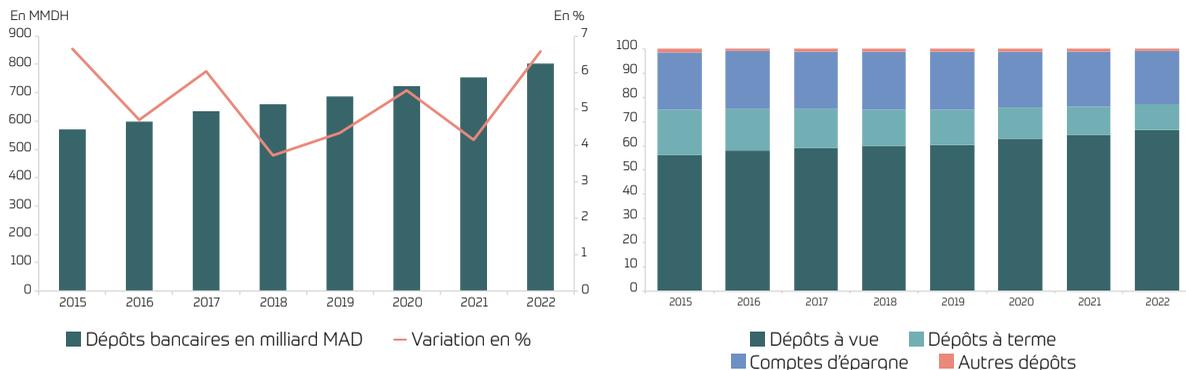
#### Evolution du patrimoine financier des ménages Structure du patrimoine financier des ménages, en %



Source : ACAPS et BAM

Les dépôts bancaires des ménages ont atteint un montant de 804 milliards de dirhams au titre de l'année 2022 après une progression de 6,6% au lieu de 4,1% en 2021. La part des dépôts à vue dans le total des dépôts s'est de nouveau élargie pour s'établir à 66% contre 65% en 2021 et 58% en moyenne entre 2015 et 2020. En revanche, celles des dépôts à terme et des comptes d'épargne ont reculé à 11% et 22% respectivement après 12% et 23% en 2021.

#### Evolution des dépôts bancaires des ménages Structure des dépôts bancaires des ménages en %

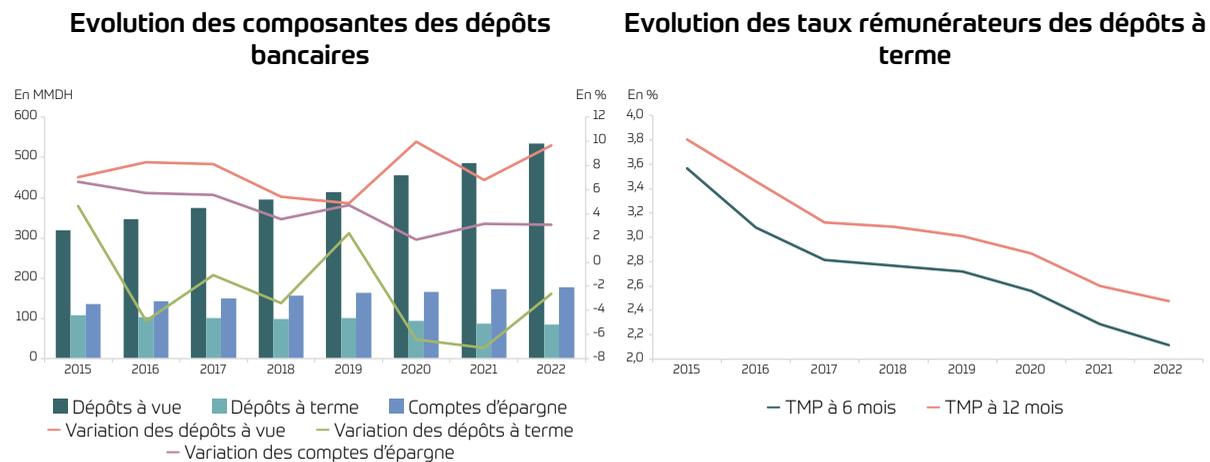


Source : BAM

Les dépôts à vue ont connu une hausse notable de 9,7% contre 6,8% un an auparavant, cumulant ainsi un montant de 534 milliards de dirhams.

S'agissant des dépôts à terme, ces derniers poursuivent leur contraction engagée depuis 2016<sup>5</sup> pour atteindre un montant de 85 milliards de dirhams, en baisse de 2,7% après 7,1% en 2021. Cette évolution s'expliquerait notamment par le recul des taux de rémunération, passant pour les dépôts à 6 mois de 2,29% à 2,12% et de 2,60% à 2,48% pour les dépôts à 12 mois.

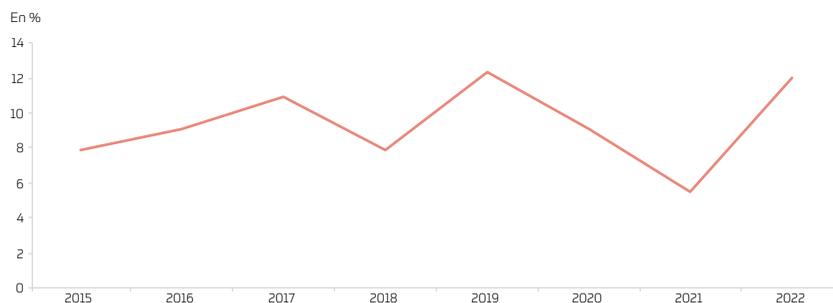
Pour leur part, les comptes d'épargne ont totalisé au titre de l'année 2022 un montant de 177 milliards de dirhams contre 172 milliards de dirhams en 2021. Ce surplus de 5 milliards de dirhams correspond à une progression de 3,1%, soit le même rythme que celui observé l'année précédente.



Source : BAM

Après leur décélération au cours des deux dernières années, les placements des ménages sous forme de contrat d'assurance vie ont repris un rythme de progression soutenu atteignant 12%. Les souscriptions à ce type de placement demeurent attrayantes en raison de ses avantages fiscaux.

### Evolution des placements des ménages en assurance vie

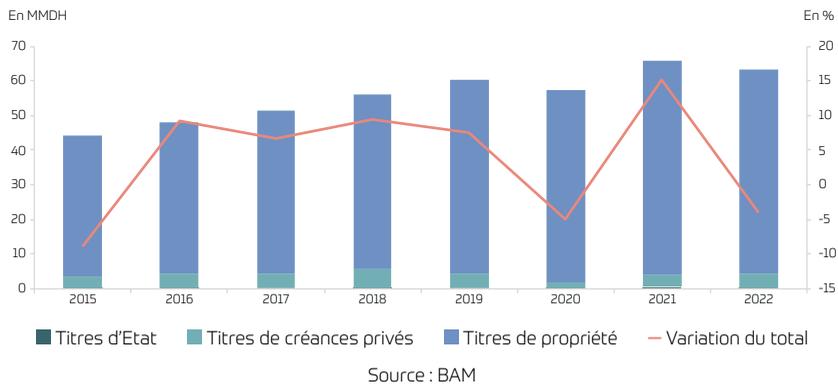


Source : ACAPS, Calculs BAM

<sup>5</sup> A l'exception de la hausse de 2,4% observée en 2019.

Au sujet des valeurs mobilières, les placements des ménages ont reculé de 4%, totalisant un montant de 63 milliards de dirhams. Les titres de propriété, qui constituent 93% de l'ensemble de ces placements ont enregistré une baisse de 5,3% après une hausse de 12% en 2021, en lien notamment avec les contreperformances du marché boursier. En revanche, les titres de créances privées, constitués essentiellement des certificats de dépôts et des obligations, ont marqué une augmentation de 23% pour atteindre 4,2 milliards de dirhams. Les titres de l'État, représentant une part très faible des valeurs mobilières détenues par les ménages, ont totalisé 0,2 milliard de dirhams contre 0,3 milliard au titre de l'année 2021.

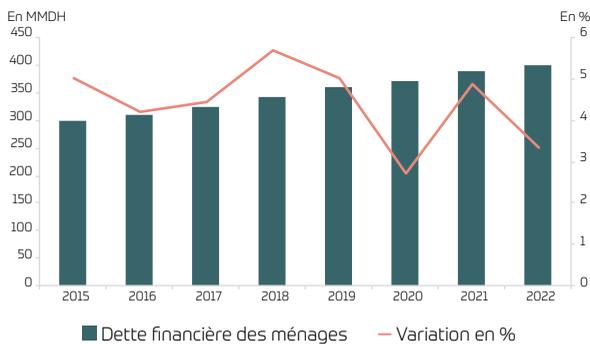
### Evolution des valeurs mobilières détenues par les ménages



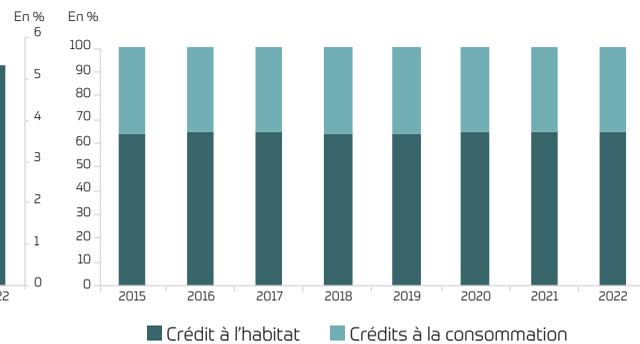
### Ralentissement de la croissance de la dette des ménages comparativement à 2021

Après avoir retrouvé son niveau d'avant crise en 2021, le rythme de croissance de la dette des ménages a de nouveau ralenti, marquant un taux de croissance limité en 2022 à 3,4% contre 4,9% une année auparavant. Le montant de cette dette, représentant plus d'un tiers des crédits accordés par les établissements de crédit, s'est ainsi établi à près de 399 milliards de dirhams dont environ 65% sont des crédits à l'habitat.

#### Evolution de la dette financière des ménages



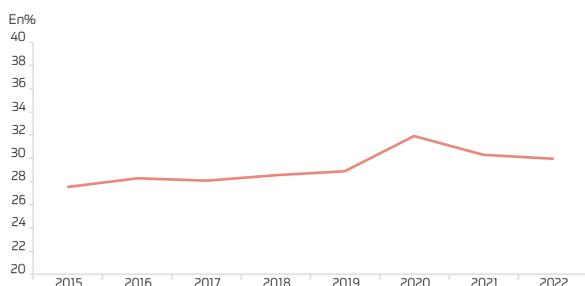
#### Composition de la dette financière des ménages



Source : BAM

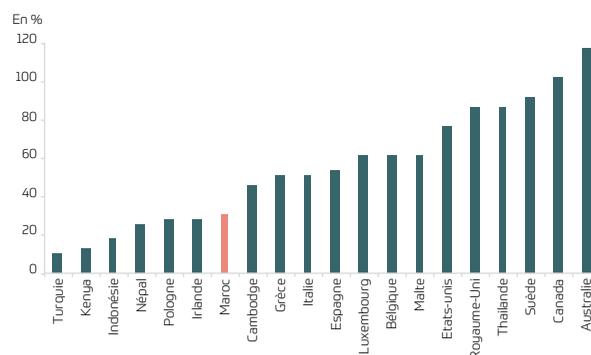
En pourcentage du PIB, la dette des ménages s'est située à 30%, soit un niveau comparable à celui observé au cours des dernières années, à l'exception de 2020, où un niveau de 32% a été enregistré, en lien avec la contreperformance de la croissance économique nationale en cette année de crise. Comparativement à d'autres économies, ce ratio se positionne à un niveau plus élevé que celui observé chez certains pays en développement et émergents, et demeure en deçà des niveaux observés dans des économies avancées.

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



Source : BAM

### Dette des ménages en % du PIB



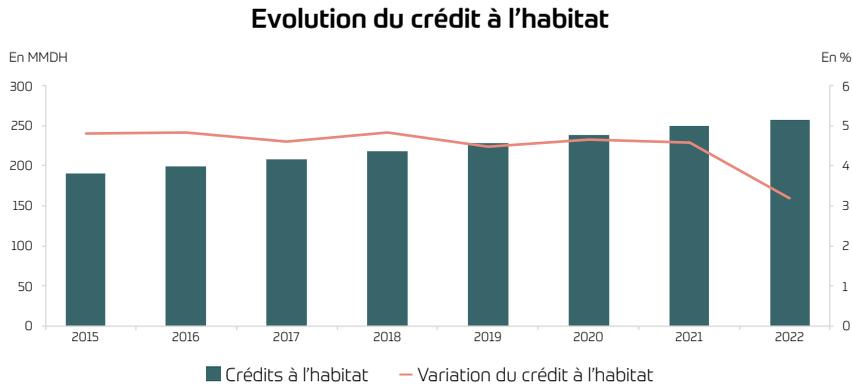
Source : FMI

La dette des ménages résidents s'est élevée à près de 379 milliards de dirhams, affichant une augmentation de 3,5% contre 4,8% l'année dernière tandis que sa part en pourcentage du PIB est de 28% contre 29% une année auparavant.

Après avoir enregistré une progression de 6,7% en 2021, les crédits accordés aux marocains résidents à l'étranger (MRE) se sont maintenus à près de 20 milliards de dirhams en 2022. Rapportés à leurs transferts, les prêts bancaires des MRE se sont établis à 18% contre 21% un an auparavant. La baisse de ce ratio s'explique par la hausse notable des transferts des MRE enregistrée au cours des deux dernières années. En effet, ces transferts ont totalisé 110 milliards de dirhams en 2022 et 95 milliards de dirhams en 2021, alors que leur montant avoisinait les 64 milliards de dirhams en moyenne sur la période 2015-2020.

## Le crédit à l'habitat enregistre le taux de croissance le plus bas depuis 2011

Les prêts aux logements des ménages ont totalisé un encours de 257,4 milliards de dirhams, enregistrant la croissance la plus faible observée depuis 2011, avec un taux de progression de 3,2% après 4,6% en 2021 et une moyenne de 4,7% sur la période 2015-2020 et ce, en lien avec la morosité du secteur immobilier.

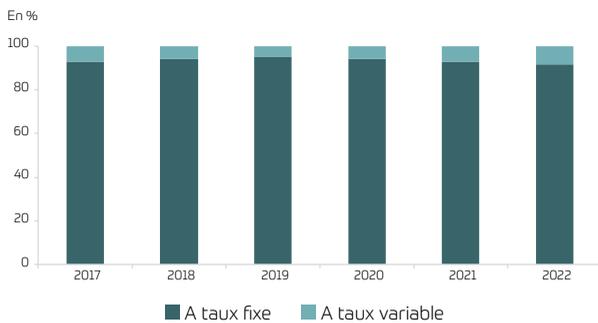


Source : BAM

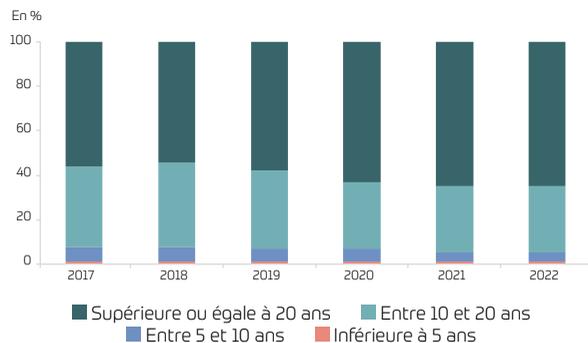
Les prêts accordés demeurent quasiment à taux fixe, soit une part de 92% du portefeuille des crédits. Parallèlement, l'analyse par maturité fait ressortir une poursuite de l'allongement des durées de remboursement de ces crédits, puisque les crédits d'une durée supérieure à 20 ans représentent désormais près de 65% contre 30% pour ceux dont la durée est située entre 10 et 20 ans.

Bien que cette situation représente un avantage pour les emprunteurs, en leur permettant de maintenir des échéances identiques et de se protéger ainsi contre toute hausse des taux d'intérêt, elle est en revanche source de risque pour les banques notamment, en cas d'augmentation des taux d'intérêt.

**Répartition des crédits à l'habitat par type de taux d'intérêt**



**Répartition des crédits à l'habitat par durée de l'échéance en année**



Source : BAM

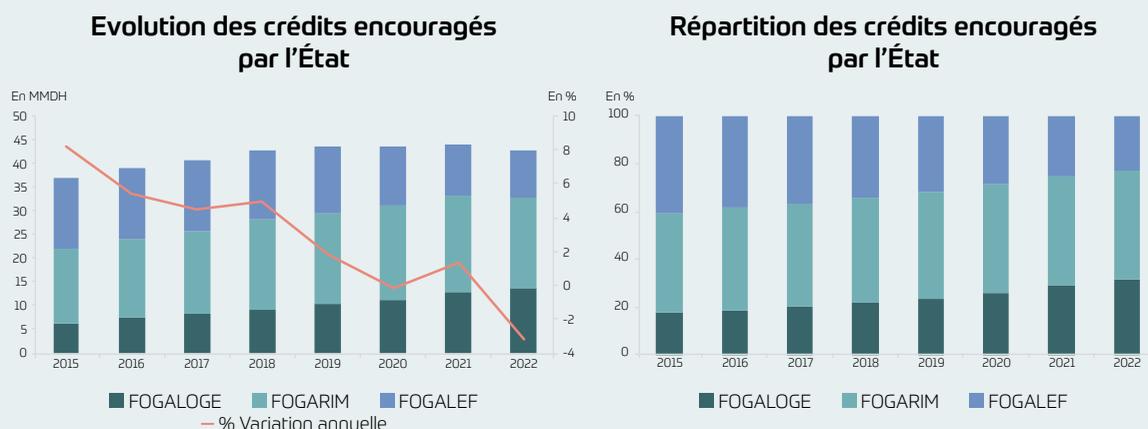
### Encadré n° 1 : Évolution des prêts au logement encouragés par l'État

A fin 2022, les prêts encouragés par l'État ont enregistré une baisse de 3,2% par rapport à l'année précédente. Ils constituent 17% du total des crédits à l'habitat contre 18% en 2021.

L'encours des crédits octroyés dans le cadre de « Daman Assakane » a demeuré quasiment stable autour de 33 milliards de dirhams. Les prêts « FORAGIM<sup>6</sup> » ont enregistré un encours de 19,5 milliards de dirhams en recul de 4,2% comparativement à 2021. En revanche, une hausse de 6,1% a été observée pour les prêts « FOGALOGÉ<sup>7</sup> », qui se sont établis à 13,5 milliards de dirhams.

Les prêts « FOGALEF<sup>8</sup> » ont baissé de 12% par rapport à 2021 pour atteindre un chiffre de 9,7 milliards de dirhams. Le recul de ces prêts destinés spécifiquement aux adhérents de la fondation Mohammed VI des œuvres sociales de l'Éducation, est observé depuis 2014.

En termes de composition, les crédits FOGARIM constituent une proportion de 45,7% du total des prêts encouragés par l'État, suivis des crédits FOGALOGÉ et FOGALEF avec des parts respectives de 31,7% et 22,7%. Cette répartition a changé progressivement sur les dix dernières années, où la part des crédits FOGALEF se repliait en faveur de celles de FOGARIM et FOGALOGÉ.

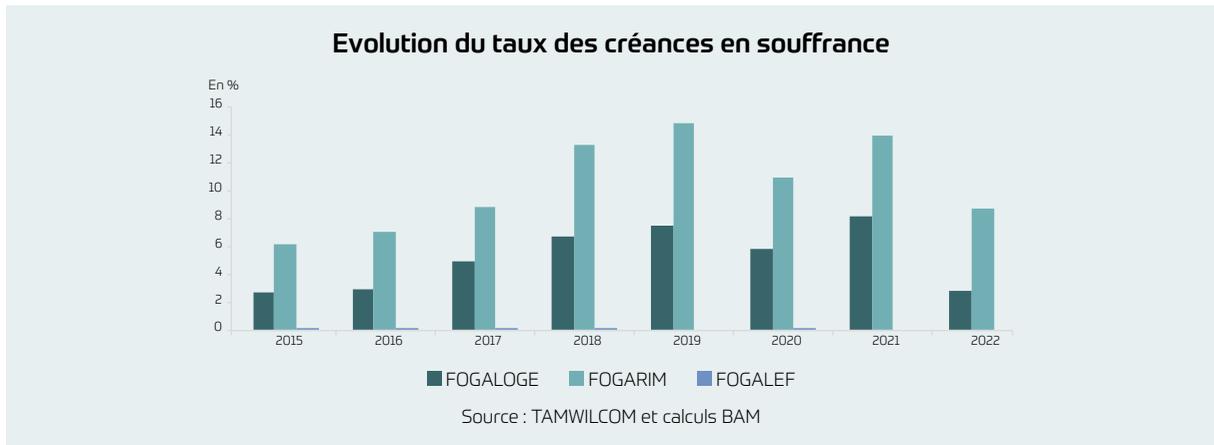


En termes de sinistralité, les prêts « FORAGIM » ont connu une hausse de leur taux moyen des créances en souffrance de 13,8% en 2021 à 14,4% en 2022. Parallèlement, pour les prêts « FOGALOGÉ », ce taux s'est situé à 5,8%, revenant ainsi à son niveau de 2020 après un pic de 8,1% enregistré en 2021. Les prêts « FOGALEF », pour leur part, maintiennent leur taux de défaut à 0% depuis 2018.

<sup>6</sup> Fonds de garantie pour les revenus irréguliers et modestes

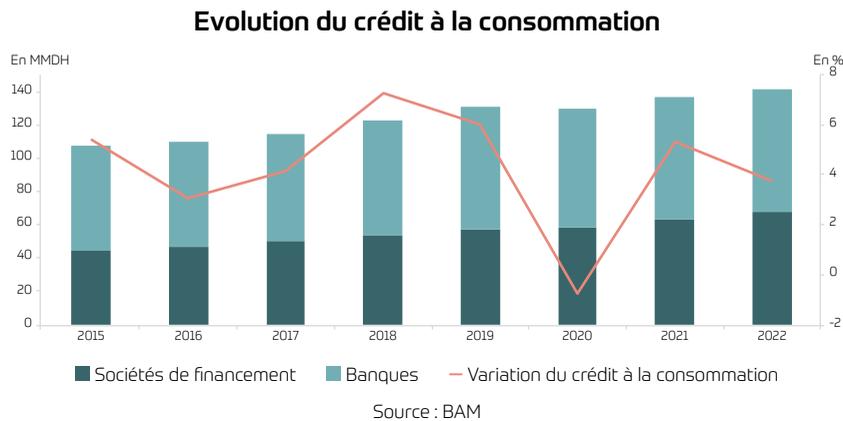
<sup>7</sup> Fonds de garantie des prêts au logement en faveur du personnel du secteur public

<sup>8</sup> Fonds de garantie de prêts destinés à financer l'accès à la propriété des adhérents de la fondation Mohammed VI des œuvres sociales de l'Éducation – Formation



## Ralentissement du rythme de croissance du crédit à la consommation

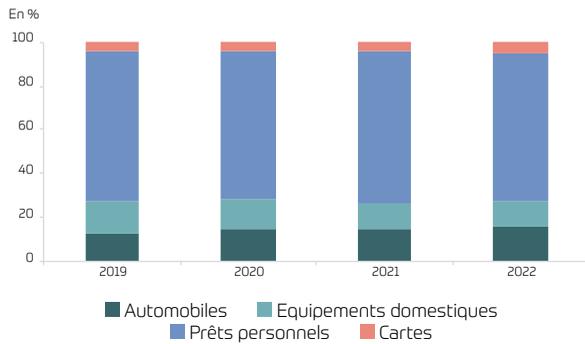
Le crédit à la consommation a enregistré une décélération à 3,8% après 5,3% une année auparavant. Il a ainsi totalisé un encours global de 141,4 milliards de dirhams à fin 2022. La part des prêts octroyés par les sociétés de financement ne cesse d’augmenter au fil des années passant de 42% en 2015 à 48% en 2022.



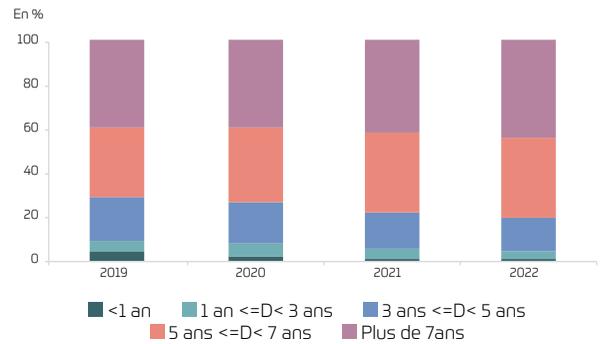
Par objet de crédit, les prêts personnels continuent de représenter plus que les deux tiers du total des crédits à la consommation en cours avec une proportion de 68%. Ils sont suivis des prêts à l’automobile et aux équipements domestiques, avec des parts de 15% et 12% respectivement. Les 5% restantes concernent les cartes de crédit, dont la popularité s’est renforcée depuis 2019.

S’agissant de la durée de remboursement, la part des prêts dont la maturité est supérieure à 7 ans est en croissance continue depuis 2019, atteignant 45% contre 42% en 2021. Parallèlement, les prêts avec une maturité inférieure à 5 ans ont vu leur part passer de 22% à 20% d’une année à l’autre. En revanche, les prêts à rembourser entre 5 et 7 ans ont pratiquement conservé leur part à un niveau de 36%.

### Répartition des crédits à la consommations par objet de crédit



### Répartition des crédits à la consommation par durée de l'échéance



Source : BAM

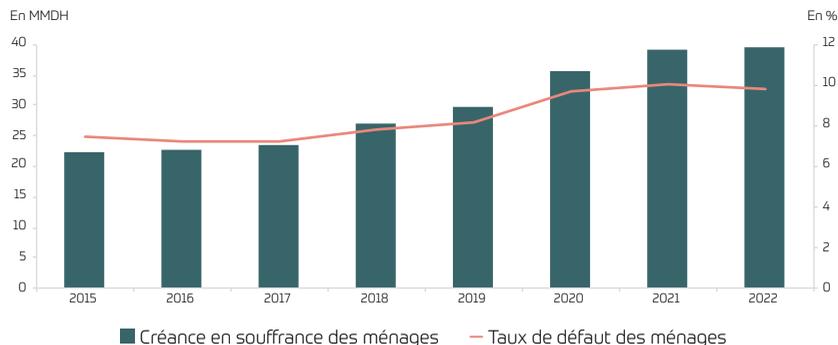
## Le taux du défaut des ménages demeure à un niveau élevé comparativement à la période précédant la pandémie, malgré sa légère baisse

Au titre de l'année 2022, les créances en souffrance des ménages ont enregistré une progression limitée de 1% contre 9,3% en 2021. Leur montant est passé de 38,8 milliards de dirhams à 39,2 milliards, ramenant ainsi le taux de défaut des ménages à 9,8% après 10,1% un an auparavant, soit un niveau qui demeure élevé, en le comparant avec celui observé avant la pandémie, où il était de 7,6% en moyenne entre 2016 et 2019.

Les créances en souffrance des résidents constituent 96% du total de ces créances, soit 37,6 milliards de dirhams en 2022, en hausse de 1,5% contre 10,2% en 2021. Il en résulte un taux de défaut des résidents de 9,9% au lieu de 10,1% en 2021.

S'agissant des Marocains résidents à l'étranger, leurs créances en souffrance demeurent quasi-stables à près de 1,6 milliard de dirhams et leur taux de sinistralité s'est inscrit en légère baisse, passant de 8,7% en 2021 à 7,9% en 2022.

### Evolution des créances en souffrance et du taux de défaut des ménages



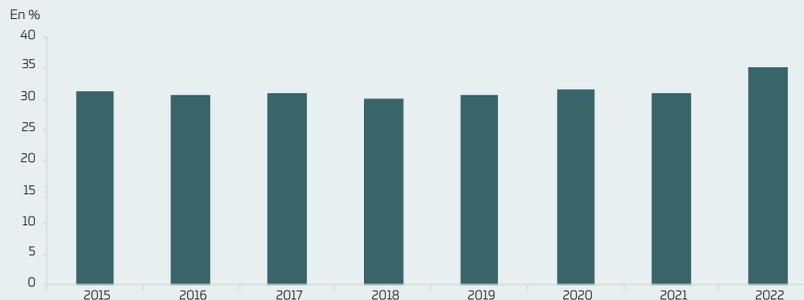
Source : BAM

### Encadré n° 2 : Analyse de l'évolution du taux d'endettement des particuliers

Le présent encadré expose les résultats de l'analyse des données collectées auprès des établissements de crédit\*, ayant couvert environ 250 000 prêts accordés au cours de l'année 2022. Cette étude vise à relever les caractéristiques des bénéficiaires, selon leur catégorie socioprofessionnelle, leur groupe d'âge et leur tranche de revenu, avec un focus sur les emprunteurs dont la charge de dette excède 40% de leur revenu.

Sur la base des données collectées et fiabilisées, le taux d'endettement moyen des particuliers a franchi un nouveau seuil de 35%, alors qu'il s'est établi aux alentours de 31% en moyenne au cours des dernières années.

#### Taux d'endettement moyen

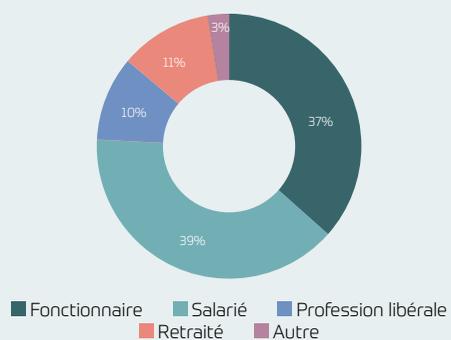


(\*) Principales sociétés de crédit à la consommation et certaines banques de la place

La répartition des bénéficiaires par catégorie socioprofessionnelle est restée quasiment identique à celle observée l'année précédente, où les salariés et les fonctionnaires détiennent respectivement des parts de 39% et de 37%. Ces derniers sont suivis des retraités, dont la part s'élève à 11% et des personnes exerçant une profession libérale avec une proportion de 10%.

Sur la base des données recueillies, les fonctionnaires demeurent les plus endettés avec un taux moyen de 40%, suivi des retraités, dont le taux d'endettement est de 39% de leur revenu. Les salariés et les libéraux affichent, pour leur part, une charge de dette représentant 34% et 32% respectivement de leur revenu.

#### Répartition des bénéficiaires\*\* par catégorie socio-professionnelle en%



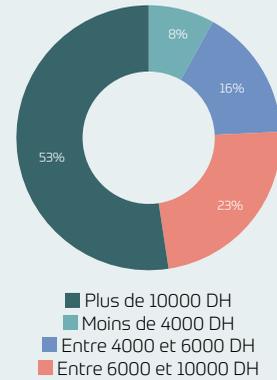
(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des principaux établissements de crédit en 2022

Par tranche de revenu, les emprunteurs dont le revenu net dépasse 10 000 dirhams accaparent 53% du montant total des prêts accordés au titre de l'année 2022. Ces derniers affichent également le taux d'endettement moyen le plus haut atteignant 36%. Ceux dont le revenu varie entre 6 000 et 10 000 dirhams cumulent une proportion de 23% du montant total avec un taux d'endettement moyen de 36% également. S'agissant des bénéficiaires avec un revenu entre 4 000 et 6 000 dirhams, ils représentent une part de 16%, tandis que ceux avec un revenu inférieur à 4 000 dirhams ont bénéficié de 8% du montant total des prêts octroyés. Les taux d'endettement moyens de ces deux catégories se situent respectivement à 32% et 27%.

Les tranches d'âge allant de 30 à 40 ans, de 40 à 50 ans et de 50 à 60 ans représentent chacune environ un quart des bénéficiaires des crédits accordés. Elles sont suivies des individus dont l'âge est supérieur à 60 ans, qui en constituent 19%. En revanche, l'accès des jeunes de moins de 30 ans demeure limité avec une part inférieure à 10%.

S'agissant du niveau d'endettement, il croît en fonction de l'âge pour les groupes inférieurs à 60 ans. Les jeunes sont les moins endettés, avec un taux moyen de 28%, suivis de la tranche d'âge de 30 à 40 ans, avec une charge de dette de 34% par rapport à leur revenu. Les personnes dépassant la quarantaine affichent des taux de 37% et 39% correspondant respectivement aux tranches d'âge 41 à 50 ans et 51 à 60 ans. Au-delà de 60 ans, le taux d'endettement s'élève en moyenne à 37%.

### Répartition des bénéficiaires \*\* par tranche de revenu en%



(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des principaux établissements de crédit en 2022

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

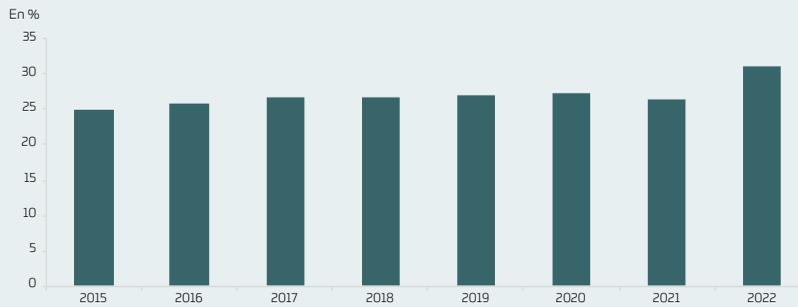


(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des principaux établissements de crédit en 2022

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

La proportion des particuliers, dont la charge de dette est supérieure à 40% de leur revenu représente 31% en 2022 contre une part moyenne de 26% sur la base des données analysées entre 2015 et 2021. Cette catégorie concentre 39% du montant total des prêts accordés.

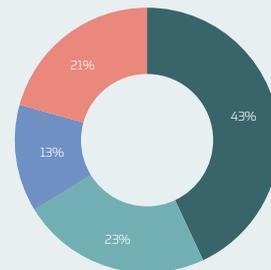
#### Part des bénéficiaires \*\* ayant un taux d'endettement supérieur à 40%



(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des principaux établissements de crédit en 2022

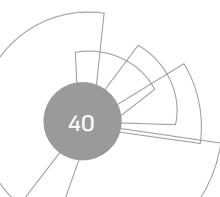
Pour cette catégorie, les individus dont le taux d'endettement est situé entre 40% et 50% représentent 43%. Ceux ayant une charge de dette par rapport à leur revenu, comprise entre 50% et 60% et celle située entre 60% et 70% constituent respectivement 23% et 13%. Plus d'un cinquième des particuliers affiche un taux d'endettement au-delà de 70%.

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



■ Entre 40 et 50% ■ Entre 50 et 60%  
■ Entre 60 et 70% ■ Plus de 70%

(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des principaux établissements de crédit en 2022

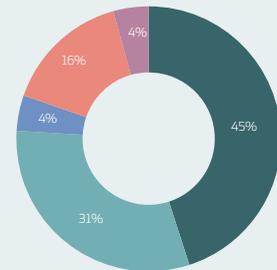


Les particuliers ayant une charge de la dette supérieure à 40% de leur revenu sont majoritairement des fonctionnaires et des salariés à hauteur de 76% de cette population. Ils cumulent 63% du total du montant de cette dette. Les retraités représentent une proportion de 16%, alors que les personnes exerçant un métier libéral ne représentent que 4%.

Les fonctionnaires continuent de former la catégorie la plus endettée. La charge de la dette consomme en moyenne 61% de leurs revenus. Les catégories restantes disposent plus ou moins du même taux d'endettement moyen de 56%.

Les individus avec des revenus dépassant 10 000 dirhams s'endettent à hauteur de 59% en moyenne, totalisant 41% du montant total emprunté auprès des principaux établissements de crédit. Les tranches de revenus de 6 000 à 10 000 dirhams et de 4 000 à 6 000 dirhams sont bénéficiaires respectivement de 27% et de 20% de ce montant. Leurs taux d'endettement moyens s'établissent respectivement à 55% et 54%. Les particuliers dont les revenus ne dépassent pas 4 000 dirhams ne concentrent que 12% du montant des prêts avec un niveau d'endettement moyen de 56%.

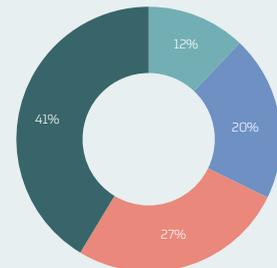
### Répartition des bénéficiaires \*\* ayant un taux d'endettement supérieur à 40% par catégorie socio-professionnelle



■ Fonctionnaire ■ Salarié ■ Profession libérale  
■ Retraité ■ Autre

[\*\*] Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des principaux établissements de crédit en 2022

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

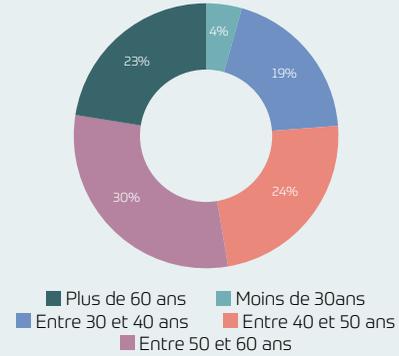


■ >=10000 Dhs ■ <4000 Dhs  
■ 4000-6000 Dhs ■ 6000-10000 Dhs

[\*\*] Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des principaux établissements de crédit en 2022

Selon la tranche d'âge, les individus âgés entre 50 et 60 ans représentent une part de 30% avec un taux d'endettement moyen de 58%. S'ensuivent les tranches d'âge de 40 à 50 ans et de plus de 60 ans, qui représentent respectivement 24% et 23% de la population en question et s'endettent en moyenne à hauteur de 59% et 56% de leurs revenus. Les individus dont l'âge varie entre 30 et 40 ans représentent une proportion de 19%, avec une charge de dette constituant 59% de leur revenu. Les jeunes de moins de 30 ans occupent une part de 4% et affichent un taux d'endettement moyen de 57%.

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



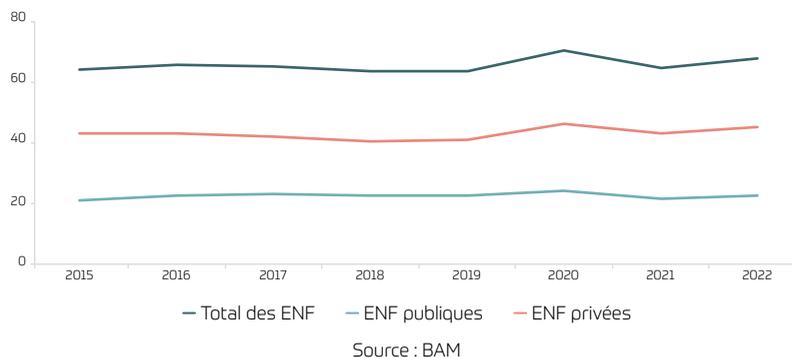
(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des principaux établissements de crédit en 2022

## II.2. Entreprises non financières

### L'endettement financier des entreprises non financières a enregistré une forte hausse tirée, principalement par l'augmentation de la dette de trésorerie des entreprises privées

Après une augmentation de 2,8% en 2020 et de 1,9% en 2021, la dette financière des entreprises non financières (ENF) a enregistré une hausse annuelle de 9,4% pour s'établir à 904 milliards de dirhams. L'accélération de cette dette recouvre une hausse importante aussi bien de la dette des entreprises non financières privées que celles relevant du secteur public. Le ratio de cette dette sur le PIB s'est établi à 68% à fin 2022 contre 64,8% une année auparavant.

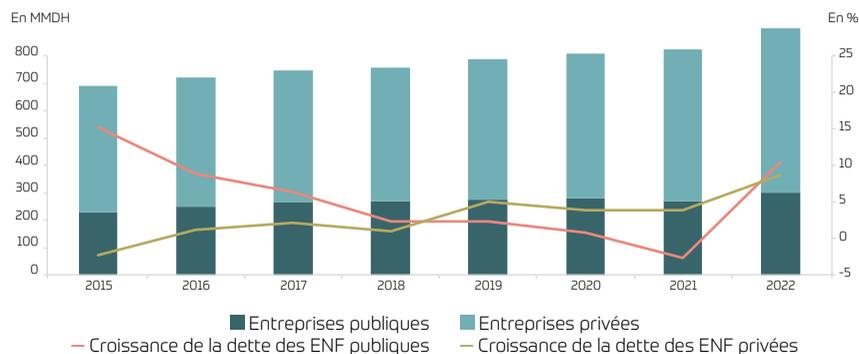
#### Evolution de la dette financière des entreprises non financières, en % du PIB



La dette financière des entreprises privées, représentant les deux tiers de l'endettement financier global des entreprises non financières, a enregistré une augmentation de 8,9% contre 4,2% en 2021, atteignant près de 603,4 milliards de dirhams à fin 2022. Cette évolution s'explique principalement par l'accélération de la croissance de leur endettement bancaire, passant de 3,8% à 9,9% d'une année à l'autre, qui demeure leur principale source de financement (90,2%).

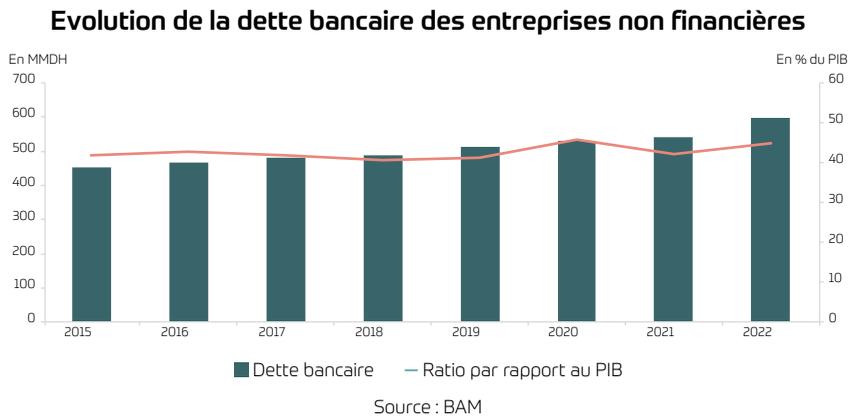
En ce qui concerne la dette financière des entreprises publiques, son rythme de croissance a rompu avec la tendance baissière observée depuis 2015, en enregistrant une augmentation de 10,5% en 2022, soit un additionnel d'endettement de 28,5 milliards de dirhams. Cette dette a ainsi atteint 300,8 milliards de dirhams. Rapportée au PIB, elle représente près de 23%.

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



## Accélération du rythme de la dette bancaire des entreprises non financières, parallèlement à la progression significative de leur composante extérieure

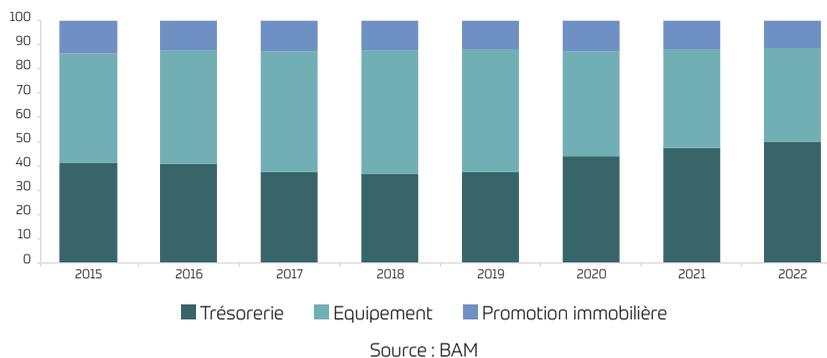
Les emprunts bancaires des entreprises non financières, représentant 66% de leur endettement financier global, ont enregistré une augmentation en nette accélération de près de 10,9% contre 1,8% en 2021, atteignant 599 milliards de dirhams.



Représentant près de la moitié de la dette bancaire globale, l'encours du crédit bancaire octroyé pour le financement des besoins de trésorerie des ENF a connu une hausse notable de 16,9% en 2022 après 9,3% en 2021. Cette nouvelle accélération confirme la persistance des besoins de trésorerie des entreprises dans un contexte défavorable marqué par les séquelles de la pandémie Covid-19 et les répercussions du conflit russo-ukrainien.

Quant au crédit à l'équipement représentant 34,6% de la dette bancaire totale à fin 2022, il a connu une augmentation notable de 6% après une baisse de 4,3% en 2021. Les financements destinés à la promotion immobilière ont, pour leur part, augmenté de 3,3%, après un repli de 5,6% en 2021.

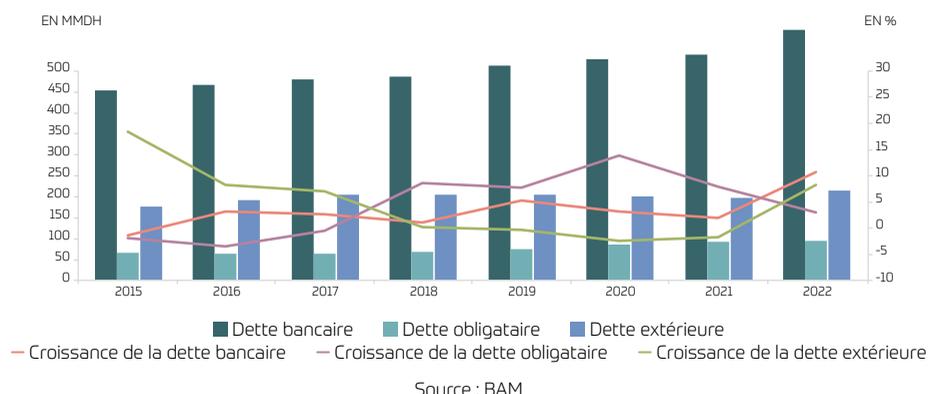
### Evolution de la composition de la dette bancaire des entreprises non financières, en %



En ce qui concerne la composante extérieure de l'endettement des entreprises non financières, qui représente 23% de leur dette financière totale, elle a interrompu sa tendance à la baisse en enregistrant une augmentation de 8,3%, après une contraction de 1,7% en 2021, atteignant ainsi 211,4 milliards de dirhams. Cette augmentation est principalement portée par les entreprises non financières publiques. La dette extérieure exprimée en pourcentage du PIB s'est établie à 15,9%, contre 15,3% en 2021.

Par ailleurs, le recours des entreprises non financières à la dette obligataire continue de ralentir, avec une croissance limitée de 3,1%, après une augmentation importante de 7,9% l'année précédente et de 13,9% en 2020 et ce, en lien avec le renchérissement des conditions d'accès. Son montant global a ainsi totalisé près de 94 milliards de dirhams à fin 2022. Cette dette ne représente désormais que 10,4% de la dette financière des entreprises, dont 63% est destinée au financement des entreprises publiques.

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



#### Encadré n° 3 : Analyse de l'évolution du niveau de vulnérabilité d'un échantillon d'entreprises non financières publiques et privées selon l'approche « Debt At Risk »

##### 1. APPROCHE METHODOLOGIQUE

La démarche « Dette à Risque - DaR » permet d'apprécier le niveau de vulnérabilité de la dette des entreprises selon une approche basée sur le risque. Elle s'appuie sur l'analyse d'un ou plusieurs des quatre critères suivants :

1. Critère de solvabilité, qui est mesuré par le ratio de levier financier (dette financière/total bilan). Ce critère permet d'évaluer le niveau d'endettement d'une entreprise et sa capacité à mobiliser d'autres financements ;
2. Critère de liquidité : Il est capté par le ratio quick<sup>9</sup>, qui mesure la capacité de l'entreprise à faire face à ses engagements à court terme à travers ses actifs les plus liquides ;

<sup>9</sup> Actifs circulant (déduits des stocks) / Passifs circulants

3. Critère de rentabilité des actifs (ROA) : Il évalue la capacité de l'entreprise à générer une rentabilité suffisante à partir de ses actifs ;
4. Critère de couverture du service de la dette : Il est appréhendé par le ratio de couverture des intérêts par le résultat d'exploitation de l'entreprise, également appelé «Interest Coverage Ratio» (ICR).

Sur la base de l'évaluation de ces critères, un indice de vulnérabilité des entreprises, appelé «Corporate Vulnerability Index» (CVI), est calculé. Une dette est considérée comme risquée ou vulnérable lorsque le critère financier étudié dépasse le 90ième centile pour le ratio de levier financier et est inférieur au 10ième centile pour les trois autres ratios.

$$CVI = (\sum DaR(i)) / Dette Totale \quad i = 1 \text{ à } 4$$

Plus l'indice s'approche de 1 plus il se déprécie et la dette à risque devient importante.

## 2. DEPLOIEMENT DE L'APPROCHE SUR UN ECHANTILLON D'ENTREPRISES PUBLIQUES ET PRIVEES

Les résultats du déploiement de l'approche DaR sur un panel non cylindrique de 404 675 entreprises publiques et privées sur la période 2006 - 2021 a révélé globalement une diminution de l'endettement des entreprises privées, et une amélioration de leur liquidité avec toutefois, un niveau de risque financier persistant comme en témoigne l'indice de vulnérabilité de 29% en 2021. Les entreprises publiques, quant à elles, ont montré une augmentation de la dette financière, une fluctuation du ratio de levier et un indice de vulnérabilité atteignant un pic en 2020 avant de diminuer en 2021. En outre, des vulnérabilités sectorielles significatives ont été identifiées, particulièrement dans les secteurs de l'hébergement et de la restauration, de la construction et des activités immobilières pour les entreprises privées et dans le secteur du transport en ce qui concerne les entreprises publiques.

Les analyses détaillées font ressortir les constats suivants :

- Une diminution notable de la proportion de la dette financière dans le total bilan des entreprises privées, passant de 22% en 2008 à 15% en 2021. Cette baisse pourrait être partiellement expliquée par l'allongement des délais de paiement fournisseurs dont la part dans le total bilan des entreprises a grimpé de 29% en 2014 à 33% en 2019, pour ensuite descendre légèrement à 30% en 2020 et se stabiliser à 31% en 2021. S'agissant des entreprises publiques, elles ont connu une augmentation graduelle de leur dette financière allant de 196 milliards de dirhams en 2018 à 214 milliards de dirhams en 2021.

- Les entreprises privées ont démontré une amélioration constante de leur liquidité, comme en témoigne l'augmentation du ratio QUICK de 1,04 en 2010 à 1,16 en 2021, illustrant ainsi une capacité accrue à satisfaire leurs engagements à court terme. La rentabilité des actifs a oscillé entre 4% et 5%, avec une chute à 2% en 2020, suivie d'une remontée à 4% en 2021. Des fluctuations ont également été observées dans le ratio de couverture des intérêts par le résultat d'exploitation, avec un pic en 2016 correspondant à 9 fois le résultat d'exploitation. Cependant, la crise COVID-19 a conduit à une baisse de ce ratio à 4 fois en 2020, avant de voir une amélioration en 2021 avec 7 fois le résultat d'exploitation.

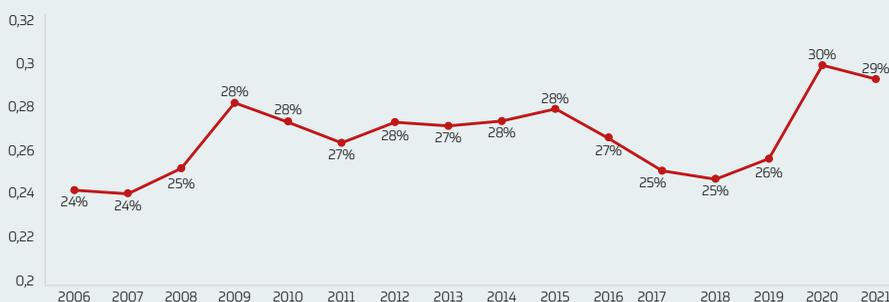
Du côté des entreprises publiques, la liquidité a présenté une tendance ascendante, passant de 1,6 en 2018 à 1,8 en 2021, indiquant globalement une amélioration dans leur capacité à couvrir les passifs à court terme. En termes de rentabilité des actifs, le ratio est resté faible tout au long de la période.

- Au plan de l'indice de vulnérabilité des entreprises privées (CVI), celui-ci s'est situé à 29% en 2021, soit un niveau de risque encore élevé. Par taille d'entreprise, les grandes entreprises (GE) ont affiché un indice de vulnérabilité de 29%, tandis que les PME ont enregistré une légère amélioration avec un indice de 28%. Les très petites entreprises (TPE) ont également montré une diminution de leur indice de vulnérabilité, passant de 34% à 32% en 2021.

En ce qui concerne les entreprises publiques, l'indice de vulnérabilité, a culminé à 29% en 2020 avant de retomber à 24% en 2021, dénotant d'une baisse notable de la dette à risque.

- Par secteur, les entreprises opérant dans « l'hébergement et la restauration » et la « construction » affichent des vulnérabilités significatives avec un indice de vulnérabilité de 46% et 37% respectivement. Dans le secteur des activités immobilières, l'indice de vulnérabilité est resté élevé à 31%. D'autres secteurs tels que le commerce, la réparation d'automobiles et de motocyclettes ont montré une amélioration, avec un indice de vulnérabilité de 21%. Concernant les entreprises publiques, le secteur de transport (RAM, ONDA et ONCF) demeure le plus vulnérable.

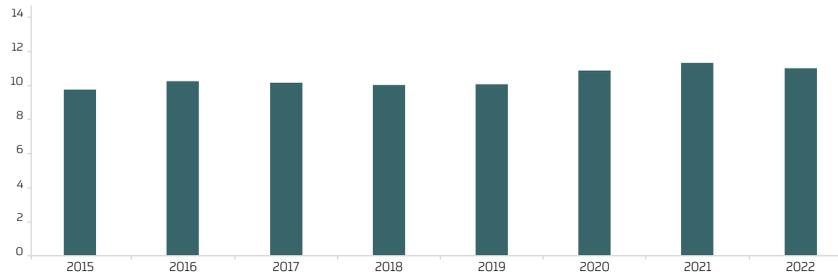
**Indice de vulnérabilité (CVI) des entreprises privées entre 2006 et 2021**



Le montant des créances en souffrance (CES) des entreprises non financières s'est élevé à environ 65 milliards de dirhams, en hausse de 6,7% après 6,5% en 2021 et 11,5% en 2020. Le taux de défaut qui en résulte s'élève à 10,9% contre 11,3% en 2021.

Par secteur, les entreprises opérant dans le secteur du «Tourisme et hôtellerie» restent en première position avec le taux moyen le plus élevé de créances en souffrance, atteignant 23,9%, suivies par les secteurs de la pêche et du BTP, dont les taux de sinistralité moyens respectifs se sont établis à 18,7% et 15,1%.

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



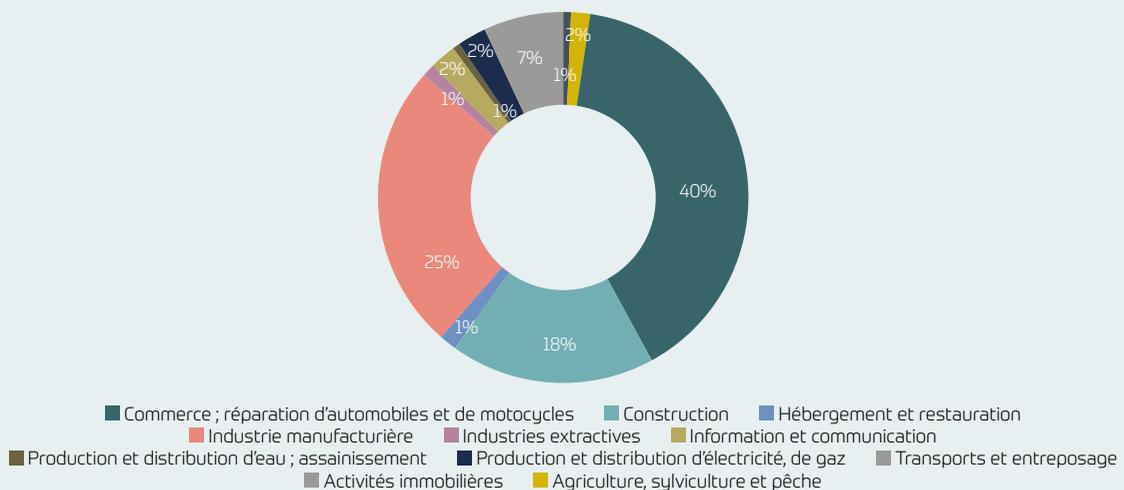
Source : BAM

#### Encadré n° 4 : Analyse de l'endettement d'un échantillon d'entreprises non financières

L'étude porte sur l'endettement financier et commercial de 58 000 entreprises non financières, représentant un chiffre d'affaires total de 694 milliards de dirhams en 2021, une dette financière de 396 milliards de dirhams et une dette commerciale de 198 milliards de dirhams. Cette étude couvre une période de cinq ans, de 2017 à 2021 ainsi que divers segments et secteurs d'activités.

L'échantillon inclut 1% de grandes entreprises (GE), 12% de PME et 87% de TPE. Les secteurs les plus représentés en termes de chiffre d'affaires sont le secteur du commerce et réparation d'automobiles et de motos (35%), la construction (27%) et l'industrie manufacturière (10%).

#### Répartition des entreprises de l'échantillon par secteur d'activité selon leur chiffre d'affaires



## 1. Endettement financier des entreprises non financières :

L'étude fait ressortir une évolution différenciée du taux d'endettement moyen et long terme et du taux d'endettement à court terme des entreprises de l'échantillon dépendamment de leur taille et leur secteur d'activités. Les grandes entreprises ont généralement connu une légère baisse de leur taux d'endettement à court terme en 2021 par rapport à 2020, tandis que les PME et les TPE ont enregistré des diminutions plus significatives. Les tendances d'endettement varient également entre les secteurs, avec des améliorations pour certains, comme l'industrie manufacturière, et des détériorations pour d'autres, comme l'hébergement et la restauration.

Par ailleurs, la baisse constatée du taux d'endettement au niveau de l'échantillon en 2021 par rapport à 2020 est attribuée principalement à la reprise économique post-Covid-19. En effet, suite à la levée des restrictions et à la relance progressive des activités, de nombreuses entreprises ont pu améliorer leur chiffre d'affaires et leurs performances financières, ce qui a contribué à la réduction de leur niveau d'endettement.

### Endettement financier à moyen et long terme (MLT) :

A fin 2021, l'endettement moyen et long terme (MLT) des entreprises de l'échantillon a atteint 48%. Les grandes entreprises (GE) détiennent la majorité de la dette avec 200 milliards de dirhams, soit 83% du total, et un taux d'endettement MLT de 50%. Cette situation pourrait s'expliquer par le fait que les GE, contrairement aux TPE et aux PME, ont généralement un accès plus aisé aux financements à long terme. Ces derniers ont une dette financière de 38 milliards de dirhams, représentant 12% du total et affichant un taux d'endettement MLT de 36%. Les TPE, quant à elles, totalisent 18 milliards de dirhams de dette financière, avec un taux d'endettement MLT de 53%.

Entre 2017 et 2021, le taux d'endettement MLT a évolué différemment selon la taille des entreprises. Pour les GE, il est passé de 45% à 50%, montrant une hausse modérée. En revanche, les PME et les TPE ont vu leur taux d'endettement légèrement diminuer, passant respectivement de 47% à 36% et de 56% à 53%. Cette baisse pourrait être le signe d'une réduction des emprunts à long terme, en réponse à une incertitude économique d'une part et à des difficultés d'accès aux financements.

Le graphique ci-après décrit l'évolution du taux d'endettement à MLT des entreprises endettées de l'échantillon, par taille :

### Evolution du taux d'endettement à moyen et long terme des entreprises de l'échantillon ayant une dette de financement non nulle - par taille



Source: OMPIC, MEF, calculs BAM

L'analyse par secteur d'activité montre que l'endettement moyen et long terme (MLT) des entreprises a connu des évolutions diverses. Dans le secteur de la construction, le taux d'endettement a augmenté de 6 points de pourcentage, passant de 44% à 50% entre 2020 et 2021 alors que le secteur de la production et distribution d'électricité et de gaz a vu son taux d'endettement diminuer de manière significative, passant de 71% en 2020 à 53% en 2021.

D'autres secteurs, tels que l'agriculture, la sylviculture et la pêche, le commerce et la réparation d'automobiles et de motos, et les transports et entreposage, ont connu des variations moins prononcées, avec des augmentations ou des diminutions de quelques points de pourcentage seulement.

### Evolution du taux d'endettement à moyen et long terme des entreprises de l'échantillon ayant une dette de financement non nulle - par secteur d'activité



Source: OMPIC, MEF, calculs BAM

### Endettement financier à court terme :

L'évolution de la dette de trésorerie rapportée au chiffre d'affaires (CA) des entreprises de l'échantillon ayant recours aux crédits de trésorerie varie en fonction de la taille de l'entreprise et de l'année considérée.

Entre 2020 et 2021, le taux d'endettement à court terme des grandes entreprises (GE) a légèrement diminué, passant de 16% à 15%. Cette baisse serait attribuée à une réduction des besoins en financement à court terme suite à la levée des restrictions et à la reprise progressive des activités en 2021.

Pour les petites et moyennes entreprises (PME), le taux d'endettement à court terme a également diminué entre 2020 et 2021, passant de 16% à 13%. En revanche, les très petites entreprises (TPE) ont connu une diminution plus importante de leur taux d'endettement à court terme entre 2020 et 2021, passant de 20% à 15%. Cela reflète principalement la fin du programme d'appui relatif aux instruments Damane Relance et Damane Oxygène.

#### Evolution de la dette de trésorerie rapportée au CA des entreprises de l'échantillon disposant d'une dette de trésorerie - par taille



Source: OMPIC, MEF, calculs BAM

Par ailleurs, l'évolution de la dette de trésorerie rapportée au chiffre d'affaires (CA) des entreprises de l'échantillon montre une variation inégale par secteur d'activité. En effet, l'industrie manufacturière a vu son taux d'endettement à court terme diminuer de 17% en 2020 à 14% en 2021 alors que le secteur de l'hébergement et de la restauration a connu une augmentation significative de son taux d'endettement à court terme, passant de 15% en 2020 à 25% en 2021. Cette hausse pourrait indiquer une détérioration de la situation financière des entreprises de ce secteur due à la persistance en 2021 de la crise sanitaire et de ses répercussions.

### Evolution de la dette de trésorerie rapportée au CA des entreprises de l'échantillon - par secteur d'activité



Source: OMPIC, MEF, calculs BAM

Dans l'ensemble, le taux d'endettement à court terme pour l'intégralité des entreprises de l'échantillon a légèrement diminué de 16% en 2020 à 15% en 2021.

## 2. Endettement inter-entreprises des entreprises non financières

Après une détérioration significative en 2020, due principalement aux effets de la crise sanitaire qui a perturbé les transactions et la liquidité des entreprises, une amélioration notable des délais de paiement inter-entreprises a été observée en 2021. Cette amélioration peut être attribuée à la reprise de l'activité économique, qui a probablement permis aux entreprises de retrouver une certaine stabilité et d'honorer leurs paiements plus rapidement.

En effet, selon les calculs effectués par Bank Al-Maghrib à partir des données d'un échantillon de 58 000 entreprises non financières, une réduction quasi générale des délais de paiement a été constatée, bien que ces derniers restent globalement supérieurs aux délais réglementaires.

En 2021, les délais de paiement moyens pour les clients ont ainsi baissé de 189 jours du chiffre d'affaires (JCA) à 151 JCA, tandis que ceux des fournisseurs sont passés de 125 jours d'achats (JA) à 117 JA. Par ailleurs, la proportion d'entreprises respectant les délais réglementaires de paiement s'est améliorée passant de 51% en 2020 à 55% en 2021 pour les clients et de 59% à 62% pour les fournisseurs. Cette augmentation pourrait notamment indiquer une amélioration de la discipline de paiement parmi les entreprises, en lien avec le rebond de l'activité économique en 2021.

### Délais de paiement inter-entreprises par taille

Les délais clients et fournisseurs ont diminué en 2021 pour toutes les catégories d'entreprises, bien que certains niveaux restent encore élevés, en particulier pour les TPE.

### Evolution des délais de paiement par taille



Source : OMPIC, Calculs BAM

En effet, les délais de paiement des TPE ont connu une forte baisse en 2021, passant de 201 jours en 2020 à 157 jours en 2021 mais restent encore à des niveaux élevés, plus longs que ceux des autres catégories d'entreprises.

De même, les PME ont également vu leurs délais clients diminuer, passant de 120 jours à 101 jours. Les grandes entreprises (GE) ont, pour leur part, enregistré un repli de leurs délais clients en 2021, passant de 109 jours en 2020 à 88 jours en 2021.

En ce qui concerne les délais fournisseurs, les TPE et les PME ont vu leurs délais fournisseurs diminuer respectivement d'une année à l'autre de 123 jours à 117 jours et de 124 jours à 117 jours. Quant aux GE, leurs délais fournisseurs sont passés de 181 jours en 2020 à 131 jours en 2021. Cette diminution plus importante dénote de la capacité des GE à mieux négocier les conditions de paiement.

Par ailleurs, la répartition des paiements par tranche de délais montre une inégalité dans les relations commerciales entre grandes entreprises et leurs partenaires de plus petite taille. Environ 60% des grandes entreprises paient leurs fournisseurs en retard, en particulier ceux de taille petite, avec une proportion de 30% qui règle les factures après un délai de 120 jours ou plus, soit un retard de paiement de plus de 60 jours. Cela indique que les grandes entreprises peuvent être en mesure d'imposer des délais de paiement plus longs. En revanche, près de 55% des TPE respectent le délai réglementaire de 60 jours pour payer leurs fournisseurs et s'efforcent ainsi à maintenir de bonnes relations commerciales.

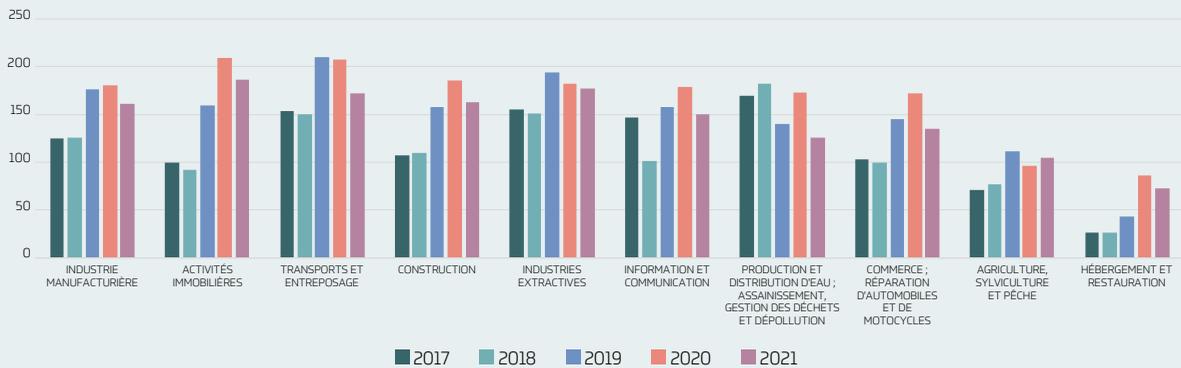
#### Délais de paiement par secteur d'activités

L'analyse par secteur d'activité fait ressortir une baisse générale des délais de paiement clients suggérant une tendance générale à la normalisation des délais de paiement en 2021, après les perturbations causées par la pandémie en 2020. Seul le secteur de l'agriculture, sylviculture et pêche a connu une légère augmentation à 105 JCA (+9 jours) par rapport à 2020.

Par ordre décroissant, le secteur des activités immobilières a le plus grand délai de paiement clients avec 186 jours (-23 JCA par rapport à 2020), suivi par les secteurs des transports et entreposage à 172 jours (-35 JCA), du commerce et de la réparation d'automobiles et de motocycles à 135 jours (-37 JCA), et de l'industrie manufacturière à 161 jours (-19 JCA).

Les délais de paiement clients les plus courts concernent les secteurs de l'hébergement et de la restauration avec 73 jours en 2021.

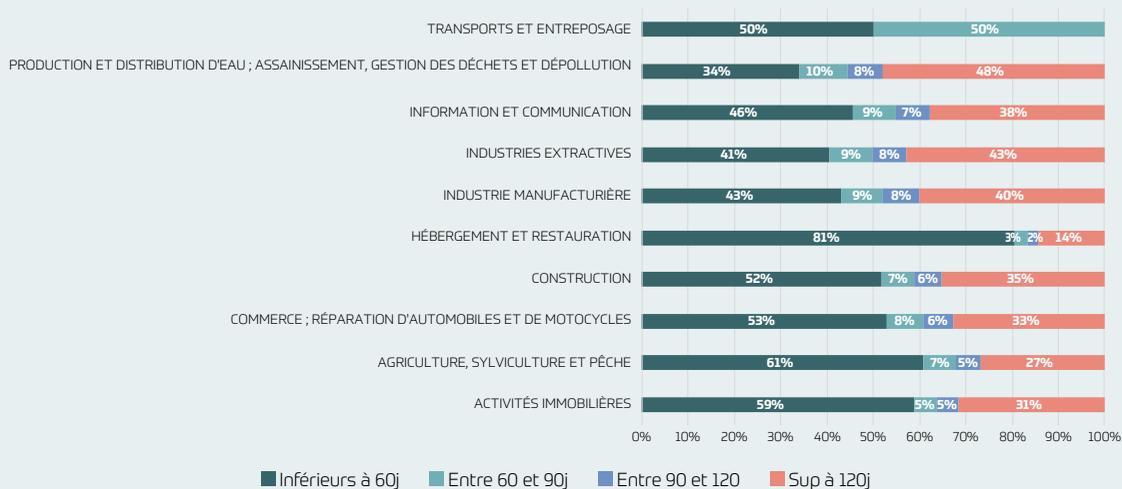
### Evolution des créances clients en jours de Chiffre d'Affaires des entreprises de l'échantillon - par secteur d'activité



Par ailleurs, l'analyse sectorielle des délais clients par tranche montre que les secteurs de l'hébergement et de la restauration ont la part la plus élevée d'entreprises ayant un délai client inférieur à 60 jours, avec 81%, suivi par le secteur de l'agriculture, sylviculture et pêche avec 61%. Dans le même sens, les secteurs du commerce et de la réparation d'automobiles et de motocycles ainsi que la construction ont une proportion importante d'entreprises payant leurs clients en moins de 60 jours, avec respectivement 53% et 52%.

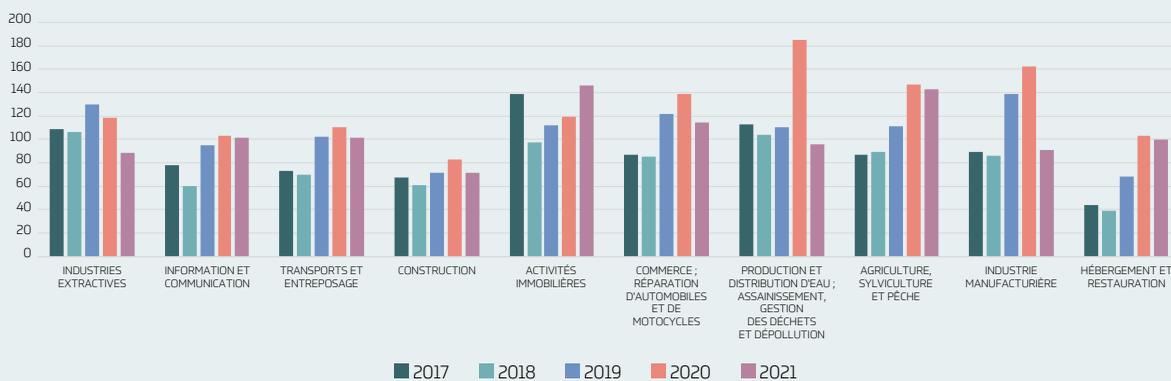
En revanche, les secteurs de l'information et communication, de l'industrie manufacturière et des industries extractives ont une proportion importante d'entreprises payant leurs clients en retard, avec respectivement 54%, 57% et 59%.

### Répartition des délais de paiement clients par tranche et par secteur d'activité en 2021, en %



S'agissant des délais fournisseurs, le secteur qui a connu la plus forte baisse est celui de la production et distribution d'eau, assainissement, gestion des déchets et dépollution avec une diminution des délais de paiement fournisseurs de 89 jours, passant de 185 jours en 2020 à 96 jours en 2021. De même, l'industrie manufacturière a enregistré un repli significatif de ses délais fournisseurs passant de 162 jours en 2020 à 91 jours en 2021. A contrario, le secteur des activités immobilières a marqué une augmentation des délais fournisseurs, passant de 119 jours à 146 jours d'achat. Cette hausse pourrait indiquer que ce secteur continue de pâtir des difficultés post-crise sanitaire, dans un contexte de baisse de la demande de biens immobiliers.

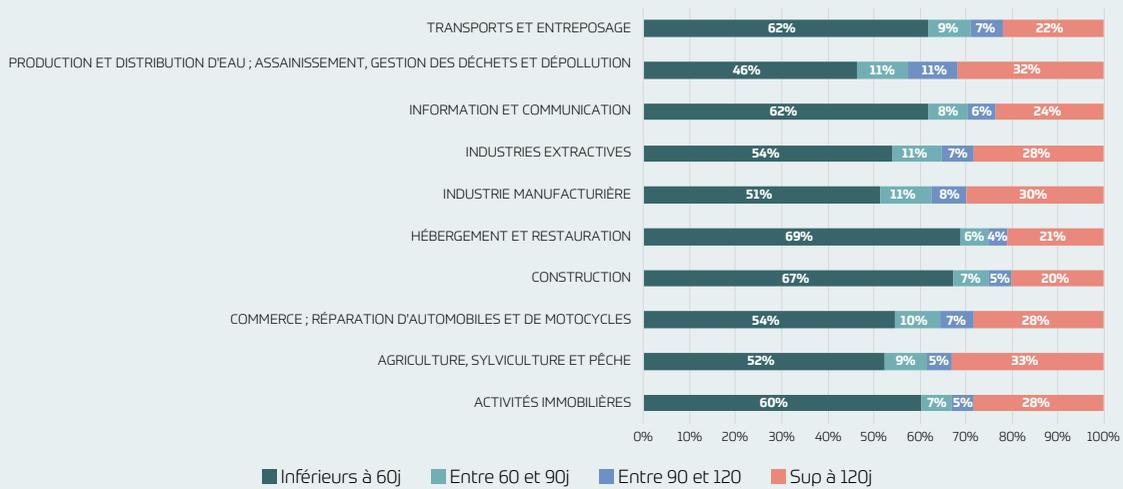
### Evolution de la dette des fournisseurs en jours d'achats des entreprises de l'échantillon - par secteur d'activité



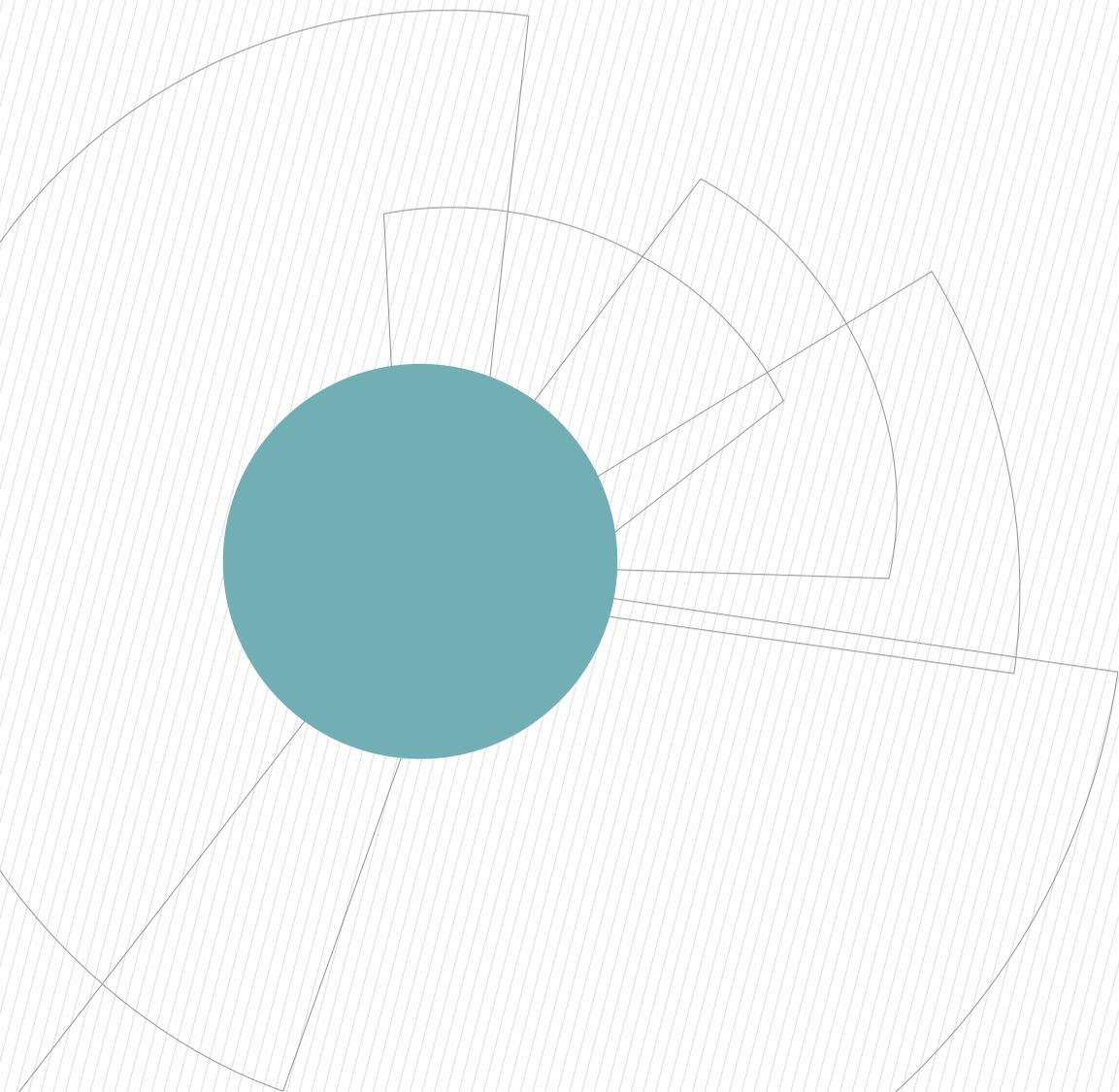
L'analyse des délais paiement fournisseurs fait ressortir également que le secteur de l'hébergement et la restauration est celui qui respecte le plus les délais réglementaires, avec 69% des paiements effectués dans un délai de moins de 60 jours. Les secteurs de l'agriculture, sylviculture et pêche, du commerce et de la réparation automobile et des activités immobilières suivent avec respectivement 52%, 54% et 60% de paiements effectués dans un délai de moins de 60 jours. À l'inverse, le secteur de la production et distribution d'eau, assainissement, gestion des déchets et dépollution est celui qui respecte le moins les délais de paiement, avec seulement 46% des paiements effectués dans un délai de moins de 60 jours.

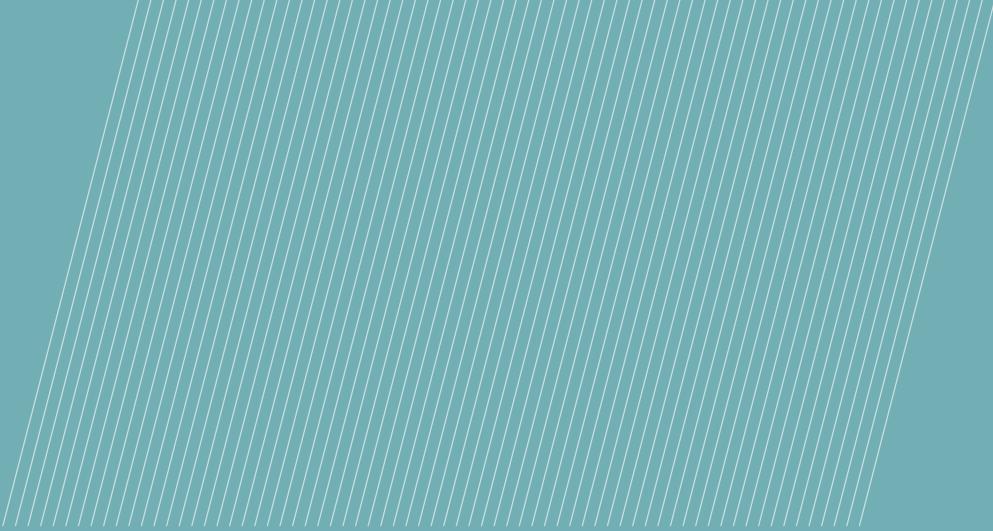
Dans l'ensemble des secteurs, une proportion importante de paiements est effectuée avec un retard supérieur à 120 jours, allant de 21% pour le secteur de l'hébergement et la restauration à plus de 30% pour les secteurs de l'agriculture, sylviculture et pêche, et de la production et distribution d'eau, assainissement, gestion des déchets et dépollution. Cette situation serait préjudiciable pour la liquidité et la solvabilité financière des entreprises qui attendent ces paiements.

### Répartition des délais de paiement fournisseurs par tranche et par secteur d'activité, en 2021

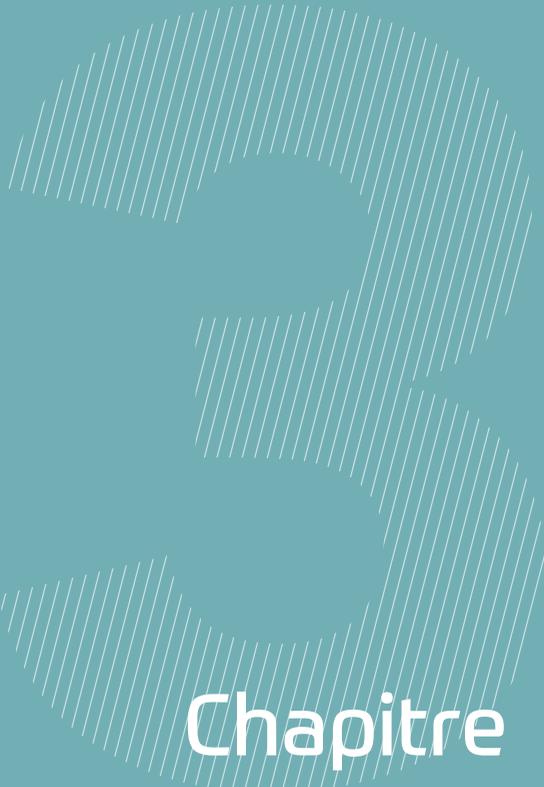








# Solidité des institutions financières



Chapitre



## Aperçu

Malgré un contexte économique difficile en 2022, le secteur bancaire qui constitue la principale composante du secteur financier national a confirmé sa résilience. Au niveau de la capitalisation, les institutions bancaires ont renforcé en 2022 leurs fonds propres prudentiels de 5,5%. Leur ratio de solvabilité moyen a atteint 15,6% contre 15,8% l'année précédente, dépassant ainsi le minimum réglementaire de 12%. Quant au ratio Tier 1, il s'est établi à 12,4% contre 12% en 2021 pour un minimum réglementaire de 9%. Sur base consolidée, ces ratios ressortent respectivement à 13,4% et à 11,2% en 2022. L'exercice de macro-stress test de solvabilité continue, en outre, de montrer la résilience du secteur bancaire face à des scénarii simulant la dégradation des conditions macroéconomiques. S'agissant de la rentabilité et après le rebond post-covid de 76,4% enregistré en 2021, le résultat cumulé des banques a baissé de près de 13% sous l'effet notamment d'une contraction de 51,6% du résultat des opérations de marché en relation avec la hausse des taux monétaires et obligataires et ce, en dépit d'une augmentation de la marge d'intérêt et la marge sur commissions respectivement de 2% et de 6,3%. Dans ces conditions, la rentabilité moyenne des actifs s'est établie à 0,7% contre 0,8% en 2021 et celle des fonds propres est revenue à 6,9% après 8,3% une année auparavant.

Les banques restent exposées au risque de concentration sur leurs plus grandes contreparties. Leurs expositions brutes bilan et hors-bilan sur les grands débiteurs ont augmenté de 23,2% en 2022, dont 37% concernent les 10 plus grands groupes non financiers. Au plan de la liquidité, le besoin des banques s'est globalement creusé en 2022, en relation essentiellement avec la hausse de la monnaie fiduciaire. Ainsi, le recours des banques aux avances de la Banque centrale a totalisé un montant de 93 milliards de dirhams en moyenne journalière, en hausse de près de 11 milliards de dirhams par rapport à l'année 2021.

Concernant le secteur des assurances, il a continué de se développer et de faire preuve de résilience en dépit d'une conjoncture économique difficile marquée par un fort ralentissement de l'activité économique. Avec un volume d'affaires de 53,8 milliards de dirhams, le secteur a pu maintenir sa bonne dynamique de croissance (+8,5%) portant aussi bien sur la branche vie (+10,7%) que la branche non-vie (+6,6%). Cette progression conjuguée à une amélioration de la sinistralité de la branche non-vie a permis une augmentation de la marge d'exploitation de 36,6%.

Le secteur a néanmoins été impacté par les conditions défavorables du marché financier, suite à la hausse des taux et la baisse du marché boursier. Ses plus-values latentes ont ainsi chuté de 53,8% et son solde financier s'est déprécié de 23,8%. Malgré ces contreperformances sur les placements, le secteur des assurances a affiché un résultat positif de 4,0 milliards de dirhams (+1,8%), soit un taux de rendement des fonds propres (ROE) de 9,4%, en recul de 10 points de base par rapport à l'année dernière. La baisse des plus-values latentes a directement impacté la marge de solvabilité du secteur qui s'est dépréciée à 312,7% contre 370,4% un an auparavant. Cette marge, calculée conformément au régime prudentiel actuel, reste au-dessus du seuil réglementaire mais ne couvre à ce stade que le risque de souscription. S'agissant des exercices de stress tests, ils font ressortir une résilience globale des entreprises d'assurances aux conditions macroéconomiques et techniques défavorables.

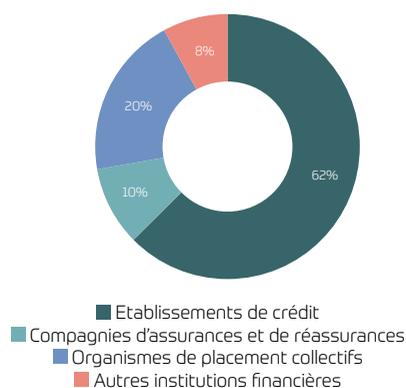
*Concernant le secteur de la retraite, les principaux régimes de base continuent de connaître une situation financière difficile marquée globalement par l'importance de leurs dettes implicites et par l'épuisement de leurs réserves à divers horizons. La réforme systémique de ce secteur à travers l'instauration de deux pôles (public et privé), actuellement en cours de discussion entre le gouvernement et les partenaires économiques et sociaux, vise à instaurer une tarification équilibrée des régimes de retraite et à résorber une bonne partie de leurs engagements passés non couverts.*

Le système financier marocain est constitué de plusieurs catégories d'institutions financières, à savoir 53 établissements de crédit (dont 19 banques conventionnelles et 5 banques participatives), 37 organismes assimilés<sup>10</sup>, 24 compagnies d'assurance (dont 4 Takaful) et 1 société de réassurance, 7 organismes de retraite, 22 sociétés mutualistes en activité, 2 organismes gestionnaires de l'AMO, 16 sociétés de bourse, 639 organismes de placement collectifs<sup>11</sup>, 45 sociétés de gestion d'actifs et 5 infrastructures de marché.

Parmi ces institutions, quinze sont cotées en bourse réparties entre six banques, quatre sociétés de financement et cinq compagnies d'assurance, représentant environ 39% de la capitalisation au niveau de la bourse de Casablanca.

La taille du système financier marocain, mesurée par le total des actifs de ses composantes, a atteint 2 933 milliards de dirhams, en progression de 3,5% comparativement à l'année précédente, représentant 220% du PIB.

**Structure du système financier marocain en 2022, en termes du total bilan**



Source : BAM, AMMC et ACAPS

**Evolution du total actif du secteur financier**



Source : BAM et HCP

Le Comité de Coordination et de Surveillance des Risques Systémiques (CCSRS) assure la surveillance macroprudentielle du système financier. Il a pour missions notamment d'évaluer les risques systémiques, de veiller à la mise en œuvre des mesures pour les prévenir et en atténuer les effets et d'analyser la situation du secteur financier dans ses différentes composantes.

<sup>10</sup> Banques off-shore, Associations de micro-crédit, établissements de paiement, la Caisse de Dépôt et de Gestion et la Société Nationale de Garantie et du Financement de l'Entreprise (Tamwilcom ex-CCG).

<sup>11</sup> 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).

### **Encadré n° 5 : Principales activités du CCSRS en 2022**

Le CCSRS a tenu ses deux sessions semestrielles le 14 juillet et le 22 décembre 2022. Lors de ces réunions, il a examiné les travaux de son sous-comité mensuel et passé en revue les résultats de l'évaluation des risques systémiques ainsi que ceux des exercices de stress tests des institutions financières. Il a eu, en outre, à approuver le neuvième numéro du rapport sur la stabilité financière selon une nouvelle charte graphique. Concomitamment, les membres du CCSRS ont amorcé la mise en œuvre de la feuille de route de stabilité financière couvrant la période 2022-2024. Ils ont, également, fait le point sur l'état d'avancement du plan d'action relatif à la mise en œuvre des recommandations du Groupe d'Action Financière (GAFI) et du Groupe d'Action Financière du Moyen-Orient et de l'Afrique du Nord (GAFIMOAN) en matière de lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme ainsi que sur les travaux préparatoires de la visite sur place des évaluateurs du GAFI, sous la coordination de l'Autorité Nationale du Renseignement Financier. Ils ont, à ce titre, recommandé de maintenir les efforts de toutes les parties prenantes pour la réussite de cette visite. Ces efforts ont permis la sortie en février 2023 du Maroc de la liste « grise » du GAFI et puis, en mai 2023, de celle de l'Union Européenne.

Par ailleurs, le CCSRS a examiné le projet de circulaire conjointe des autorités de supervision du secteur financier relative aux conglomérats financiers. Il a recommandé de tenir compte des dernières remarques formulées et de stabiliser la dernière version de cette circulaire avant de l'introduire au circuit d'adoption.

Les membres du Comité se sont enquis de l'avancement du chantier relatif à l'octroi de la liquidité d'urgence et ont recommandé de parachever le décret fixant les conditions d'octroi de la garantie de l'Etat dans le cadre de la fourniture de la liquidité d'urgence. Les discussions ont également porté sur l'importance, dans le cadre de la coopération avec la CNDP, de renforcer la sensibilisation des utilisateurs des services financiers sur les questions relatives à la protection des données à caractère personnel. A ce titre, il a été décidé d'élaborer une capsule didactique dans l'objectif de renforcer davantage les efforts de communication en la matière.

### III.1. Secteur bancaire<sup>12</sup>

Le secteur bancaire continue de faire preuve de résilience dans un environnement porteur de risques. En 2022, les banques ont consolidé leur assise financière en fonds propres, leurs coussins de liquidité et leurs dispositifs de gouvernance et de gestion des risques.

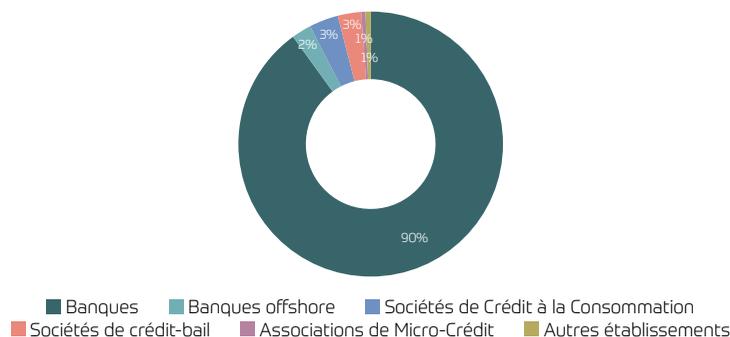
Les exercices de stress tests réalisés semestriellement par Bank Al-Maghrib confirment la résilience des banques marocaines face aux chocs simulant une détérioration des conditions macroéconomiques. Les risques de contagion sont jugés contenus, au vu du niveau limité des expositions directes des banques marocaines sur des contreparties étrangères et de la diversification des activités bancaires à l'international. Les banques demeurent néanmoins, exposées aux chocs potentiels susceptibles d'impacter la qualité du crédit de leurs plus grandes contreparties.

#### Progression continue de l'activité des banques dont le total bilan représente 128% du PIB

Le secteur bancaire demeure la composante principale du système financier national. Son activité est centrée sur les métiers traditionnels d'intermédiation financière reflétée par le poids prépondérant des activités de détail dans les bilans des banques.

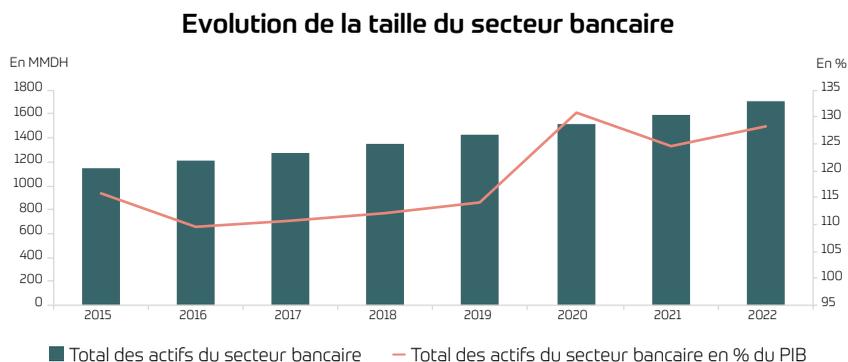
Les trois banques d'importance systémique à capital privé et majoritairement marocain, accaparent 61% du total actif agrégé du secteur bancaire, distribuent près de 65,5% du total des crédits et détiennent 62,8% du total des dépôts collectés. Ces trois banques sont présentes à travers un réseau de 3 023 agences au niveau national et 51 filiales et 23 succursales à l'étranger.

Composition du secteur bancaire - Part dans le total actif



<sup>12</sup> Cette section fait ressortir les principaux indicateurs de solidité du secteur bancaire sur base sociale.

En 2022, le total agrégé des actifs des banques<sup>13</sup> a atteint 1 707 milliards de dirhams, en hausse de 7,6% contre 5,3% un an auparavant, représentant 128% du PIB contre 124% une année auparavant. Cette évolution reflète notamment, du côté des emplois, une hausse des crédits et du portefeuille titres et du côté des ressources, une progression aussi bien des dépôts collectés auprès de la clientèle que des dettes envers les établissements, alors que le refinancement sur le marché obligataire a accusé une légère baisse.



Source : BAM

### Progression des emplois portée par la hausse des crédits à la clientèle et du portefeuille des Bons du Trésor

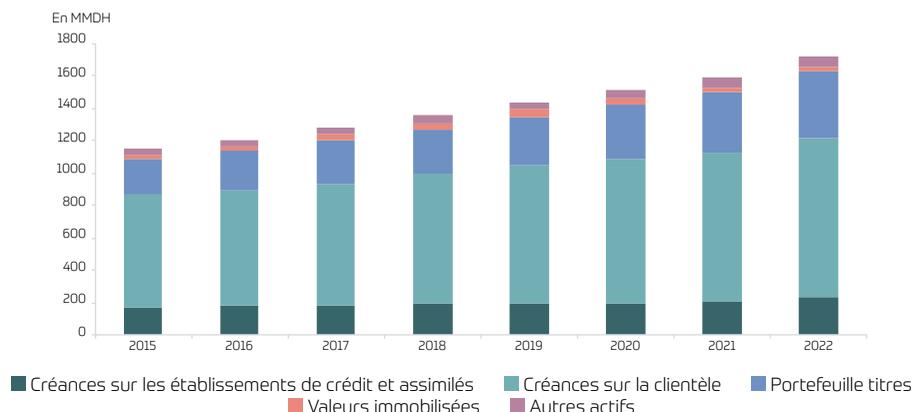
La structure du total-actif des banques n'a pas connu de changements significatifs par rapport aux années précédentes. Ainsi, les crédits à la clientèle demeurent le principal poste des emplois bancaire avec une part dans le total des emplois, qui s'est établie à 57,1% en 2022 contre 57,8% en 2021. Le portefeuille titres a, pour sa part, totalisé 411,5 milliards de dirhams en 2022, représentant le deuxième poste des emplois bancaires en termes de volume.

Les créances sur la clientèle se sont accrues de 6,3% en 2022 rompant avec le rythme décéléré observé au cours des trois dernières années. Ces créances, qui se sont établies ainsi à 974 milliards de dirhams, incluent un montant de 23,5 milliards de dirhams au titre des concours octroyés par les banques participatives contre 19,3 milliards de dirhams l'année précédente.

Les créances sur les établissements de crédit, quant à eux, ont enregistré un montant de 233 milliards de dirhams en 2022, en hausse de 13,5% contre 4,9% un an auparavant et représentant 13,6% du total des emplois. Ce montant intègre les créances sur les établissements de crédit octroyées par les banques participatives, qui se sont élevées à 2 milliards de dirhams en 2022 contre 1,5 milliard de dirhams en 2021.

<sup>13</sup> Conventionnelles et participatives

## Evolution de la structure des emplois des banques (y compris les banques participatives)



Source : BAM

## Côté ressources bancaires, les dépôts collectés auprès de la clientèle et les dettes envers les établissements de crédit poursuivent leur progression soutenue

L'encours global cumulé des ressources des banques s'est établi pour l'année 2022 à 1 707 milliards de dirhams contre 1 587 milliards de dirhams l'année précédente incluant un montant de 27 milliards de dirhams en 2022 revenant aux banques participatives, avec un additionnel de près de 5 milliards de dirhams comparativement à l'année 2021.

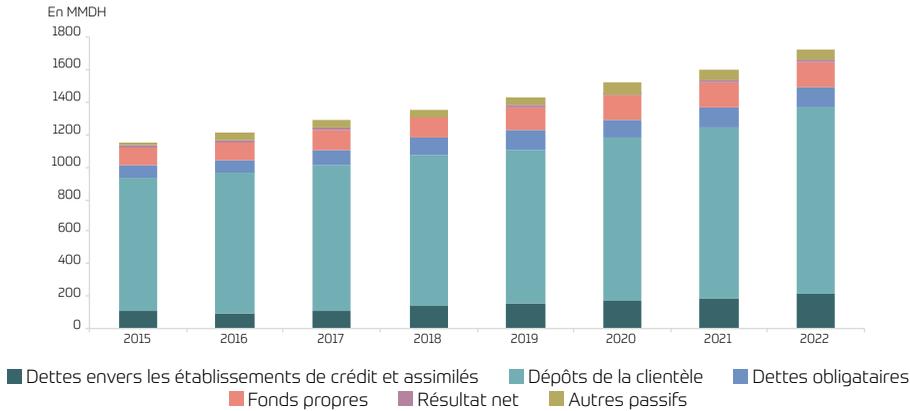
Les ressources des banques continuent de faire ressortir une prépondérance des dépôts collectés auprès de la clientèle, avec une part de 66,6% en 2022 contre 66,9% en 2021. Ces dépôts se sont inscrits dans une tendance haussière sur les trois dernières années, affichant un taux de progression de 7,1% en 2022 contre 5,8% en 2021 et 4,8% en 2020. Ainsi, l'encours global des dépôts collectés a cumulé 1 136 milliards de dirhams en 2022, dont 9,5<sup>14</sup> milliards de dirhams est collecté par les banques participatives, sous forme essentiellement de dépôts à vue des ménages.

Les dettes envers les établissements de crédit ont atteint un montant de 218 milliards de dirhams en 2022, soit une hausse de 21,6% contre 9,3% en 2021, représentant respectivement des parts de 12,8% et 11,3% du total des ressources. Ces dettes incluent celles des banques participatives auprès des établissements de crédit, qui s'élèvent à 3 milliards de dirhams en 2022 et 2,4 milliards de dirhams en 2021.

S'agissant des fonds propres et des dettes obligataires émises par les banques, leur volume a atteint en 2022 respectivement 159 et 120 milliards de dirhams correspondant à des variations respectives de +5% et 0,2%.

<sup>14</sup> Dont 2,4 milliards dirhams de dépôts d'investissements.

### Evolution de la structure des ressources des banques ( y compris les banques participatives)

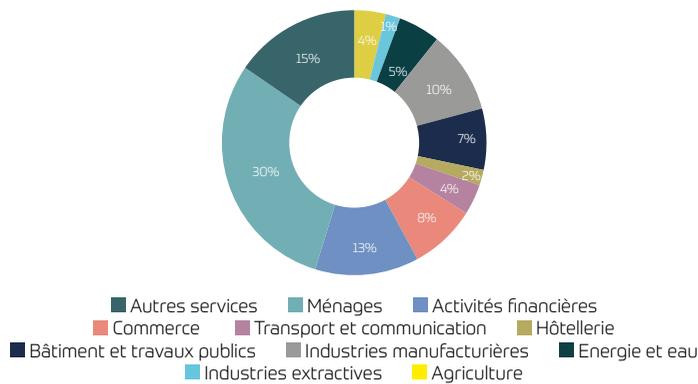


Source : BAM

### Le portefeuille de crédit reste diversifié sur le plan sectoriel

Les ménages représentent une part de 30% du portefeuille crédit, cumulant un montant de 315 milliards de dirhams, suivis par les « autres services » avec un montant de 163 milliards de dirhams, soit une part de 15% et les « activités financières » avec un montant de 134 milliards de dirhams, soit une part de 13%. Les secteurs des « industries manufacturières », du « commerce » et « bâtiments et travaux publics » détiennent respectivement de parts de 10%, 8% et 7% représentant chacun des montants de 107 milliards de dirhams, 86 milliards de dirhams et 79 milliards de dirhams avec des variations respectives de 10%, 24% et 1%. Parallèlement, les crédits en faveur du secteur « énergie et eau » et « industries extractives » ont enregistré des hausses notables respectives de 37% et 16% pour s'établir respectivement à 54 milliards de dirhams et 19 milliards de dirhams en 2022.

### Répartition sectorielle des crédits par décaissement des banques à fin 2022

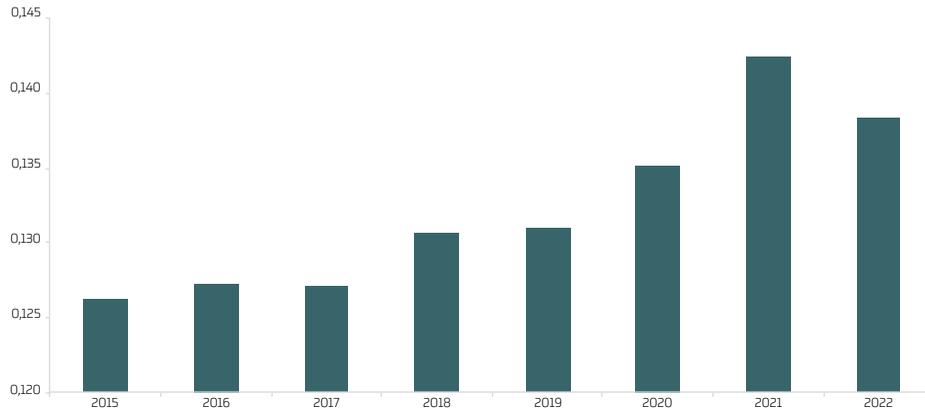


Source : BAM

L'indice de concentration IHH<sup>15</sup>, mesurant la concentration, s'est établi à 0,138 en 2022, contre 0,142 l'année précédente confirmant la diversification du portefeuille de crédits accordés aux entreprises.

<sup>15</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.

### Indice HHI mesurant la concentration des crédits aux entreprises

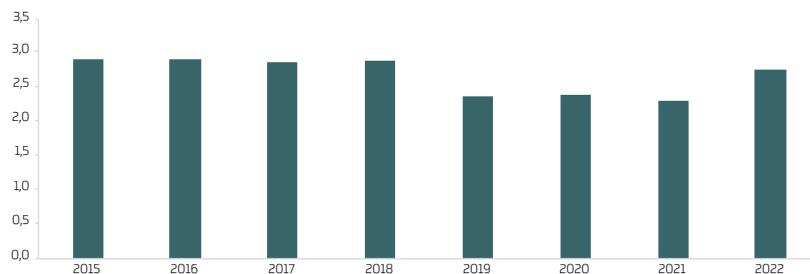


### La persistance de l'exposition au risque de concentration sur les grands débiteurs

Les expositions brutes, à la fois sur le bilan et en dehors du bilan, des banques envers les grands débiteurs ont connu une augmentation de 23,2% à fin 2022, après la hausse de 3,4% enregistrée l'année précédente. Leur montant total s'est élevé à 463,1 milliards de dirhams en 2022, dont 37% sont attribués aux 10 plus grands groupes non financiers.

Les prêts et les titres de créances, qui représentent 86% des expositions brutes du bilan et 49% du total des crédits accordés aux entreprises, ont enregistré une hausse de 18% après une légère baisse de 2% en 2021. Le niveau global de concentration a atteint 2,7 fois celui des fonds propres prudentiels des banques.

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

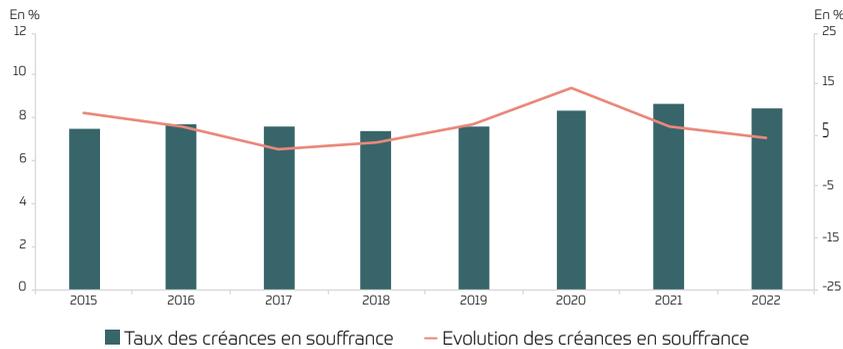


### Malgré la décélération du rythme de progression des créances en souffrance, leur niveau demeure élevé

En 2022, les créances en souffrance ont connu une décélération de leur progression, avec une hausse de 4,4% comparativement à 6,7% l'année précédente, totalisant ainsi 89 milliards de dirhams. Le taux de sinistralité moyen dans le secteur bancaire s'est établi à 8,4%, légèrement inférieur à celui de l'année précédente situé à 8,6%.

Cette évolution met en évidence une augmentation plus marquée des créances en souffrance des entreprises non financières comparativement à celles des ménages qui sont restées quasi-stables d'une année à l'autre à environ 30,2 milliards de dirhams. Le montant des créances en souffrance détenues par les entreprises non financières a enregistré une augmentation de 6,7% pour atteindre 65 milliards de dirhams, ce qui correspond à un taux de risque de 11%. Leur répartition sectorielle révèle une hausse de 13,5% des créances en souffrance dans le secteur primaire, représentant respectivement 18,5% et 8,6% des crédits accordés au secteur de la pêche et de l'agriculture. Les créances en souffrance détenues par les entreprises opérant dans le secteur du BTP ont augmenté, pour leur part, de 11% après à 17,3% l'année précédente, induisant un taux de risque de 14,7% contre 13,3% en 2021. En ce qui concerne le secteur de l'hôtellerie, il affiche le taux de sinistralité le plus élevé, atteignant 23%, néanmoins en légère baisse par rapport à 2021.

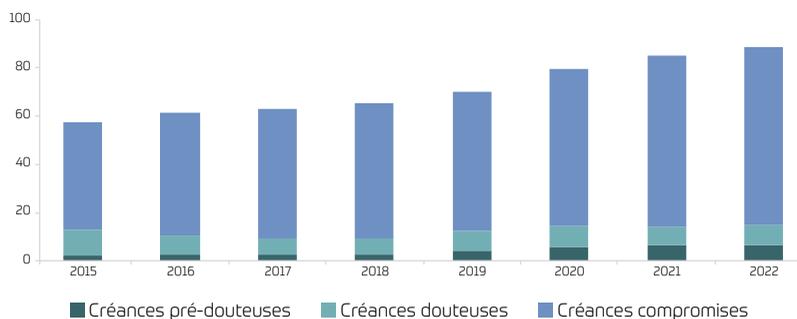
### Evolution des créances en souffrance des banques



Source : BAM

Par niveau de risque, les créances compromises, constituant près de 83% des créances en souffrance, ont ralenti leur rythme à 4,3%, comparé à une hausse de 8,7% l'année précédente et de 13,8% en 2020, atteignant ainsi 73,8 milliards de dirhams. Les créances douteuses, quant à elles, ont augmenté de 11,1% pour atteindre 8,4 milliards de dirhams alors que celles pré-douteuses ont connu une contraction de 2,2%, s'établissant à 6,6 milliards de dirhams.

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



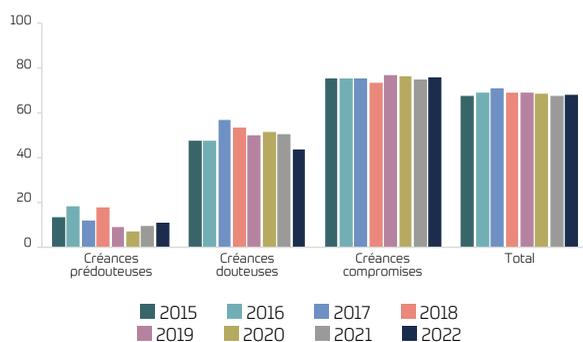
Source : BAM

## Face à la montée du risque de crédit, les banques ont constitué une couverture satisfaisante en termes de provisions en 2022

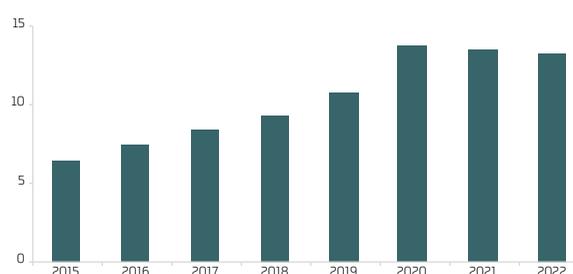
Le montant des provisions spécifiques s'est élevé à plus de 60 milliards de dirhams, enregistrant une hausse de 5,7% au lieu de 4,9% en 2021, portant ainsi le taux de couverture à 68% contre 67% l'année précédente. Ce taux s'établit à 76% pour les créances compromises, 43% pour les créances douteuses et 11% pour les créances pré-douteuses. Pour les trois banques systémiques, le taux de couverture moyen s'est situé à 67,2%.

En plus des provisions réglementaires, les banques ont constitué également des provisions à caractère général, d'un montant de 13,3 milliards de dirhams, en baisse de 210 millions de dirhams comparativement à 2021. Ces provisions constituent, à côté des fonds propres prudentiels, des matelas visant à couvrir les risques considérés non avérés encourus sur les contreparties relevant des secteurs d'activité sensibles à la conjoncture économique et à contribuer à préserver la résilience des banques en cas de survenance d'éventuels chocs de crédit.

**Evolution du taux de couverture par catégorie de créances, en %**



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



Source : BAM

## Baisse de la rentabilité des banques comparativement à l'année précédente

Le résultat net des banques a accusé une baisse de 13% à fin décembre 2022 après une hausse de 76,4% en décembre 2021, sous l'effet notamment de la baisse du résultat des opérations de marché (-51,6% contre -1,5% à fin 2021) dans un contexte de hausse des taux monétaires et obligataires.

### Evolution du résultat net des banques



Le produit net bancaire (PNB) global du secteur bancaire s’est établi à 50 milliards de dirhams, en recul de 4,8% comparativement à l’année 2021. Cette évolution est due à une hausse de 6,3% de la marge sur commissions, à une baisse considérable de 51,6% du résultat des opérations de marché et à une hausse limitée de 2% de la marge d’intérêt. Les trois banques systémiques, quant à elles, ont enregistré une baisse de 5,7% de leur produit net bancaire.

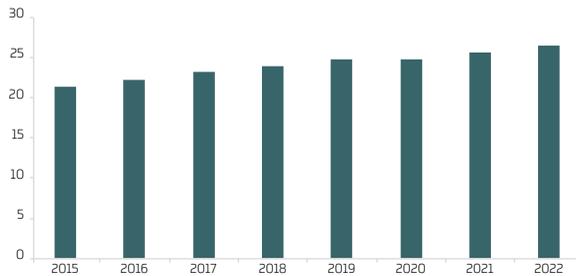
En termes de répartition, la part de la marge d’intérêt demeure prédominante, s’établissant à 75% après 69% en 2021, ce qui souligne l’importance globale de l’activité bancaire traditionnelle. La part de la marge sur commissions s’est établie à 17% en 2022 contre 15% en 2021, tandis que la part du résultat des opérations de marché a diminué à 8% après 16% l’année précédente.

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

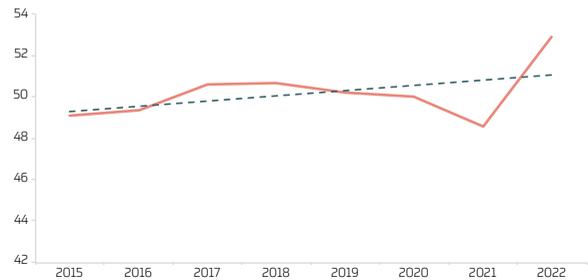


Les charges générales d’exploitation se sont accrues de 3,8% à 26,6 milliards de dirhams, contre 3,4% un an auparavant. Cette évolution reflète dans l’ensemble une bonne maîtrise des coûts étant donné que leur taux de croissance est relativement stable depuis 2016, à l’exception des années 2019 et 2020. Le coefficient moyen d’exploitation s’est établi à 52,9%, contre 48,5% en 2021. Cette hausse s’explique par la baisse du produit net bancaire, conjuguée à une augmentation des charges générales d’exploitation.

### Charges générales d'exploitation, en milliards de dirhams



### Coefficient moyen d'exploitation, en %



Source : BAM

Après sa forte hausse de 74,1% en 2020 suite à l'augmentation du risque de crédit, en lien avec les répercussions de la crise sanitaire, le coût du risque s'est replié de 17% en 2021 et a poursuivi sa baisse en 2022, diminuant de 26% pour s'établir à près de 8 milliards de dirhams.

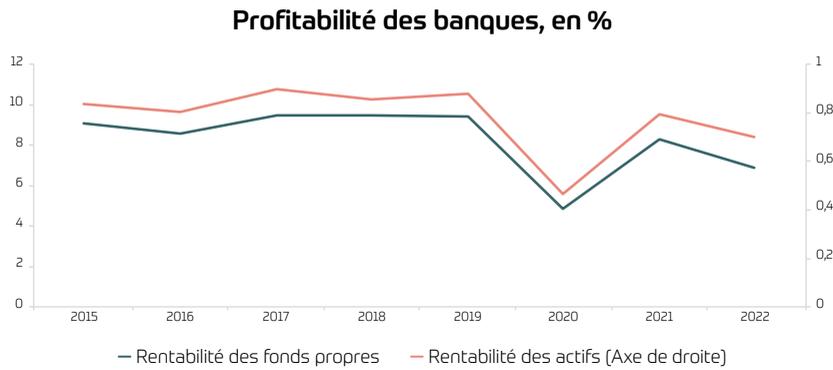
En termes de pourcentage du résultat brut d'exploitation (RBE), le coût du risque s'est situé à 31% en 2022, comparé à 37% l'année précédente. Sa part par rapport à l'encours total des crédits est passée de 1% à 0,73% d'une année à l'autre.

### Coût du risque des banques



Source : BAM

Dans cette situation, la rentabilité des banques a baissé avec un ratio de la rentabilité moyenne des actifs (ROA) qui s'est établi à 0,7% contre 0,8% en 2021 et celui de la rentabilité des fonds propres (ROE) revenu à 6,9% après 8,2% une année auparavant.



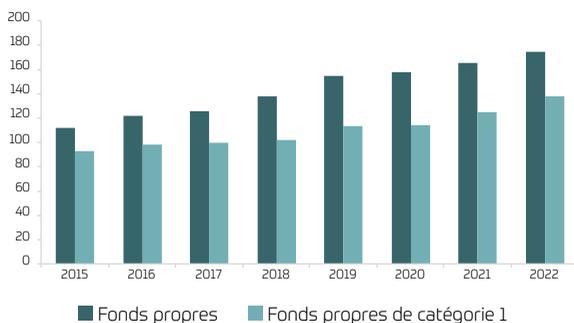
Source : BAM

## Le secteur bancaire continue d'afficher des indicateurs de solvabilité supérieurs aux minimas réglementaires, grâce au renforcement des fonds propres et à une meilleure maîtrise des risques

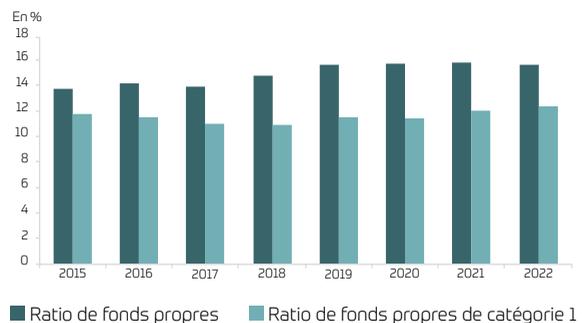
La solvabilité des banques marocaines s'est renforcée, leurs fonds propres pruden- tiels ont enregistré une hausse de 5,5% à fin 2022 après 4,5% en 2021, atteignant un montant d'environ 174 milliards de dirhams. En effet, les fonds propres de catégorie 1 ont connu une augmentation de 10,1% tandis que les fonds propres de catégorie 2, ont enregistré une nouvelle baisse de 9%, après celle de 8,2% observée en 2021. Les actifs pondérés en fonction des risques, dont 83% représentent le risque de crédit, ont vu leur rythme de progression s'accélérer à 6,7% à fin 2022 contre 4% un an auparavant.

Ainsi, le ratio de solvabilité moyen, rapportant le volume des fonds propres à la somme des actifs nets pondérés, a atteint 15,6% contre 15,8% l'année précédente, dépassant ainsi le minimum réglementaire de 12%. Quant au ratio Tier 1, il s'est établi à 12,4% à la fin de l'année 2022, contre 12% en 2021 et 11,4% en 2020. Pour les banques revêtant une importance systémique, les ratios pruden- tiels moyens se sont établis respectivement à 15,5% et 12,2%, comparés à 15,6% et 11,8% l'année précédente.

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



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

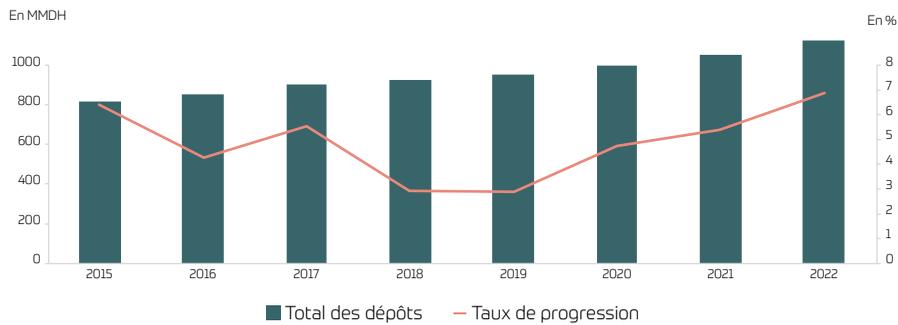


Source : BAM

## Le secteur bancaire continue de bénéficier d'une croissance significative des dépôts collectés auprès de sa clientèle

Les dépôts de la clientèle, représentant 67% des ressources des banques, ont progressé à un rythme soutenu en 2022, en enregistrant un taux de croissance de 6,9% après 5,4% en 2021. Les clients manifestent une préférence pour la liquidité et l'épargne bancaire dans un contexte empreint d'incertitudes.

### Evolution des dépôts collectés auprès de la clientèle

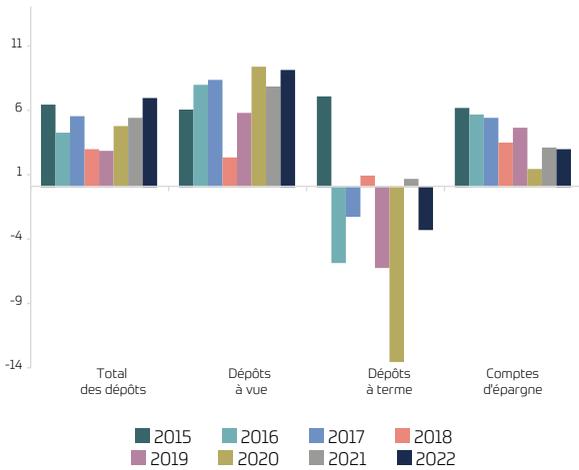


Source : BAM

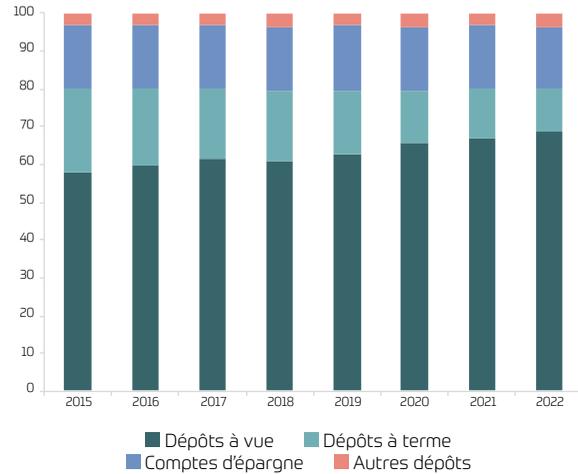
La hausse globale des dépôts traduit une augmentation des dépôts à vue de 9% après 7,9% l'année précédente et 6,9% en moyenne sur les cinq dernières années. La part de cette catégorie de dépôts s'est renforcée, représentant désormais 68,4% du total des dépôts comparé à 67% en 2021.

De même, les comptes d'épargne ont augmenté de 3% en 2022, maintenant un taux de croissance stable par rapport à 2021. Ils représentent 15,9% du total des dépôts, avec un montant de 179 milliards de dirhams, contre 16,5% en 2021. La part des dépôts à terme, quant à elle, a connu une nouvelle baisse s'établissant à 12% du total des dépôts, contre 13% en 2021 et 22% en 2015. Cette diminution serait attribuée à une faible rémunération des dépôts à terme et à la préférence des clients pour des actifs immédiatement disponibles.

### Evolution des dépôts par catégorie, en %



### Structure des dépôts par catégorie, en %

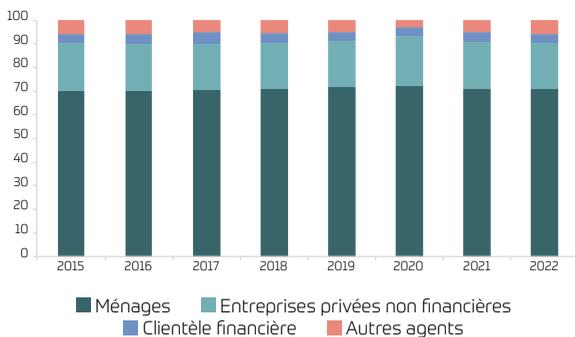


Source : BAM

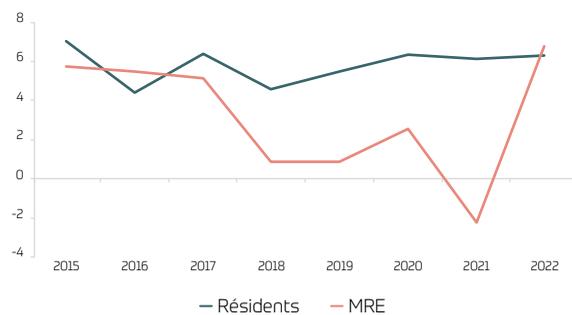
Les dépôts des particuliers résidents, qui représentent près de 53% du total des dépôts bancaires, ont connu une hausse limitée de 6,3%, atteignant 599 milliards de dirhams, contre une augmentation de 6,1% l'année précédente. En revanche, les dépôts des Marocains résidant à l'étranger (MRE), qui représentent près de 12% des dépôts totaux, ont enregistré une reprise de 6,8%, atteignant 198 milliards de dirhams, après une baisse de 2,2% l'année précédente.

Les dépôts collectés auprès des entreprises non financières privées ont augmenté de 7,1%, atteignant 222 milliards de dirhams, après avoir diminué de 1,2% en 2021. Leur part dans le total des dépôts est resté stable à 19,7%. En revanche, les dépôts provenant de la clientèle financière se sont nettement repliés, avec une baisse de 12,4% après une augmentation de 16,9% en 2021.

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



### Evolution des dépôts des ménages résidents et des MRE, en %

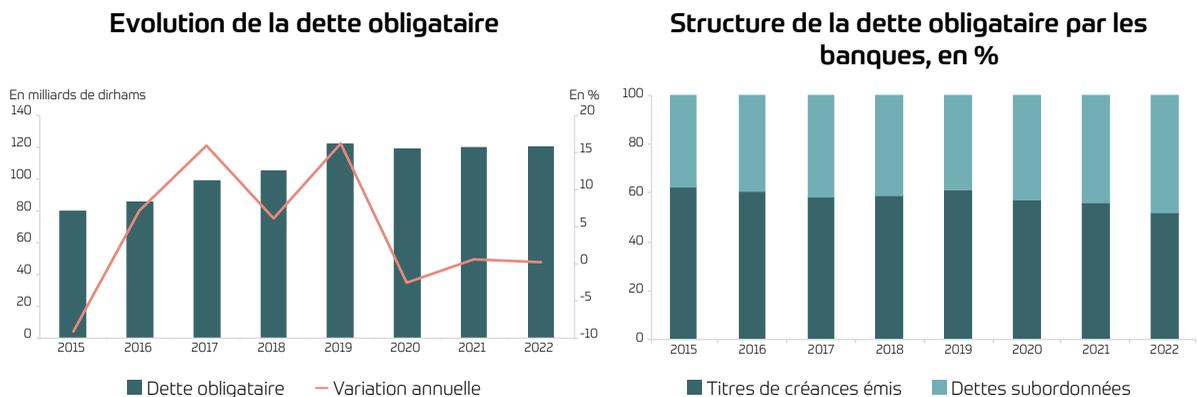


Source : BAM

## Le recours au refinancement obligataire par les banques demeure élevé, bien que sa part dans les ressources globales du secteur bancaire ait légèrement diminué par rapport à l'année précédente.

L'encours global de la dette obligataire a affiché une légère hausse de 0,2% ou 279 millions de dirhams, après une augmentation limitée de 0,6% en 2021, pour s'établir à plus de 120 milliards de dirhams. Cette dette obligataire a connu une forte augmentation entre 2016 et 2018 (passant de 86 à 122 milliards de dirhams) avant d'enregistrer une légère diminution pour se stabiliser presque au même niveau observé entre 2020 et 2022. Sa part dans l'ensemble des ressources du secteur bancaire a toutefois, connu une nouvelle baisse à 7,2%, après 7,7% en 2021 et 7,9% en 2020.

Sur ce total, les dettes subordonnées ont augmenté de près de 5 milliards de dirhams en un an, soit une croissance de 9,1%, pour atteindre 58 milliards de dirhams, tandis que les titres de créances émis ont diminué de 6,9%, soit 4,6 milliards de dirhams, pour atteindre près de 62 milliards de dirhams.

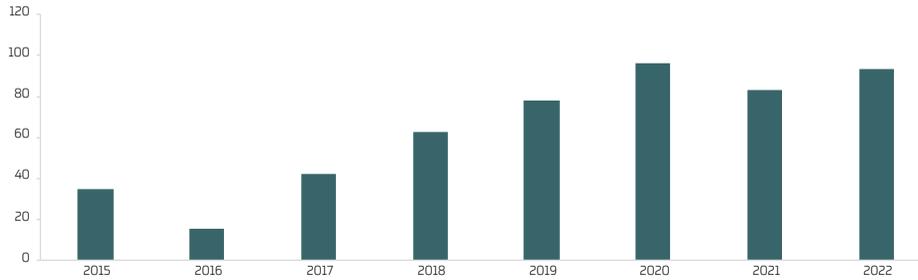


Source : BAM

## Creusement en 2022 du déficit de liquidité bancaire comparativement à l'année précédente

Le besoin en liquidité des banques s'est accentué en 2022 comparé à une année auparavant. Ainsi, Bank Al-Maghrib a injecté en moyenne quotidienne, un montant total de plus de 93 milliards de dirhams, incluant 42 milliards de dirhams sous forme d'avances à 7 jours, 28 milliards de dirhams à travers les opérations de pension livrée et 22 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME.

### Interventions de la banque centrale, en milliards de dirhams



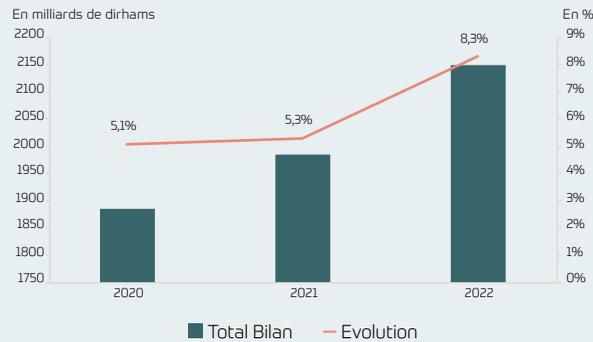
Source : BAM

Compte tenu de l'évolution des dépôts et des crédits, le coefficient d'emploi s'est amélioré légèrement, pour s'établir à 94% contre 95% en 2021. Pour sa part, le coefficient d'emploi réajusté des certificats de dépôts s'est stabilisé à 90% en 2022. S'agissant du coefficient de liquidité à court terme « LCR », qui se calcule en rapportant les actifs liquides de haute qualité (HQLA) aux sorties nettes de trésorerie sur une période de 30 jours, il s'est situé au titre de l'année 2022 à 170% au lieu de 187% une année auparavant, soit un niveau largement supérieur au minimum réglementaire de 100%.

#### Encadré n° 6 : Evolution des principaux indicateurs du secteur bancaire sur base consolidée

Sur base consolidée, le total bilan agrégé des banques s'élève à fin 2022 à 2150 milliards de dirhams, en hausse de 8,3% après 5,3% en 2021. Les trois groupes systémiques en constituent toujours une part de près de 70%.

#### Evolution du Total Bilan



S'agissant des emplois bancaires, ils sont composés principalement des prêts et créances sur la clientèle et représentent une part de près de 59% du total actif. Ces prêts et créances sur la clientèle ont enregistré une hausse de 7,8% en 2022 après 3,5% en 2021.

En 2022, les actifs financiers « à la juste valeur par résultat » ont représenté 10,5% du total des emplois contre 11,3% en 2021. Suivis par les actifs financiers « à la juste valeur par capitaux propres » qui ont constitué une part de 7,7%, pour s'établir à 165 milliards de dirhams, en augmentation de 7,7% d'une année à l'autre.

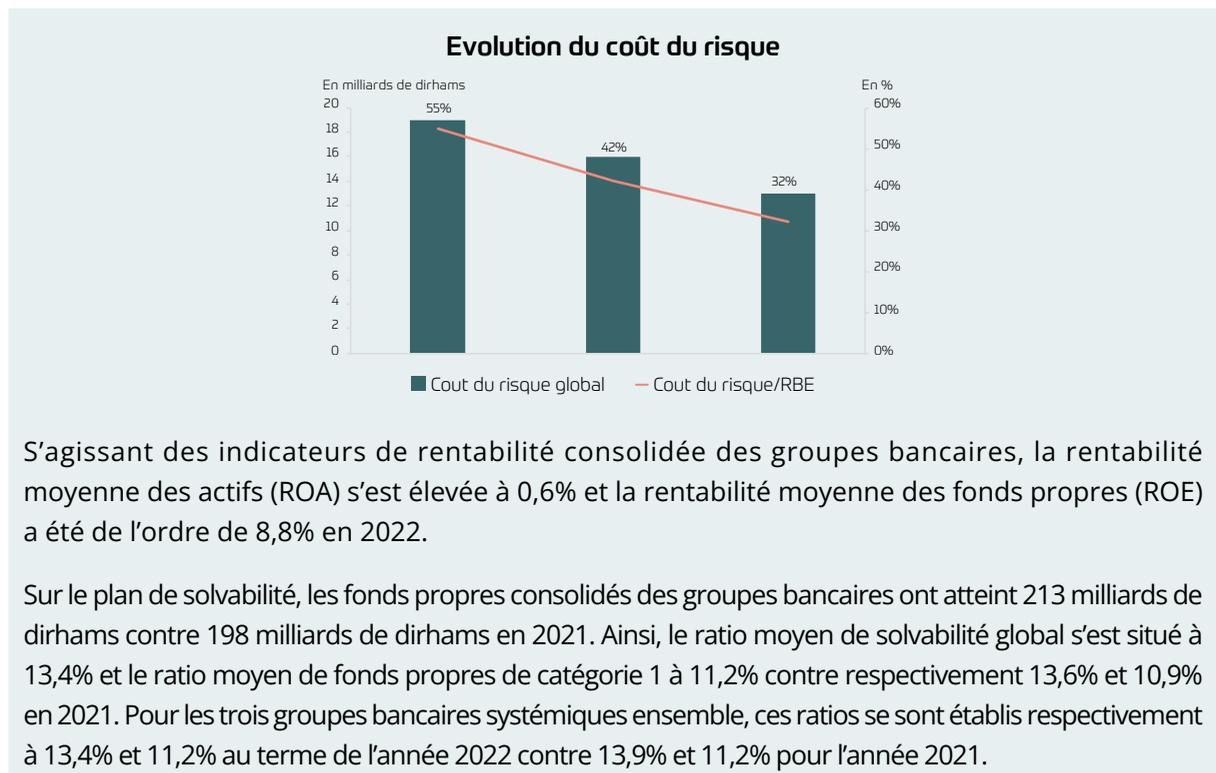
Pour ce qui est de la qualité des actifs, il ressort de la segmentation des actifs financiers selon leur degré de dégradation introduite par la norme IFRS 9, que les créances en souffrance sur la clientèle du secteur bancaire consolidées ont connu une hausse de 3,8% à 129 milliards de dirhams en 2022, soit un taux de risque moyen de 9,4% 2022 contre 9,8% en 2021. Le taux de couverture de ces créances par les provisions se situe à 66,8%, niveau comparable à celui observé dans les années auparavant. S'agissant des créances sensibles, pour lesquelles le risque de crédit a augmenté de manière significative selon la norme IFRS 9, elles ont été provisionnées à hauteur de 15,1% en moyenne contre 14,5% en 2021. Par ailleurs, les créances saines, qui ne présentent pas d'indice de vulnérabilité, ont été couvertes par des provisions à hauteur de 0,84% en 2022.

Le montant des grandes expositions des groupes bancaires a connu une hausse notable de 26,2% contre 8% en 2021 pour totaliser 458 milliards de dirhams en 2022. Soit 2,2 fois les fonds propres bancaires contre 1,8 fois en 2021. Pour les trois groupes bancaires systémiques, le taux de risque moyen s'établit à 8,7% avec un taux de couverture de 70,4%.

S'agissant des ressources, les dettes envers la clientèle en constituent la plus grande part avec 66,8% en 2022 pour un montant de 1 437 milliards de dirhams, en progression de 8,5% après 5,6% en 2021. Elles sont suivies par les dettes envers les établissements de crédit et assimilés, qui ont connu une hausse significative d'une année à l'autre de 20,4%, cumulant 235 milliards de dirhams en 2022. Concernant les capitaux propres, leur montant s'est établi à 159 milliards de dirhams, en hausse de 3,6%.

Sur le plan de la rentabilité, le bénéfice net consolidé du secteur bancaire s'est élevé en 2022 à 17 milliards de dirhams. Le résultat net-part groupe s'est accru de 15,5%, s'élevant ainsi à 14 milliards de dirhams.

Le coût du risque est en amélioration continue depuis trois ans, il s'est établi à 13,5 milliards de dirhams en 2022, représentant ainsi 32% du résultat brut d'exploitation.



## La résilience, globalement, des banques face aux chocs macroéconomiques est confirmée

La surveillance macroprudentielle des banques, à travers le macro-stress test, s'est poursuivie avec la conduite d'un nouvel exercice couvrant huit principales banques<sup>16</sup>. Ce stress test repose sur deux scénarii ; (i) un scénario central (Baseline) conforme aux prévisions macroéconomiques de Bank Al-Maghrib publiées en juin et (ii) un scénario sévère supposant la matérialisation de certains chocs macroéconomiques.

Le scénario de base table sur une accélération de la croissance en 2023 et 2024 à 2,4% et 3,3%, respectivement, en lien avec l'amélioration de la valeur ajoutée agricole et la reprise progressive de la demande intérieure. Ces évolutions, devraient s'accompagner d'une atténuation de l'inflation et le maintien de la dynamique positive des transferts des MRE et des flux des IDE.

Quant au scénario sévère, il suppose la réalisation de trois différents chocs ; soient :

- La poursuite des conflits géopolitiques qui devraient induire un choc d'offre sur les marchés des matières premières et une baisse de l'activité chez les principaux partenaires européens du Maroc ainsi qu'un resserrement des conditions financières internationales ;
- La dégradation prononcée du marché immobilier marocain devant conduire à une contraction de la valeur ajoutée des secteurs construction et activités immobilières ;

<sup>16</sup> AWB, BP, BOA, SGMB, BMCI, CDM, CAM et CIH, représentant près de 80% du total actif du secteur bancaire.

- Des conditions climatiques encore défavorables qui se traduiraient par une contraction de la production agricole.

Dans ce contexte, l'environnement extérieur serait marqué d'une part, par une baisse du PIB de 1,8% dans la zone euro et un ralentissement de la croissance en Afrique subsaharienne à 1,4%. D'autre part, la diminution des prix des matières premières, telle que prévue dans le baseline, serait largement atténuée.

Ces évolutions, combinées aux facteurs internes, devraient en 2023, se solder par une contraction du PIB de près de 2%, une hausse importante de l'inflation à 11,7% et un recul des transferts des MRE et des recettes IDE. En 2024, les répercussions des chocs devraient perdurer, impliquant une deuxième contraction du PIB (-0,7%) et un maintien de l'inflation à un niveau assez élevé (8,1%).

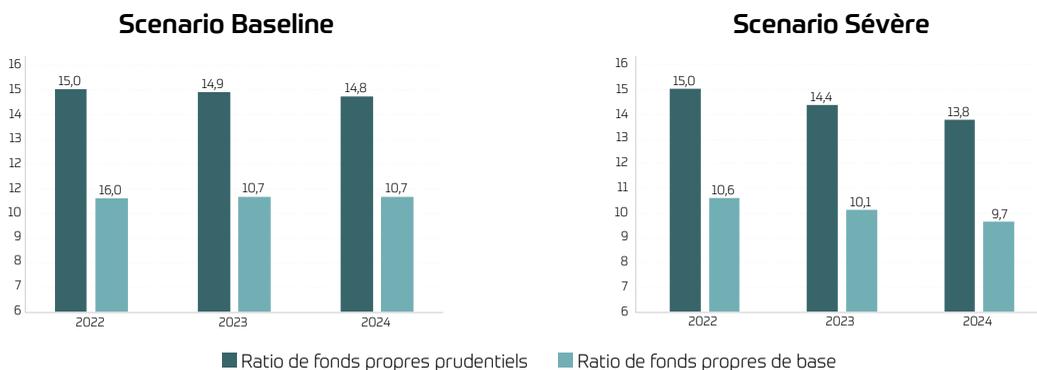
### Scenarii macroéconomiques

		2022	2023	2024
<b>Intérieur</b>				
<b>Croissance du PIB (%)</b>	<b>Baseline</b>	1,3	2,4	3,3
	<b>Sévère</b>	-	-2,1	-0,7
<b>Inflation (%)</b>	<b>Baseline</b>	6,7	6,2	3,7
	<b>Sévère</b>	-	11,7	8,1
<b>Transferts des MRE (%)</b>	<b>Baseline</b>	16,0	3,6	3,5
	<b>Sévère</b>	-	0,5	0,3
<b>Recettes IDE (% du PIB)</b>	<b>Baseline</b>	3,0	3,2	3,3
	<b>Sévère</b>	-	2,5	2,5
<b>Extérieur</b>				
<b>Croissance zone euro (%)</b>	<b>Baseline</b>	3,5	0,9	1,4
	<b>Sévère</b>	-	-1,8	-0,7
<b>Croissance Afrique subsaharienne (%)</b>	<b>Baseline</b>	3,9	3,6	4,2
	<b>Sévère</b>	-	1,4	0,8
<b>Prix du pétrole (%)</b>	<b>Baseline</b>	40,6	-15,9	2,4
	<b>Sévère</b>	-	-1,0	17,0
<b>Prix des matières premières hors énergie (%)</b>	<b>Baseline</b>	10,6	-25,8	0,1
	<b>Sévère</b>	-	-11,2	8,6

Selon le scénario de base, les prévisions révèlent que le taux moyen des créances en souffrance des huit principales banques devrait légèrement augmenter de 9,2% à 9,7% en 2023 puis à 10% en 2024. Parallèlement, le résultat net pourrait diminuer en 2023, en lien avec le repli du résultat des opérations de marché, avant d'accroître en 2024, bénéficiant de la bonne tenue des marges d'intérêt et de commissions, ainsi que l'amélioration du résultat des activités de marché. Sur l'horizon de prévision, les banques devraient préserver des niveaux réconfortants de leurs ratios de solvabilité, avec un ratio moyen, sur base sociale, autour de 14,8% pour les fonds propres globaux et de 10,7% pour les fonds propres de base.

En revanche, les banques devraient enregistrer, dans le scénario sévère, un accroissement considérable du taux moyen des créances en souffrance à 10,1% en 2023 et 11,5% en 2024, consécutivement à la dégradation de la situation financière des ménages et des entreprises non financières qui vont pâtir du recul de l'activité et de la hausse importante des prix à la consommation. Par conséquent, le coût du risque des banques devrait accroître, impactant négativement le résultat net des banques. Dans ce contexte, le ratio moyen des fonds propres pruden­tiels, sur base sociale, devrait se contracter de 126 points de base (pb) et celui des fonds propres de base de 96 pb, entre 2022 et 2024. En dépit de la dégradation des conditions économiques en 2023 et 2024, les banques seraient en mesure de maintenir les ratios des fonds propres pruden­tiels au-dessus des exigences réglementaires en vigueur.

### Evolution des ratios de fonds propres pruden­tiels global et de base, en %



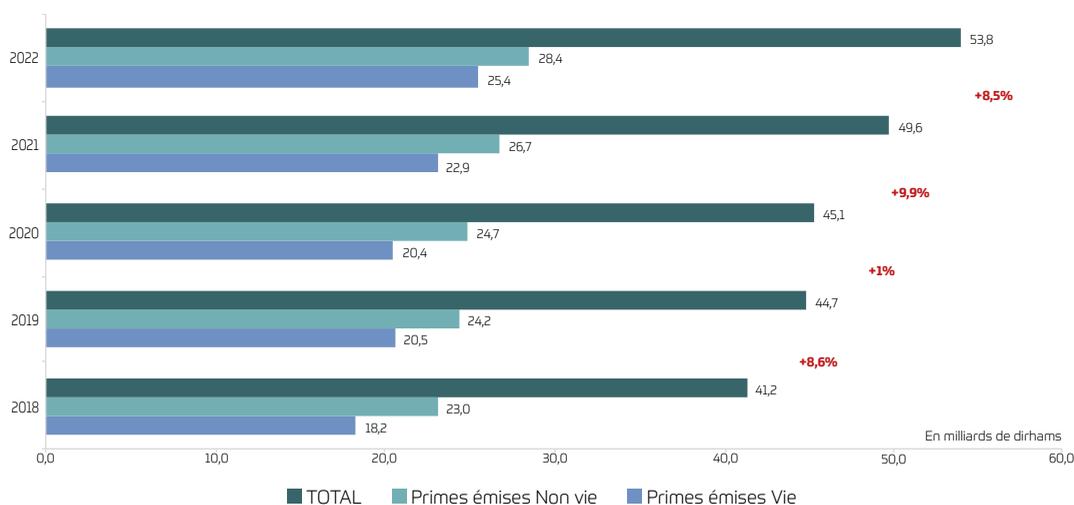
Source : Banques, calculs BAM

## III.2. Secteur des assurances

### Le secteur de l'assurance continue sur sa bonne dynamique

En dépit d'une année difficile marquée par un fort ralentissement de l'économie nationale, le secteur des assurances a pu maintenir une bonne dynamique de croissance avec un volume de primes émises (affaires directes) de 53,8 milliards de dirhams et une croissance de 8,5% par rapport à 2021.

#### Evolution des primes émises vie et non vie



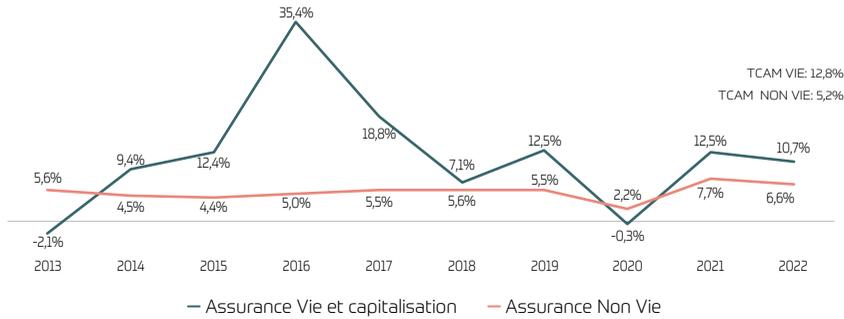
Cette bonne performance a concerné aussi bien la branche vie que la branche non-vie qui ont affiché des progressions respectivement de 10,7% et 6,6%.

En assurance vie, la hausse du chiffre d'affaires à 25,4 milliards de dirhams a été soutenue par la collecte en épargne qui a enregistré une bonne croissance de 12,5% à 22,2 milliards de dirhams et ce, malgré le repli des supports en unités de compte (-27,8%), impactés par les contreperformances du marché financier. Pour sa part, l'assurance décès a connu une légère diminution de 0,1% à 3,2 milliards de dirhams.

Le bon dynamisme de l'assurance vie et capitalisation a conduit à une augmentation de son apport dans le chiffre d'affaires total pour s'établir à 47,2% contre 46,3% un an auparavant.

En ce qui concerne la branche non-vie, son chiffre d'affaires s'est élevé à 28,4 milliards de dirhams tiré principalement par l'Automobile qui a enregistré un volume de primes de 13,7 milliards de dirhams et une croissance de 5,7%. Les émissions accidents corporels ont augmenté de 5,7% à 5 milliards de dirhams et celles des accidents de travail et maladies professionnelles de 7,6% à 2,5 milliards de dirhams. Le reste des catégories non-vie ont affiché une croissance de 8,8% à 7,2 milliards, représentant 25,2% du segment non-vie.

### Evolution du taux de croissance des primes des branches vie et non vie



Source ACAPS

### Part de l'assurance vie et non vie dans le chiffre d'affaires total

	2021	2022
<b>Assurances vie et capitalisation</b>	<b>46,3%</b>	<b>47,2%</b>
<b>Assurances non - vie</b>	<b>53,7%</b>	<b>52,8%</b>
Garanties contre les conséquences d'évènements catastrophiques	1,1%	1,0%
Automobile	26,2%	25,5%
AT & MP	4,7%	4,6%
Accidents corporels	9,6%	9,4%
Incendie	4,1%	3,9%
Assistance - crédit - caution	3,1%	3,1%
Autres	5,0%	5,2%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Source : ACAPS

S'agissant de l'activité de réassurance, les acceptations ont enregistré une hausse de 30,3% à 3,7 milliards de dirhams, réalisées essentiellement en assurance non-vie (95,2%). Avec un chiffre d'affaires de 3 milliards, les réassureurs exclusifs maintiennent leur domination sur cette activité avec une part de marché de 81%.

En intégrant les acceptations en réassurance, le chiffre d'affaires du secteur des assurances s'est établi à 57,5 milliards de dirhams, en hausse de 9,7% par rapport à 2021.

S'agissant de l'activité Takaful, qui a démarré au deuxième semestre, elle a généré un volume d'affaires de 11,8 millions de dirhams, dont 84% provient de l'assurance décès et 10% de l'assurance incendie.

Grâce à ces performances, supérieures à la croissance de l'économie nationale, le taux de pénétration de l'assurance<sup>17</sup> s'est apprécié de dix points de base pour s'établir à 4%.

<sup>17</sup> Le taux de pénétration est calculé en rapportant les primes émises directes au PIB.

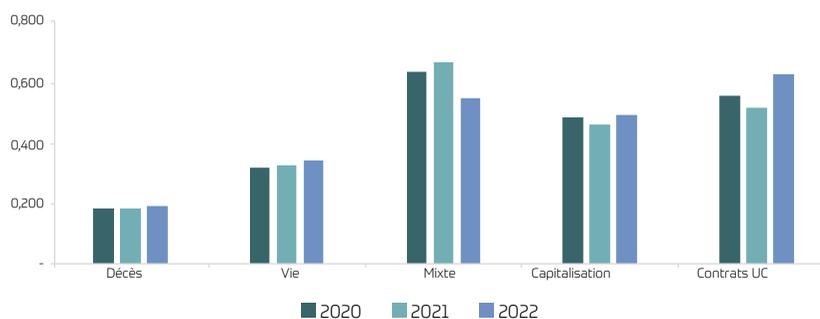
## Une concentration marché qui se maintient à son niveau moyen

En 2022, la concentration du secteur des assurances, mesurée par l'indice Herfindahl-Hirschman, s'est maintenue à son niveau moyen en se situant à 0,119 contre 0,117 l'année précédente. En assurance conventionnelle, le nombre d'opérateurs est resté le même alors que les parts de marché ont légèrement évolué pour certains opérateurs sans pour autant changer la structure du marché des assurances.

En assurance Vie, le constat d'une concentration élevée se maintient en raison d'un nombre réduit d'acteurs sur ce segment et une répartition asymétrique de leur part de marché. Avec seulement neuf acteurs dont deux qui produisent plus de la moitié du chiffre d'affaires global, l'indice de concentration s'est établi à 0,187 contre 0,177 en 2021.

Dans le détail, toutes les catégories de la branche vie continuent à se caractériser par des niveaux de concentration élevés, en particulier, les catégories « mixte » et « contrats UC ».

### Evolution du niveau de concentration des catégories de l'assurance Vie

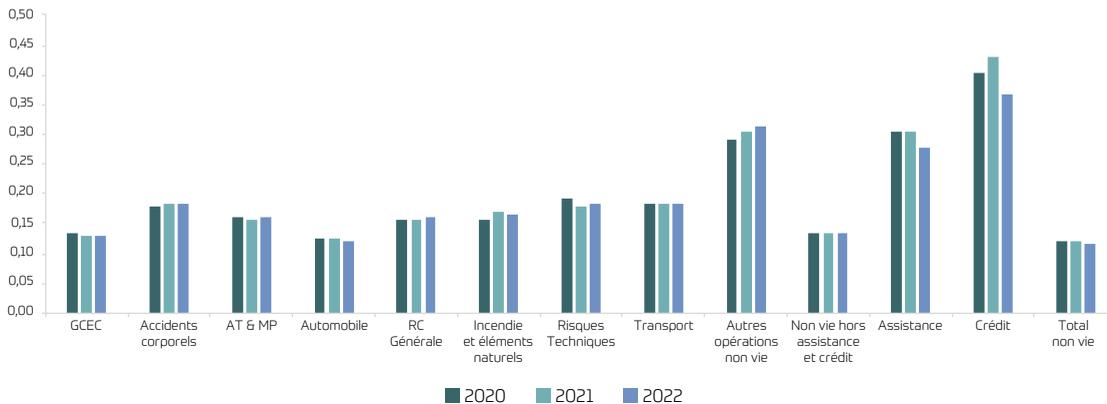


Source : ACAPS

Concernant l'assurance non-vie (hors assistance et crédit), son niveau de concentration se maintient à un niveau moyen avec un IHH de 0,136.

A l'exception des catégories « Accidents corporels », « Risques techniques », « Transport », « Assistance-crédit-caution » et « Autres opérations non-vie » qui continuent de se démarquer par des niveaux de concentration élevés, le reste des catégories a préservé un niveau de concentration moyen.

### Evolution du niveau de concentration des catégories de l'assurance non-vie



Source : ACAPS

### Une rentabilité impactée par les tensions sur le marché financier

En dépit d'un environnement financier défavorable, le secteur des assurances a pu dégager un résultat, en progression de 1,8% à 4,0 milliards de dirhams. Cette performance n'a été possible que grâce au résultat non technique (+801,6 millions de dirhams) qui a compensé la chute du résultat technique (- 805,4 millions de dirhams).

La baisse du résultat technique a concerné aussi bien la branche vie (-303,4 millions de dirhams) que la branche non-vie (-502,0 millions de dirhams). Elle résulte de l'effet combiné :

- Du repli du solde financier de 23,8% (-1,4 milliards de dirhams), impacté essentiellement par la contre-performance du marché boursier<sup>18</sup> ;
- De l'augmentation de la marge d'exploitation de 36,2%, (+529,8 millions de dirhams), en raison notamment de la baisse de la sinistralité de l'assurance automobile ;
- D'une amélioration du solde de réassurance de 4,1% (+94,9 millions de dirhams) en faveur des assureurs qui s'explique par la hausse de la sinistralité ayant particulièrement concerné l'assurance récolte.

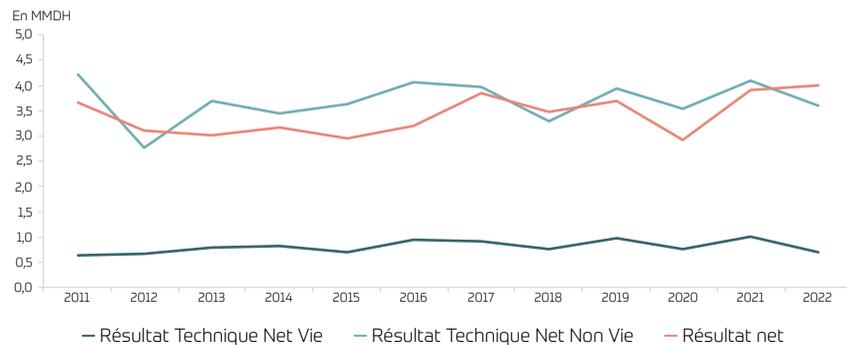
<sup>18</sup> L'indice MASI a clôturé l'année avec une baisse de 19,7%.

## Evolution des composantes du résultat net des assureurs directs

	2021	2022	Variation
Primes acquises	49 888,1	54 087,1	8,4%
Charges de prestations	39 414,3	42 435,6	7,7%
Charges d'acquisition et de gestion nettes	9 008,4	9 656,2	7,2%
Marge d'exploitation	1 465,4	1 995,3	36,2%
Solde Financier	6 004,0	4 574,0	-23,8%
Résultat technique brut	7 469,5	6 569,2	-12,1%
Solde de réassurance	-2 332,4	-2 237,5	4,1%
Résultat technique net	5 137,1	4 331,7	-15,7%
Résultat non technique	-143,2	658,4	559,8%
Résultat avant impôts	4 993,9	4 990,2	-0,1%
Impôts sur les résultats	1 064,4	989,5	-7,0%
<b>Résultat net</b>	<b>3 929,5</b>	<b>4 000,7</b>	<b>1,8%</b>

Source : ACAPS

## Evolution du résultat technique vie et non vie et du résultat net des assureurs directs

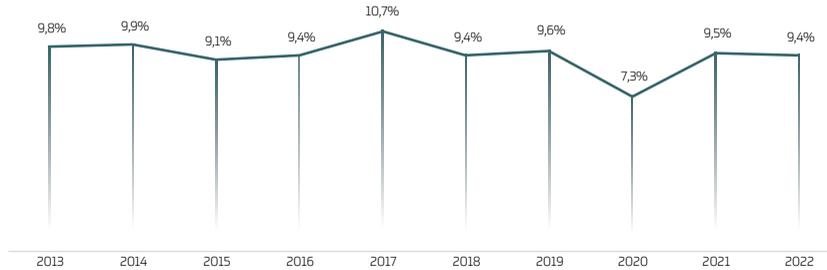


Source : ACAPS

En incluant le résultat des réassureurs exclusifs qui a atteint 282 millions de dirhams (-9,5%), le résultat net du secteur des assurances s'est établi à 4,3 milliards de dirhams, en progression de 1% par rapport à 2021.

Au regard de ces évolutions, le taux de rendement des fonds propres (ROE) a légèrement baissé pour s'établir à 9,4% contre 9,5% un an auparavant.

### Evolution du retour sur fonds propres - Return on Equity - des assureurs directs



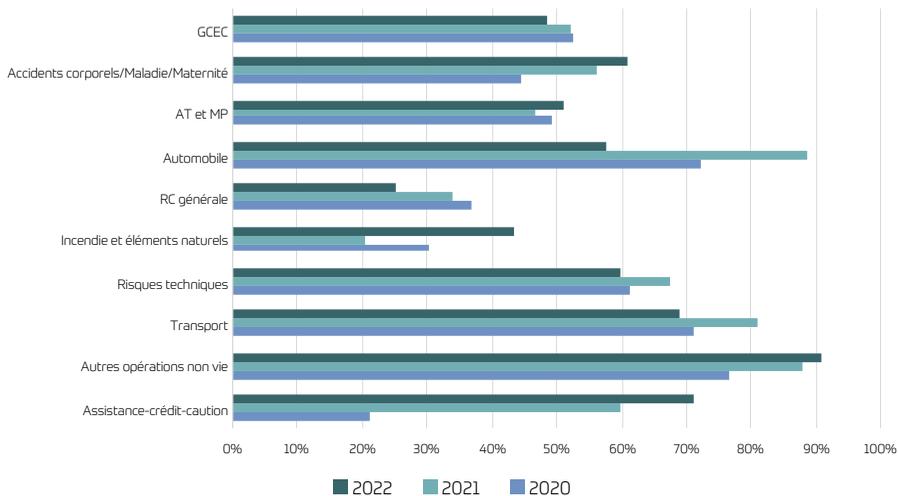
Source : ACAPS

### Une sinistralité qui s’améliore globalement

En 2022, le ratio de sinistralité non-vie (S/P) a baissé de 4,3 points pour atteindre 64,7%. Cette amélioration provient principalement du recul remarquable du niveau de sinistralité de certaines catégories, en particulier l’assurance automobile (59,5% contre 67,3%) et l’assurance des accidents de travail et maladies professionnelles (68,7% contre 80,6%).

La sinistralité de la catégorie « Accidents corporels, maladie et maternité », quant à elle, continue de s’aggraver en passant de 87,7% à 90,6%.

### Evolution du ratio S/P net de réassurance par catégorie non-vie des assureurs directs sur les trois dernières années

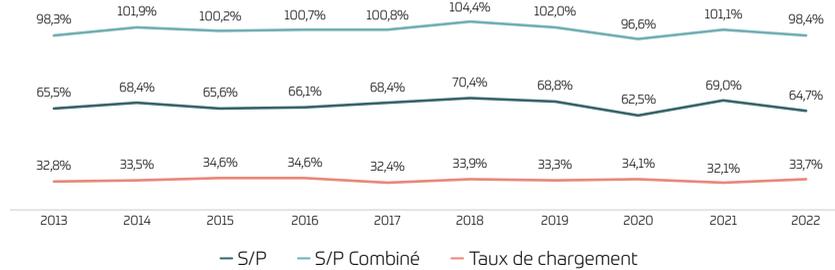


Source : ACAPS

Dans le même sens de l’amélioration du ratio de sinistralité S/P, le ratio combiné, qui mesure la performance technique, chargements<sup>19</sup> compris, a baissé de 2,6 points pour atteindre 98,4%.

<sup>19</sup> Les chargements comprennent les frais de gestion et d’acquisition

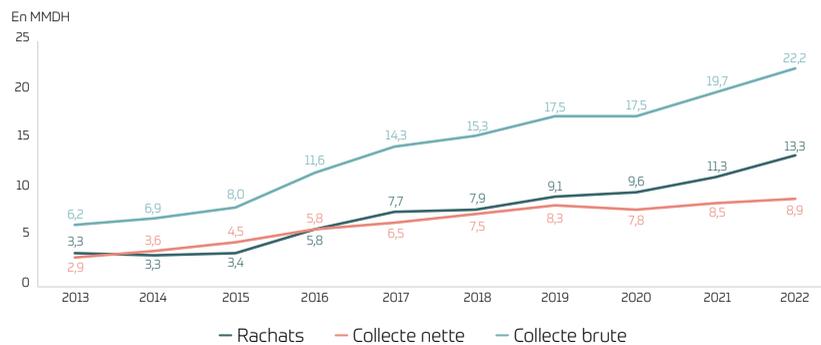
## Evolution des ratios de sinistralité non-vie nets de réassurance des assureurs directs



## La collecte nette poursuit sa croissance

Malgré une année difficile marquée par un niveau élevé d'inflation (6,6%), la collecte nette en épargne a maintenu sa dynamique et a affiché une progression de 5,1 à 8,9 milliards de dirhams. A l'origine de cette progression, l'épargne en dirhams qui a augmenté de 15,4 à 8,3 milliards au moment où les supports en unités de compte ont accusé une baisse de 52,2% pour atteindre 616,4 millions.

## Evolution de la collecte nette des assureurs directs



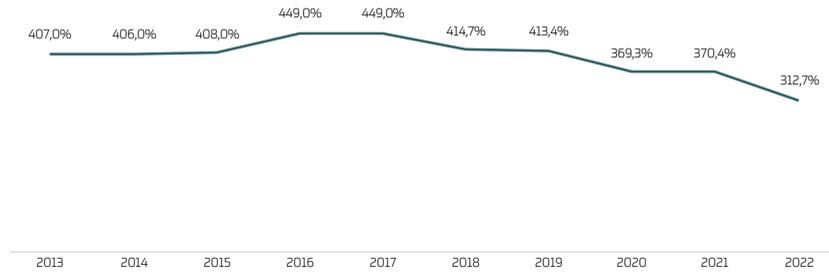
Source : ACAPS

## Une marge de solvabilité qui baisse mais demeure largement au-dessus des exigences réglementaires

En 2022, le taux moyen de la marge de solvabilité du secteur des assurances a accusé une baisse en passant de 370,4% à 312,7%. La baisse enregistrée est due principalement à la chute des plus-values latentes résultant de la contre-performance du marché financier.

Malgré cette baisse, le secteur des assurances continue de dégager une marge moyenne de solvabilité trois fois supérieure au minimum réglementaire requis sous le référentiel prudentiel actuel. Cette marge, qui ne couvre à date que le risque de souscription, sera amenée à baisser avec l'entrée en vigueur du nouveau référentiel de solvabilité basée sur les risques.

### Evolution de la marge de solvabilité des assureurs directs



Source : ACAPS

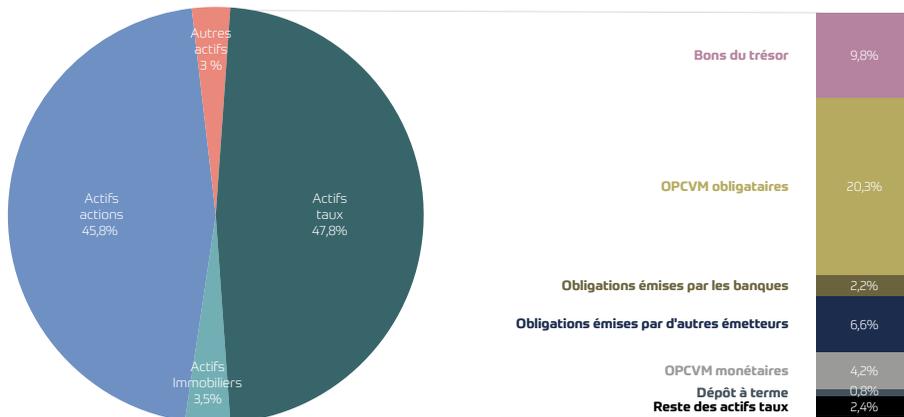
### Des placements qui continuent d'être orientés vers les poches taux et actions

A fin 2022, les placements des entreprises d'assurances en valeur d'inventaire se sont appréciés de 5,7% pour atteindre 222,3 milliards de dirhams. En intégrant les réassureurs exclusifs, le total des placements s'est établi à 232,6 milliards de dirhams en évolution de 5,1% par rapport à 2021.

Les placements affectés aux opérations d'assurances ont cru de 5,2% à 195,5 milliards de dirhams, tandis que les placements libres ont progressé de 9,1% à 26,8 milliards de dirhams.

Dans l'ensemble, la stratégie d'investissement des assureurs directs est restée stable avec une prépondérance des placements investis dans les actifs de taux (46,4%), suivis par les actifs d'actions (45,2%) et les actifs immobiliers avec une faible représentation (5,3%).

### Structure des placements des assureurs directs



Source : ACAPS

## Des plus-values latentes en baisse dans le sillage d'un marché financier sous tension

En 2022, la richesse latente des entreprises d'assurances et de réassurance, représentée par les plus-values latentes, a fortement chuté, sous l'effet conjugué de la hausse des taux d'intérêt et de la contre-performance du marché boursier.

Sur l'année, les plus-values latentes se sont dépréciées de 17,5 milliards de dirhams (-53,8%) pour s'établir à 15,0 milliards de dirhams.

Les poches taux et actions, qui représentent l'essentiel du portefeuille, ont vu leurs niveaux des plus-values latentes baisser respectivement de 69,1% et 51,5% pour atteindre 2,2 et 11,4 milliards de dirhams.

Il en résulte une contraction du ratio des plus-values latentes sur les placements qui est passé de 15,5% à 6,8% à fin 2022. Il s'agit du plus bas niveau sur les dix dernières années.

### Evolution du ratio des plus-values latentes sur les placements des assureurs directs



Source : ACAPS

#### Encadré n° 7 : Le secteur des assurances impacté par les conditions macroéconomiques difficiles et les évolutions du marché financier

En 2022, l'économie marocaine a accusé un fort ralentissement sous l'effet d'une conjoncture difficile marquée par les répercussions de la pandémie, les effets de la crise en Ukraine, l'envolée de l'inflation et une mauvaise campagne agricole. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a dû relever en deux temps son taux directeur pour le porter à 3%. Ces chocs sont venus s'ajouter à un marché boursier qui n'a pas retrouvé son niveau d'avant la pandémie.

Sur leur activité financière, les assureurs ont dû faire face aux évolutions défavorables des marchés financiers, avec une dévaluation significative de leurs actifs de taux et d'actions, soit 91,6% du portefeuille placements des entreprises d'assurances. Sous l'effet de la hausse des taux et la contre-performance du marché boursier, les plus-values latentes de ces entreprises se sont effondrées de 53,8% à fin 2022.

Sur la poche action, qui apporte l'essentiel de la richesse latente, les assureurs ont concédé 51,5% de leurs plus-values latentes, soit 12,2 milliards de dirhams. La perte constatée sur cette poche provient des actions cotées, notamment sur des valeurs bancaires. En même temps, le portefeuille obligataire des assureurs a enregistré une forte dépréciation (-69,1%).

Face à ces évolutions, l'ACAPS a dû mettre en place un dispositif de veille approprié pour suivre l'évolution de la situation et anticiper les mesures à prendre.

En plus des impacts déjà subis sur leurs actifs, les assureurs devraient s'attendre à des répercussions sur leur passif en raison des pressions inflationnistes, notamment en assurance non-vie. Une augmentation du coût des sinistres étant inéluctable, les assureurs devraient anticiper correctement cette inflation afin d'éviter les risques de souscription et de sous provisionnement notamment pour les catégories d'assurance à développement long.

En ce qui concerne la branche vie, les assureurs restent exposés au risque de liquidité dans la mesure où la hausse des taux pourrait amener les assurés à racheter massivement leur épargne à la recherche d'un meilleur rendement. En outre, l'augmentation du coût de la vie sous l'effet de l'inflation réduit le pouvoir d'achat des assurés et leur capacité à épargner. Ces récents développements tracent donc de nouvelles perspectives pour la branche vie.

Ces incertitudes sur la conjoncture macro-économique conjuguées aux bouleversements sur les marchés financiers, représentent les principaux défis pour l'industrie marocaine des assurances et imposent un basculement rapide aux nouvelles normes prudentielles de solvabilité des entreprises d'assurances et de réassurance.

## Face aux chocs “taux” et “actions”, les entreprises d'assurances confirment leur résilience

Hormis quelques exceptions, les simulations de stress test sur les poches taux et actions montrent que les entreprises d'assurances respectent les exigences prudentielles en matière de solvabilité avec une disparité importante des niveaux de marge entre elles.

Les résultats des stress tests révèlent qu'une variation des taux d'intérêt de +1% et +2% donneraient lieu à des niveaux moyens de marge de solvabilité respectivement à 295% et 279%.

Les simulations d'une baisse de 10% et 20% sur la poche « actions » font ressortir des taux moyens de marge qui se situeraient respectivement à 263% et 193%.

## Le risque de contrepartie demeure maîtrisé

### Exposition vis-à-vis des réassureurs

En 2022, les assureurs ont continué à céder leurs engagements à des réassureurs bien notés, maîtrisant ainsi leur risque de contrepartie en réassurance.

Avec un niveau d'engagement cédé qui a atteint 9,2 milliards de dirhams (-7,5%) à fin 2022, 37,4% de cet engagement est couvert par des dépôts auprès des cédantes, soit 3,5 milliards.

L'engagement cédé net de dépôt se répartit entre les réassureurs nationaux et internationaux pour un montant respectivement de 5,2 milliards et 541,9 millions.

Les cessions opérées auprès des réassureurs nationaux incluent 2,8 milliards de dirhams qui se rapportent à la cession légale bénéficiant de la garantie de l'Etat. Les programmes de rétrocession des réassureurs nationaux, pour leur part, continuent à être majoritairement cédés aux réassureurs disposant d'une notation BBB et plus.

En ce qui concerne les cessions à l'international, la quasi-totalité des réassureurs bénéficient également d'une notation BBB et plus.

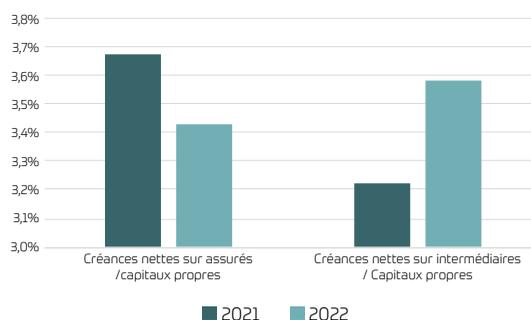
### Exposition vis-à-vis des intermédiaires d'assurance et des assurés

A fin 2022, le ratio mesurant le risque de contrepartie<sup>20</sup> vis-à-vis des intermédiaires d'assurance et des assurés a légèrement augmenté en passant de 6,9% à 7,0%.

Le risque de contrepartie vis-à-vis des intermédiaires s'est dégradé avec un ratio qui a crû de 0,35 point pour se situer à 3,6%. Cette dégradation est le résultat d'une évolution des créances nettes de +14,8%, sous l'effet d'une augmentation plus importante des créances sur les intermédiaires d'assurance (+651,7 millions) que celle des provisions (+454,0 millions). Les fonds propres, quant à eux, n'ont augmenté que de 3,5%.

En revanche, le ratio mesurant le risque de contrepartie vis-à-vis des assurés a connu une amélioration en passant 3,7% à 3,4% à fin 2022, en raison d'une diminution de la créance nette de 3,4%.

#### Evolution du taux de créances sur assurés et intermédiaires d'assurances

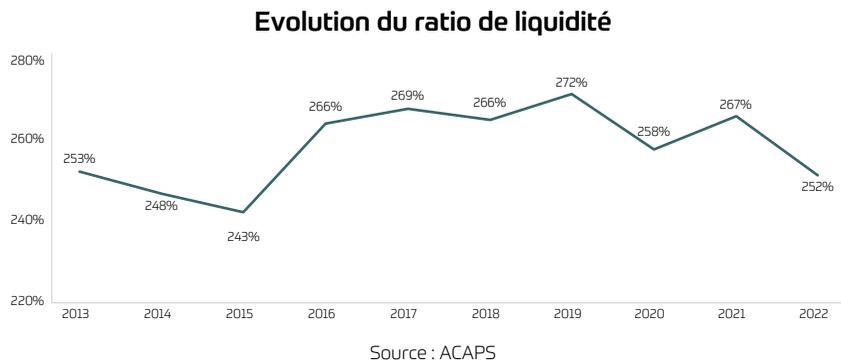


Source : ACAPS

<sup>20</sup> Le ratio mesurant le risque de contrepartie vis-à-vis des intermédiaires d'assurance ou des assurés est calculé en rapportant les créances nettes sur les intermédiaires ou les assurés aux fonds propres des entreprises d'assurances.

## Les assureurs continuent à disposer d'un niveau de liquidité confortable

Le ratio de liquidité, appréhendé par le rapport des actifs liquides sur les passifs exigibles, continue à se situer à un niveau confortable malgré la baisse constatée à fin 2022. Il s'est établi à 252% contre 267% un an auparavant.



## Les tests de chocs macroéconomiques confirment que le secteur est globalement résilient

Un exercice<sup>21</sup> de macro-stress tests est réalisé sur un horizon de deux ans couvrant les années 2023 et 2024. Cet exercice a été effectué sur la base des données relatives à l'année 2022, marquée par des tensions sur le marché financier qui ont fortement impacté le niveau des plus-values latentes des assureurs. En plus de ces répercussions déjà subies par les assureurs, les scénarios projetés prévoient une aggravation des chocs sur l'horizon de projection.

Considérant la forte dégradation du marché financier et dans le cadre de sa démarche anticipative, l'Autorité a introduit, durant le premier semestre de 2023, une mesure d'assouplissement relative à la constatation de la provision pour risque d'exigibilité.

Tout en tenant compte de ladite mesure, les simulations projetées ont été conduites selon un scénario de base et un scénario extrême :

- Le scénario de base où les variables économiques, financières et assurantielles évolueraient dans des conditions normales :

<sup>21</sup> Cet exercice est réalisé sur un échantillon de 8 assureurs représentant plus de 86% du total actif du secteur.

### Hypothèses d'évolution de certaines variables économiques, financières et assurantielles selon le scénario de base

Variables	2023	2024
Taux directeur Taux 2022 : 3%	Pas de changement	Pas de changement
Inflation Taux 2022 : +6,6%	+ 6,2%	+3,7%
Cours Bourse Base clôture 2022	-10%	+0%
Mortalité Base 2022	Même niveau de mortalité	Même niveau de mortalité
Rachat Base 2022	Même niveau de rachat	Même niveau de rachat

Source : ACAPS

- Le scénario extrême supposant la détérioration des conditions économiques et financières et une aggravation des facteurs de risques assurantiels :

### Hypothèses d'évolution de certaines variables économiques, financières et assurantielles selon le scénario extrême

Variables	2023	2024
Taux directeur Taux 2022 : 3%	+100 bps	Pas de changement
Inflation Taux 2022 : +6,6%	+ 11,7%	+8,1%
Cours Bourse Base clôture 2022	-20%	-10%
Mortalité Base 2022	+30%	+30%
Rachat Base 2022	+20%	+20%

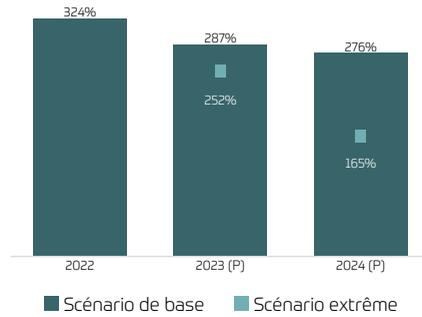
Source : ACAPS

Hormis quelques exceptions, les résultats des macro-stress tests confirment la résilience des assureurs de l'échantillon face à des situations de choc extrêmes.

En moyenne, le taux de la marge de solvabilité devrait baisser à 287% en 2023 et à 276% en 2024 dans le scénario de base. Cette baisse serait plus marquée en scénario extrême avec une marge de taux à 252% en 2023 et à 165% en 2024.

Toutefois, les résultats des macro-stress tests viennent rappeler la sensibilité du secteur aux conditions défavorables du marché financier compte tenu de sa forte exposition aux actifs de taux et d'actions, ce qui milite en faveur d'une transition rapide vers les nouvelles normes prudentielles de solvabilité basée sur les risques.

### Résultats des tests de chocs macroéconomiques



Source : ACAPS

#### Encadré n° 8 : La gestion du risque cyber pour le secteur des assurances et de réassurance

La forte tendance à la numérisation, la dépendance accrue à l'égard de la technologie, l'adoption du télétravail propulsée par la pandémie, ont mis en évidence la nécessité de la sécurisation des systèmes d'information et la gestion des risques cyber.

Etant fortement numérisé et interconnecté, le secteur financier est particulièrement vulnérable aux cyberattaques et constitue une cible privilégiée aux cybercriminels. Cette vulnérabilité s'intensifie en particulier avec le recours à la sous-traitance des services informatiques, l'évolution constante des pratiques de cybercriminalité et le manque d'expertise au sein des structures pour la gestion du risque cybernétique. Des incidents de grande ampleur peuvent même être systémiques et avoir une incidence sur la stabilité financière.

Le secteur des assurances ne fait pas l'exception. De par son activité, il stocke et traite des volumes importants de données personnelles et commerciales qui peuvent être hautement sensibles. Sa forte contribution / interconnexion au système financier est également un motif important qui confirme sa vulnérabilité aux risques cyber.

Dans le cadre de sa transition vers le digital, atout incontournable pour le développement et l'inclusion financière, le secteur des assurances marocain a de plus en plus recourt aux nouvelles technologies et aux services numériques dans le but de proposer des offres assurantielles innovantes, d'améliorer l'expérience client et d'optimiser les coûts.

Tout en soutenant le secteur dans sa stratégie de digitalisation, l'ACAPS reste vigilante et soucieuse des risques qui en découlent. Dans ce cadre, elle a initié un projet d'instruction visant à fixer les principes devant être considérés par les entreprises d'assurances et de réassurance pour la gestion des risques cyber. Ces principes s'articulent particulièrement autour de règles visant la mise en place d'un dispositif efficace de cybersécurité et à même de soutenir la sécurité opérationnelle des assureurs ainsi que la protection des données des assurés et des tiers.

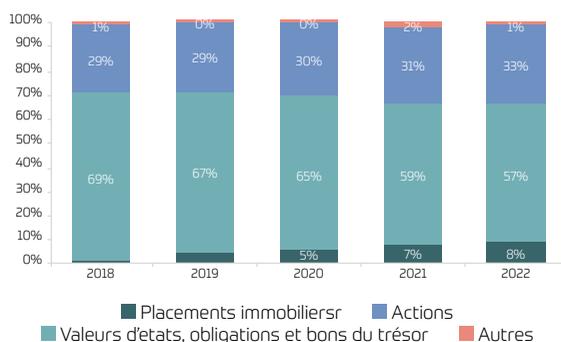
### III.3. Régimes de retraite

Les cotisations des régimes de retraite<sup>22</sup> collectées à fin 2022 auprès d'une population de 4,6 millions de cotisants ont progressé de 5,7% par rapport à 2021 pour atteindre 57,3 milliards de dirhams. Les prestations qui ont bénéficié à 1,3 million de pensionnés se sont situées, quant à elles, à 64,9 milliards de dirhams, en hausse de 8,6%.

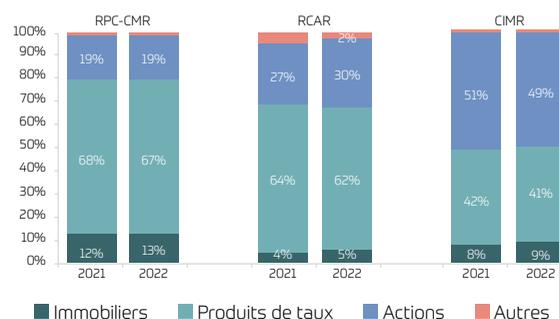
Les placements de ces régimes ont atteint 309,7<sup>23</sup> milliards de dirhams en 2022, en légère baisse de 1,1% par rapport à 2021. Hormis les placements de la branche long terme de la CNSS constitués de dépôt auprès de la CDG, ces actifs sont constitués à hauteur de 57,3% de titres obligataires, de 32,8% d'actions et parts sociales et de 7,7% en placements immobiliers.

Dans une conjoncture difficile des marchés financiers au cours de l'année 2022, la plus-value latente des régimes de retraite (CMR-RPC, RCAR et CIMR) s'est fortement dégradée de 53,2% pour s'établir à 20,0 milliards de dirhams contre 42,6 milliards à fin 2021. Les placements en valeur marché se sont ainsi situés à 277,1 milliards de dirhams contre un montant de 300,9 milliards une année auparavant.

Evolution de la structure des placements des régimes de retraite



Structure des placements par caisse



Source : ACAPS

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

	Cotisations		Prestations		Solde technique <sup>24</sup>		Solde global <sup>25</sup>	
	2 021	2 022	2 021	2 022	2 021	2 022	2 021	2 022
<b>CMR-RPC</b>	25 493	27 994	33 211	35 010	-7 718	-7 016	-3 998	-1 372
<b>RCAR-RG</b>	3 800	3 238	7 088	7 355	-3 288	-4 117	3 091	-4 736
<b>CNSS</b>	15 858	15 953	13 310	16 150	2 548	-198	4 243	1 489
<b>CIMR</b>	9 095	10 130	6 190	6 419	2 906	3 711	6 182	4 497
<b>Total</b>	<b>54 247</b>	<b>57 314</b>	<b>59 799</b>	<b>64 934</b>	<b>-3 552</b>	<b>-7 620</b>	<b>9 518</b>	<b>-121</b>

Source : ACAPS

<sup>22</sup> Il s'agit du CMR-RPC, de la branche long-terme de la CNSS, de la CIMR et du régime général du RCAR.

<sup>23</sup> En valeur nette comptable. Ce montant n'intègre, pour la CNSS, que les dépôts auprès de la Caisse de dépôts et de gestion au titre de la branche LT.

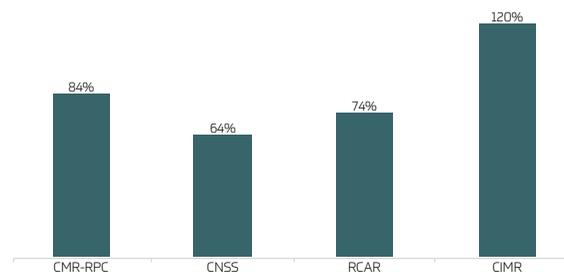
<sup>24</sup> Solde technique = cotisations - prestations

<sup>25</sup> Solde global = solde technique + produits financiers nets - frais de gestion. Le solde global du CMR-RPC englobe également la subvention de l'Etat d'un montant de 2,0 milliards de dirhams.

Le déficit global du CMR-RPC a enregistré une amélioration en 2022 pour se situer à 1,4 milliard de dirhams contre 4,0 milliards une année auparavant. Cette évolution est expliquée par l'augmentation des cotisations collectées sous l'effet de l'intégration de la population des enseignants contractuels des AREF (Académie Régionale d'Éducation et de Formation) à partir du dernier trimestre de 2021 ainsi que par une contribution spéciale de l'Etat en 2022 d'un montant de 2,0 milliards de dirhams. Cependant, les flux de trésorerie induits par ces deux mesures ne permettraient pas de retarder la date d'épuisement de ses réserves prévue dans 4 à 5 années.

La baisse des cotisations du régime général du RCAR, sous l'effet du changement du régime d'adhésion de la population des enseignants contractuels des AREF, a concouru à l'aggravation du déficit technique du régime pour se situer à 4,1 milliards de dirhams contre 3,3 milliards en 2021. Sous l'effet combiné de cette baisse et de la mauvaise performance financière, le régime a enregistré son premier déficit global d'un montant de 4,7 milliards de dirhams. Pour ses perspectives à long terme, le régime a connu, d'une part, une baisse de son taux de préfinancement de 200 points de base pour atteindre 74% sous l'effet principalement de la baisse de la valorisation de ses placements et, d'autre part, la réduction de l'horizon d'épuisement de ses réserves de deux à trois années.

#### Taux de préfinancement en régime ouvert des régimes de retraite<sup>26</sup>



Source : ACAPS

Les situations de déséquilibre que soulèvent les deux régimes du secteur public, le CMR-RPC et le RCAR, militent vers l'accélération de la mise en place de la réforme systémique. En effet, si le premier régime se caractérise par une tarification équilibrée grâce à sa réforme paramétrique de 2016, le RCAR souffre, encore, d'une sous tarification des droits accordés à ses affiliés qui se traduit par un rapport prestations / cotisations<sup>27</sup> dépassant les 140%, et ce, malgré sa réforme paramétrique de 2021. Ceci implique une accumulation, d'une année à l'autre, de nouveaux engagements non couverts. D'autre part, le poids des droits acquis avant la réforme du CMR-RPC de 2016 continue de peser lourdement sur la viabilité de ce régime et réduit considérablement ses marges de manœuvre.

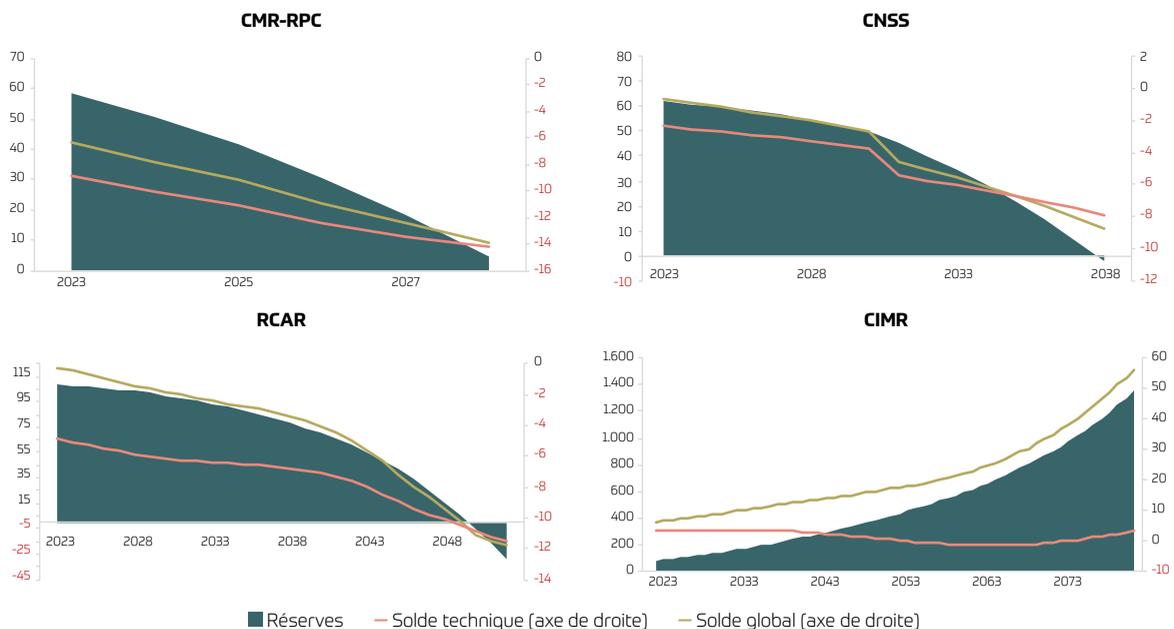
<sup>26</sup> Somme des réserves disponibles à l'année de base et des recettes actualisées, rapportée au total des futures dépenses également actualisées sur un horizon de 60 ans.

<sup>27</sup> Rapport calculé pour un individu représentant le profil moyen du régime en tenant compte des mêmes hypothèses adoptées pour l'établissement de son bilan actuariel.

Par ailleurs, la revalorisation des pensions servies par la CNSS dans le cadre de la branche retraite, actée en décembre 2022 avec effet rétroactif à partir du premier janvier 2020, a induit une importante augmentation des prestations du régime de 21,3% contre une augmentation des cotisations collectées de 0,6%. La branche a, de ce fait, enregistré un déficit technique de 197,7 millions de dirhams contre un excédent de 2,5 milliards de dirhams une année auparavant. Les produits financiers ont, toutefois, permis à la branche de dégager un excédent global de 1,5 milliard de dirhams. Malgré la dynamique démographique du secteur privé, le taux de préfinancement de la branche se situe à 64% contre 65% lors de la précédente évaluation et traduit la sous-tarification des droits acquis qui caractérise le régime. Les réserves de la branche permettraient de financer les déficits du régime qui seraient enregistrés sur les 16 prochaines années. Ce délai et le niveau actuel des paramètres de fonctionnement de la branche lui octroient encore une marge de manœuvre pour redresser sa pérennité sur le long terme, à travers notamment la révision du taux de cotisation et de l'âge de retraite dans le cadre d'une réforme paramétrique. Cependant, cette réforme devrait permettre, en plus d'instaurer une tarification équilibrée, d'assurer une équité parmi les cotisants du régime par la modification du mécanisme d'acquisition des droits qui est actuellement défavorable aussi bien pour les courtes que pour les longues carrières et excessivement généreux pour les carrières moyennes.

Au niveau de la CIMR, le solde technique a enregistré une hausse de 27,7% par rapport à son niveau en 2021 pour atteindre 3,7 milliards de dirhams, sous l'effet d'une hausse plus importante des cotisations (11,4%) par rapport à celle des prestations (3,7%). Malgré la détérioration du solde financier du régime de 69,2% par rapport à 2021, le régime a enregistré un excédent global de 4,5 milliards de dirhams. Ce dernier resterait, selon les évaluations actuarielles du régime, excédentaire sur l'horizon des projections ce qui permettra aux réserves de rester sur leur tendance haussière.

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



Source : ACAPS

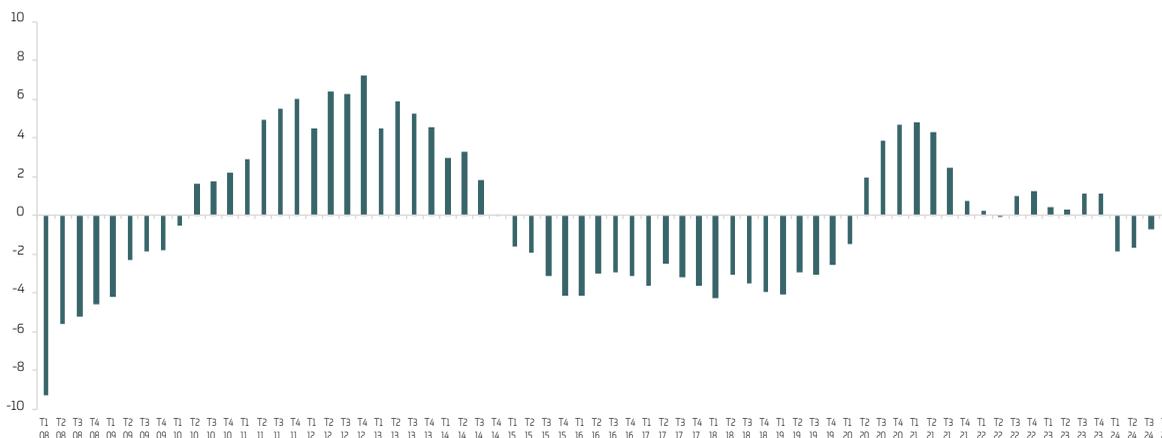
## III.4. Instruments de la politique macroprudentielle

### III.4.1. Le coussin de fonds propres contracyclique

Le coussin de fonds propres contracyclique (CCyB) est un instrument macroprudentiel, qui consiste en une augmentation des fonds propres de base pour toutes les banques pendant les phases d'expansion du cycle financier. Il est fixé généralement entre 0 et 2,5% des actifs pondérés par les risques (RWA) de chaque banque et s'ajoute aux exigences réglementaires minimales. Il peut, dans certaines circonstances particulières, dépasser les 2,5% des RWA.

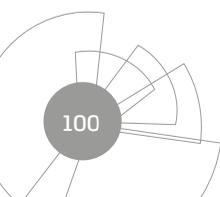
Il est activé lors d'une expansion excessive du crédit afin de fournir aux banques des fonds propres supplémentaires pour se protéger contre les pertes potentielles liées à l'accumulation de risques à l'échelle du système financier. En revanche, en phase de ralentissement, généralement accompagnée d'une augmentation du risque de défaut, cet outil est relâché immédiatement pour permettre aux banques de maintenir une offre de crédit durable à l'économie réelle.

Ecart du ratio crédit par rapport au PIB, en %



Source: BAM

Au niveau national, le taux de coussin contracyclique est maintenu à 0% depuis son introduction en juin 2016 (circulaire n° 1/W/16 du 10 juin 2016). En effet, l'écart entre le ratio du crédit au secteur privé sur PIB et sa tendance à long terme demeure négatif, ce qui n'implique pas l'activation de ce coussin.



### Encadré N° 9 : Le coussin contracyclique positif neutre

Durant les dernières années, certains pays ont adopté la stratégie du coussin contracyclique positif neutre<sup>28</sup>, qui consiste en la disposition d'un coussin non nul, indépendamment de la phase à laquelle se trouve le cycle financier. Ce coussin est constitué notamment pour se donner la capacité à baisser les exigences en fonds propres en cas de choc non anticipé, soudain qui peut ne pas provenir du secteur financier.

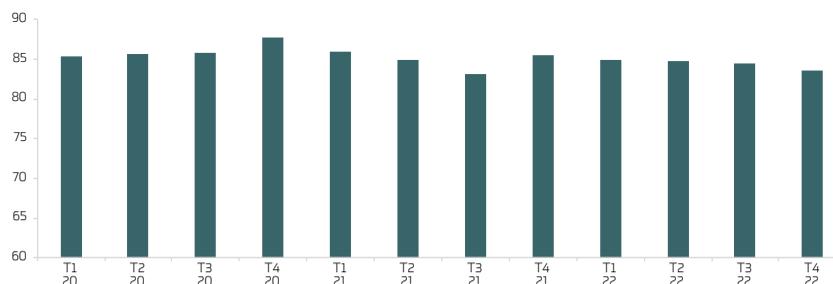
En effet, l'expérience de la pandémie Covid-19 suggère que le rôle des coussins de fonds propres macroprudentiels doit être renforcé pour faire face efficacement aux chocs imprévus qui peuvent survenir indépendamment de la position des cycles financier et économique. En effet, les crises telles que les pandémies, les guerres, les chocs résultant du changement climatique, les événements politiques ou les perturbations technologiques, peuvent survenir à n'importe quelle étape du cycle financier. Elles peuvent affecter négativement le secteur bancaire et entraîner des perturbations dans la fonction d'intermédiation financière, avec des répercussions négatives sur l'ensemble de l'économie.

#### III.4.2. Le ratio « prêt sur valeur » relatif au crédit à l'habitat

Après une hausse de 13% en 2021 (année post-crise sanitaire), la production des crédits à l'habitat des huit principales banques s'est repliée de 11% en 2022 s'établissant à près de 24 milliards de dirhams.

Le rapport moyen entre le montant du prêt et la valeur du bien financé (ratio LTV- Loan to value) s'est établi en 2022 à 84% contre 85% une année auparavant. Ce ratio s'est situé globalement entre 84% et 86% sur la période allant de 2020 à 2022, avec un pic de 88% au T4-2020 et un creux de 83% au T3-2021.

Evolution du ratio LTV moyen, en %

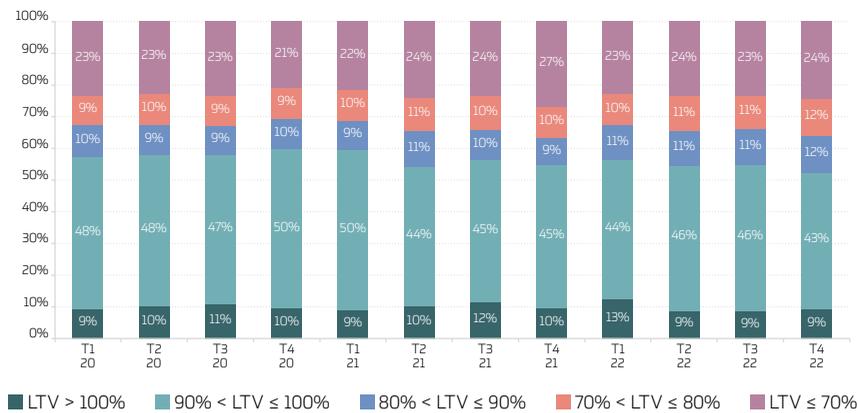


Source : BAM

<sup>28</sup> Parmi ces pays on recense la Lituanie (1% en 2017), l'Australie et la Tchéquie (1% en 2019), la Suède (2% en 2021) et les Pays-Bas (2% en 2022)

L'analyse de la distribution de la production par tranche LTV révèle la prédominance des crédits assortis d'un ratio LTV à l'octroi variant entre 90% et 100%, représentant 45% du total de la production du crédit en 2022. Les prêts accordés avec un apport supérieur à 30% (LTV inférieur ou égal à 70%) représentent une proportion de 24%. La production avec un ratio LTV compris dans les tranches [80% ; 90%] et [70% ; 80%] présente des parts égales de 11%. Quant à la proportion des crédits dont le ratio LTV est supérieur à 100% (sur-financement), elle représente environ 10% de la production en moyenne.

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



Source: BAM

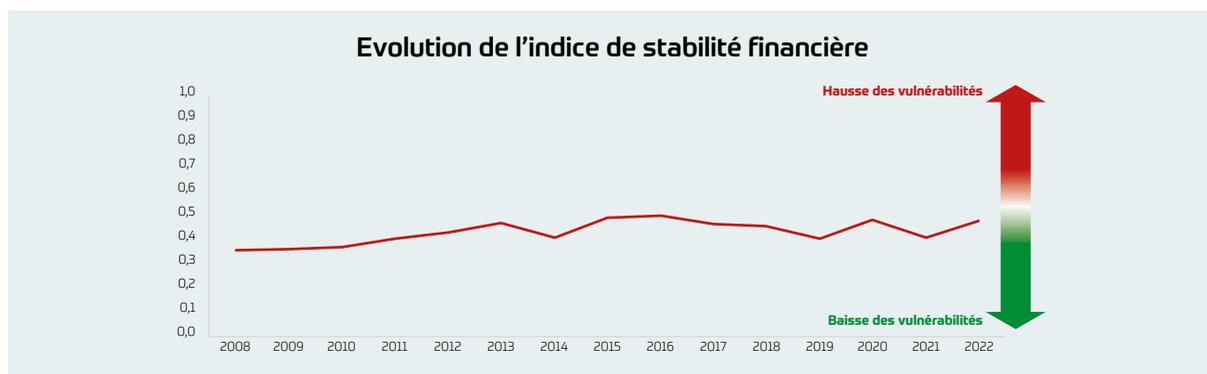
### Encadré n° 10 : Indice de stabilité financière (ISF)

Au terme de l'année 2022, l'indice de stabilité financière s'est situé à un niveau de risque assez modéré, bien qu'en légère hausse, comparativement à l'année précédente. Cet indice s'est apprécié de 0,4 en 2021 à près de 0,5, reflétant une accumulation de certaines fragilités<sup>29</sup>.

En particulier, les vulnérabilités du secteur immobilier se sont davantage accentuées en 2022, en lien notamment avec la baisse des prix et la décélération de croissance du crédit immobilier. Parallèlement, les conditions économiques se sont légèrement resserrées, comme en atteste la forte augmentation de l'inflation, le ralentissement de la croissance et l'aggravation du déficit courant. Quant aux conditions financières, elles étaient principalement marquées par un accroissement de la volatilité sur les marchés obligataire et de change. Pour leur part, les vulnérabilités des institutions financières (banques et assurances) ont faiblement augmenté, portées par la hausse des sinistralités et le repli de leurs résultats.

L'impact de ces évolutions a été atténué, en revanche, par la baisse de l'endettement des agents non financiers, ainsi que par le niveau, très faible, des vulnérabilités des Infrastructures des Marchés Financiers (IMFs).

<sup>29</sup> L'historique fait l'objet d'une actualisation régulière en raison de l'utilisation des méthodes de lissage des séries statistiques.



### III.4.3. Surcharge en fonds propres pour les banques d'importance systémique nationale

Comme à l'accoutumée, Bank Al-Maghrib a procédé en 2022 à l'actualisation de l'exercice d'identification des banques d'importance systémique au niveau national ainsi qu'à une estimation des niveaux de la surcharge en fonds propres des banques identifiées. Les résultats de ces travaux ont montré que la mise en place de ce coussin additionnel pour les banques marocaines concernées, n'engendrerait pas d'impact significatif au vu de leur niveau des ratios prudentiels.

## III.5. Enjeux liés aux innovations technologiques financières et aux changements climatiques

### III.5.1. Stress hydrique : risques et réflexions sur les mesures macroprudentielles

A l'instar des autres pays du continent africain, le Maroc est devenu très vulnérable au cours des dernières années à l'érosion hydrique. Celle-ci est d'autant plus critique que la voie de développement suivie par le pays depuis quelques décennies repose en grande partie sur l'industrie et l'agriculture, des secteurs généralement très consommateurs d'eau<sup>30</sup>. Cette situation est aggravée par une pluviométrie irrégulière<sup>31</sup>, une répartition inégale des ressources hydriques sur le territoire national, une surexploitation des nappes phréatiques, une volatilité des réserves d'eau des barrages ainsi qu'une forte urbanisation et une croissance démographique encore dynamique.

Les sécheresses et la pénurie d'eau peuvent avoir une incidence significative sur le développement socioéconomique au Maroc à travers, notamment :

- Une contraction du PIB agricole : historiquement, la production agricole a tendance à rebondir après une sécheresse, avec un impact limité sur les tendances de croissance à long terme, néanmoins, et compte tenu de la baisse structurelle des ressources en eau, l'économie marocaine pourrait avoir plus de difficultés que par le passé à rebondir après les sécheresses et à éponger les pertes subies par la production agricole.
- Une dégradation du marché de travail au milieu rural : les conditions de vie (revenues et alimentation) dans les zones rurales sont intrinsèquement liées à la dynamique de l'activité agricole. Ces dernières années, la situation du marché du travail a connu, sous l'effet conjugué de la pandémie de la COVID-19 et de la mauvaise campagne agricole une tendance générale à la baisse des niveaux d'emploi. Dans ces conditions, on pourrait s'attendre à ce que les sécheresses de plus en plus fréquentes et le stress hydrique structurel conduiraient à des déséquilibres très importants dans les zones rurales au cours des décennies à venir.
- Recul des exportations agricoles : une pression accrue sur l'approvisionnement en eau risquerait de compromettre à l'avenir le commerce des produits agricoles au Maroc. D'après les résultats des simulations réalisées par la Banque Mondiale, une baisse de l'approvisionnement en eau de 25% associée aux impacts du changement climatique pourrait faire chuter les exportations nettes d'environ 24,7% des exportations agricoles et 3,5% des exportations totales de marchandises.

Le benchmark international des mesures macroprudentielles révèle que la supervision macroprudentielle des risques financiers liés au climat reste à ses débuts. Le rapport du FSB (Financial Stability Report), publié en octobre 2022 et portant sur les approches de régulation du risque lié au changement climatique énonce certaines mesures à caractère macroprudentiel :

<sup>30</sup> L'agriculture à elle seule absorbe plus de 80% de la consommation nationale en eau (source : FAO et Banque mondiale).

<sup>31</sup> Les précipitations ont enregistré une baisse de 4,2% par décennie avec des régimes pluviométriques de plus en plus irréguliers.

- La mise en place d'un coussin de capital climatique corrélé au ratio crédit à forte intensité de carbone ou à fort stress hydrique par rapport au PIB. Il diminuerait à mesure que les banques réduiraient leurs expositions aux secteurs à forte intensité de carbone/stress hydrique et vice-versa.
- L'utilisation de l'instrument macroprudentiel LTV (Loan-To-Value) pourrait être envisagée en vue de restreindre les prêts immobiliers (résidentiel et commercial) portant sur des biens situés dans des zones vulnérables aux risques climatiques et/ou hydriques.
- La quantification de l'impact des risques climatiques sur la stabilité financière en s'appuyant sur les exercices de stress test macro-financiers. Le canal de transmission au secteur financier serait basé d'abord sur (1) l'appréciation de l'impact d'un scénario relatif par exemple à un fort stress hydrique structurant sur l'activité économique (PIB agricole, prix des matières premières alimentaires, inflation, taux d'intérêt, taux de chômage en zone rurale,...) et ensuite sur (2) l'évaluation de l'impact de la dégradation de l'activité économique sur le secteur financier (incidences sur la sinistralité des banques et sur leurs ratios de solvabilité).

### III.5.2. Encadrement des crypto-actifs

Au cours de l'année 2022, le marché des crypto-actifs a été confronté à plusieurs turbulences dont l'effondrement, au mois de mai, de TerraUSD (UST) et la faillite de la plateforme FTX, en novembre, provoquant une contagion à l'échelle de l'industrie des crypto-actifs. Bien que ces développements n'aient guère menacé la stabilité financière, au vu de leur faible interconnexion avec la finance traditionnelle, l'ampleur de ces chocs appelle à la vigilance. L'objectif étant d'atténuer ces risques avant que les marchés et les opérateurs de cryptoactifs ne deviennent systémiques.

### **Encadré n° 11 : Norme du Comité de Bâle relative aux crypto-actifs**

Le comité de Bâle chargé du contrôle et de la régulation bancaire internationale, a finalisé la norme sur le traitement prudentiel des expositions des banques aux cryptoactifs, à mettre en œuvre à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2025. Cette norme fournit une approche prudentielle harmonisée et vise à concilier l'innovation avec une gestion saine des risques bancaires qui préconise que :

- Les actifs tokénisés et les stablecoins dont le niveau de risque est assez faible, doivent respecter les conditions de classification suivantes : (i) l'attribution des droits juridiquement exécutoires liés au cryptoactif, (ii) la garantie que le réseau sous-jacent de l'actif atténue suffisamment les risques importants, ainsi que (iii) les considérations relatives au blanchiment d'argent et à la solidité des dispositions en matière de technologies de l'information et de la communication. Cette catégorie de cryptoactifs est également soumise à des exigences de fonds propres basées sur les pondérations de risque des expositions sous-jacentes comme le prévoit le cadre de Bâle existant. De plus, les autorités de surveillance sont autorisées à introduire une exigence de fonds propres supplémentaire en cas de faiblesses au niveau l'infrastructure sous-jacente, telle que la technologie du grand livre distribué (DLT).
- Les cryptoactifs non conforme aux conditions de classification, ayant un niveau de risque plus élevé, comparativement à ceux du premier groupe, sont soumis à des règles prudentielles nouvellement prescrites en matière de fonds propres. La norme du Comité prévoit une limite d'exposition à ces cryptoactifs, qu'une banque peut détenir, à un niveau généralement inférieur à 1% des fonds propres de catégorie 1 (Tier 1). Cette mesure vise à empêcher la transmission des chocs du marché des cryptoactifs au secteur bancaire et d'atténuer les risques futurs pour la stabilité financière.

Au regard de ce contexte, Bank Al-Maghrib a mené aux côtés des autres parties prenantes (Présidence du Ministère Public, MEF, ACAPS, AMMC et Office des changes) des travaux en vue d'examiner les risques et les opportunités associés aux crypto-actifs et de passer en revue les approches de régulation tenant compte du benchmark international et des préconisations des instances de normalisation internationales (Comité de Bâle, FSB...). La finalité de ces travaux consiste en la préparation d'un projet de loi permettant de réguler l'usage des crypto-actifs au Maroc.

### III.6. Interconnexions entre les institutions financières

L'analyse des interconnexions directes entre les institutions financières est effectuée sur la base de trois exercices de stress tests, à savoir : 1) la contagion interbancaire domestique ; 2) les interconnexions entre les banques et les assurances et 3) la contagion transfrontalière évaluant les liens entre les banques marocaines et leurs filiales à l'international plus particulièrement celles implantées en Afrique.

Les résultats obtenus confirment les constats observés à la conduite des exercices au cours des années précédentes. En effet, ils attestent l'absence de risque de contagion pour le marché domestique interbancaire, du fait de la faiblesse des interconnexions multilatérales entre les acteurs. Ils confirment également la faiblesse du risque de contagion émanant des filiales des banques marocaines implantées à l'étranger, étant donné leur exposition encore limitée et les restrictions de la réglementation de change. En ce qui concerne les interconnexions entre les banques et les compagnies d'assurance, le stress test indique de nouveau que les assurances semblent vulnérables à des défaillances bancaires, sans que leur défaillance entraîne celles des banques.

#### A. Interconnexions interbancaires sur le marché domestique

##### Le risque de contagion découlant des expositions interbancaires demeure limité

La matrice des expositions interbancaires<sup>32</sup>, élaborée pour la conduite du stress test de contagion<sup>33</sup>, fait ressortir que trois banques sur le marché monétaire cumulent à elles seules, 87% des emprunts bruts au cours du quatrième trimestre 2022, traduisant la forte concentration structurelle du marché monétaire marocain.

Les résultats du stress test de contagion interbancaire domestique, permettant d'évaluer le degré d'interdépendance des banques sur le marché interbancaire ainsi que leur systémicité, révèlent que le risque de contagion découlant des expositions interbancaires est très limité et confirment ainsi la résilience du marché monétaire.

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

##### Les expositions des compagnies d'assurances sur les banques demeurent significatives contrairement à celles des banques sur le secteur assurantiel

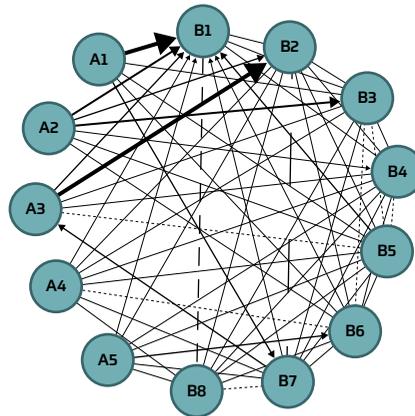
L'analyse de la matrice des interconnexions directes découlant des expositions bilatérales entre les secteurs assurantiel et bancaire, fait apparaître que les compagnies d'assurance sont les plus exposées, avec un actif essentiellement connecté au secteur bancaire.

<sup>32</sup> Marché interbancaire à blanc et collatéralisé

<sup>33</sup> Simule la conséquence d'un défaut de paiement d'une contrepartie sur le reste du système bancaire

Les expositions des assurances sur les banques au titre de l'année 2022 représentent près de 16% de leur total actif. Elles sont constituées à hauteur de près de 99% de titres sous forme d'actions et/ou d'obligations émis par les banques. Dans l'autre sens, les expositions des banques sur le secteur des assurances sont composées majoritairement de prêts et de titres de participations et elles représentent moins de 1,7% de leurs emplois.

### Expositions entre les banques et les assurances



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

Source : BAM – ACAPS

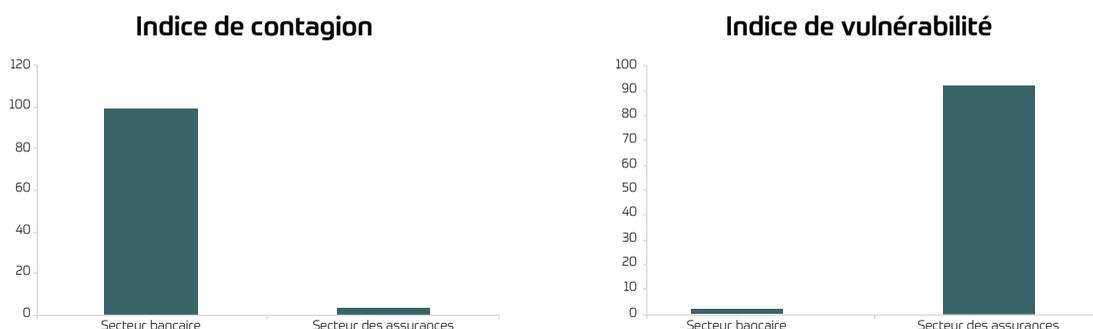
### Les stress tests confirment la vulnérabilité des compagnies d'assurances en cas de défaillances bancaires

Les résultats du stress test<sup>34</sup> effectué, afin d'évaluer le risque de contagion découlant des interconnexions directes entre les banques et les assurances, ont confirmé de nouveau que les compagnies d'assurance seraient toujours vulnérables à des défaillances bancaires, mais pas l'inverse au vu de l'importance de leurs expositions directes vis-à-vis des banques. En effet, l'indice de contagion<sup>35</sup> est plus élevé chez les banques, indiquant leur caractère systémique tandis que l'indice de vulnérabilité<sup>36</sup> le plus important est affiché chez les entreprises d'assurance.

<sup>34</sup> Il est réalisé sur la base des expositions bilatérales brutes de treize « i » institutions financières marocaines, recouvrant huit banques (90% du total actif). Et cinq compagnies d'assurance (67% 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).

<sup>35</sup> L'indice de contagion mesure les pertes en pourcentage des fonds propres des autres institutions dues à la défaillance d'une institution

<sup>36</sup> L'indice de vulnérabilité évalue les pertes en pourcentage des fonds propres subies par une institution suite à la défaillance des autres



Source : BAM - ACAPS

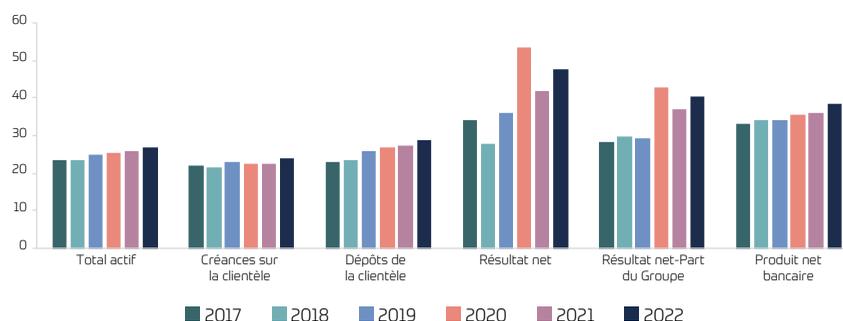
## C. Interconnexions entre les banques et leurs filiales à l'étranger

### L'activité internationale des trois groupes bancaires marocains contribue positivement à l'activité consolidée

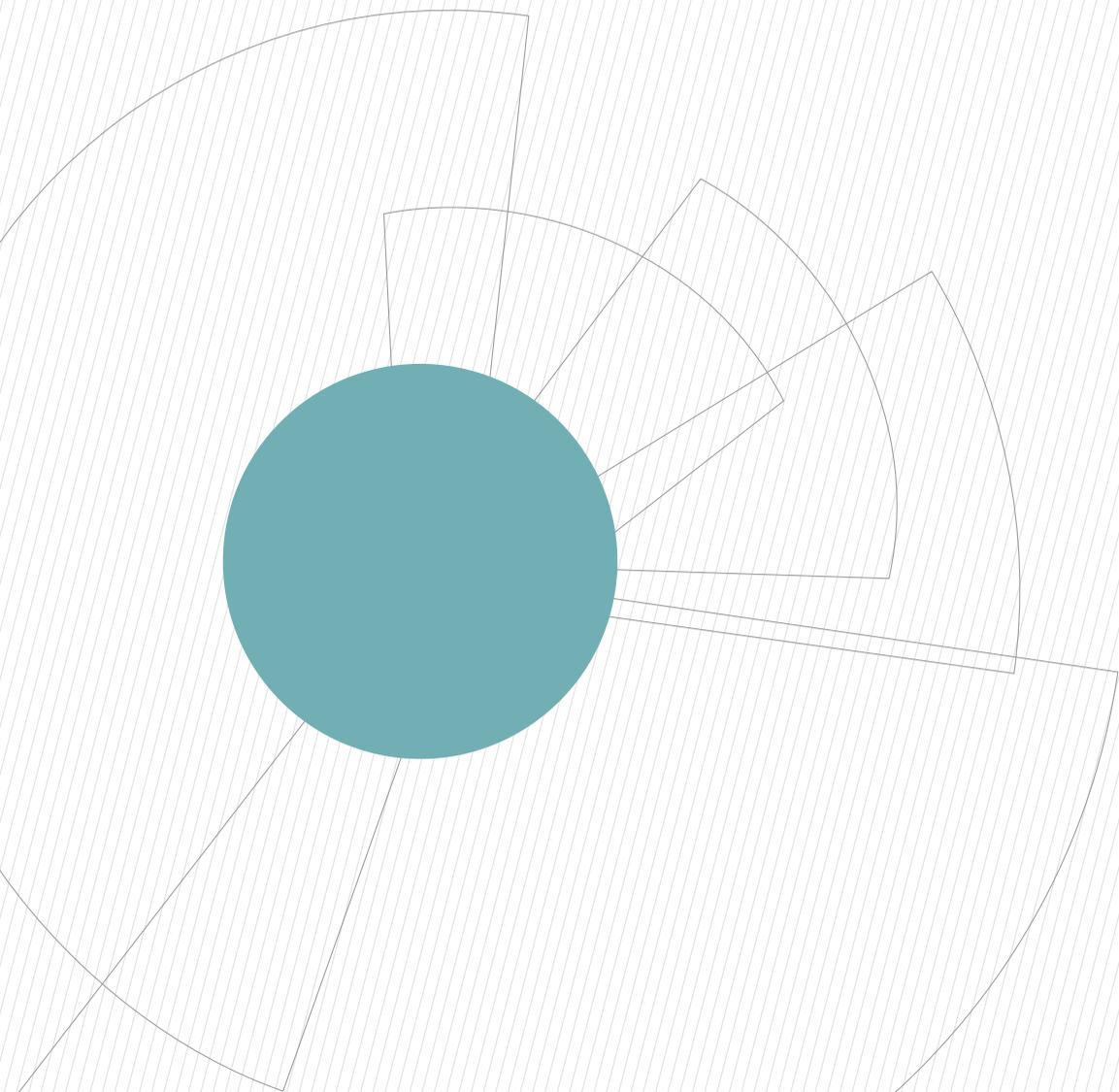
L'activité des filiales à l'étranger des trois groupes bancaires marocains a contribué à hauteur de 27% dans leur total actif consolidé au titre de l'année 2022, en hausse de près de 13% comparativement à l'année précédente. Cette contribution s'est élevée à respectivement 41% et 48% en ce qui concerne le résultat net part du Groupe (RNPG) et le résultat net consolidé contre 37% et 42% en 2021.

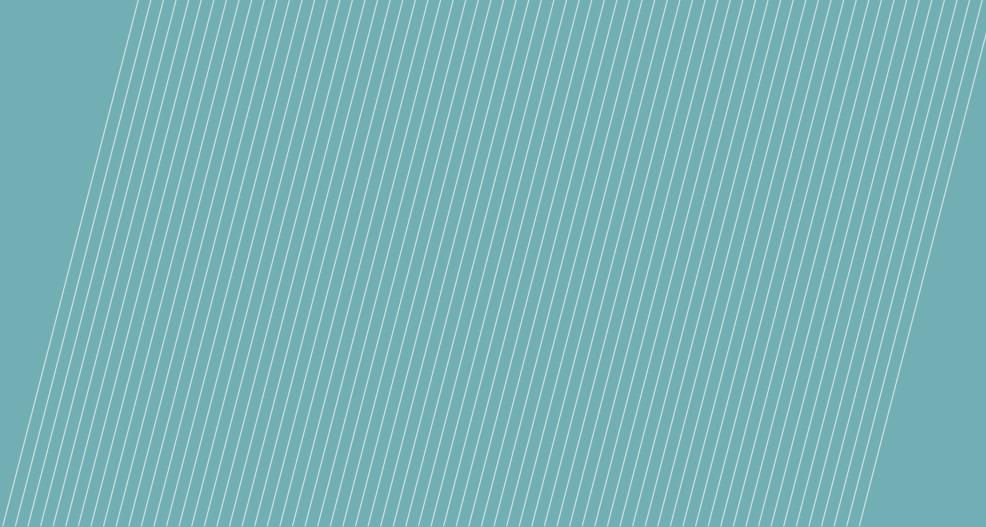
Le produit net bancaire agrégé s'est accru de 14% pour totaliser un montant de 24 milliards de dirhams, soit 39% du PNB consolidé des trois groupes. Les dépôts collectés par ces filiales se sont établis à l'équivalent de 294 milliards de dirhams, en hausse de 14% par rapport à une année auparavant, représentant ainsi 29% du total des dépôts. Parallèlement, les crédits distribués ont cumulé l'équivalent de 206 milliards de dirhams, en hausse de 14,5% d'une année à l'autre et représentant 24% du total crédits des trois groupes.

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



Source : BAM





# Marché de capitaux, infrastructures de marché et monnaie fiduciaire



Chapitre



## APERÇU

*Les tensions sur la liquidité bancaire se sont accentuées globalement en 2022, en lien principalement avec l'augmentation de la monnaie fiduciaire. Dans ce contexte, Bank Al-Maghrib a augmenté ses injections quotidiennes à 93 milliards de dirhams en moyenne, soit un additionnel de 11 milliards de dirhams comparativement à 2021.*

*Sur le marché boursier, après une hausse de 18,35% en 2021, l'indice MASI a connu une baisse de 19,75% en lien avec la conjoncture défavorable qui a marqué l'année 2022. Le volume des émissions en titres de capital a atteint 2,75 milliards de dirhams en 2022, soit une baisse de 8% par rapport à l'année précédente. La baisse du marché s'est accompagnée d'une augmentation de la volatilité moyenne à 10,36% contre 7,1% en 2021. S'agissant de la valorisation globale du marché, celle-ci reste relativement élevée, en dépit de la baisse du PER global qui est passé de 23,7x en 2021 à 19,3x en 2022. Quant à la liquidité du marché, elle a enregistré une baisse en 2022 à 8,8% contre 9,9% en 2021. Les OPCVM et les personnes morales résidentes continuent de dominer les transactions boursières sur le marché central avec une part cumulée de 78% contre 74% en 2021. La part du flottant en bourse détenu par les non-résidents a enregistré un léger rebond à 8,97% contre 8,2% en 2021 et ce, après plusieurs années de baisse. Les intervenants du secteur de l'intermédiation boursière gardent dans l'ensemble une bonne assise financière.*

*Sur le marché obligataire, l'évolution des taux d'intérêt s'est inscrite à la hausse et ce, après une longue tendance baissière observée depuis 2012. Les émissions sur le marché de la dette privée se sont élevées en 2022 à 63,6 milliards de dirhams, en accroissement de 6,5%. Cette hausse est due essentiellement à l'augmentation des émissions des obligations. L'encours de la dette privée a connu une légère progression de 1,8% à fin 2022, atteignant 248,4 milliards de dirhams. Les émissions obligataires par voie de placement privé, réservées aux investisseurs qualifiés, représentent 20% de l'encours global de la dette privée en 2022. Concernant l'encours des obligations subordonnées perpétuelles au profil plus risqué, notamment de type AT1, il s'élève à 25,96 milliards de dirhams à fin 2022 contre 20,82 milliards de dirhams en 2021. Ce type d'obligations est également réservé aux investisseurs qualifiés, y compris les OPCVM l'ayant prévu dans leur politique d'investissement. L'endettement des émetteurs non-financiers de dette privée ayant fait appel public à l'épargne demeure globalement maîtrisé et s'inscrit en baisse, passant de 80% en 2021 à 75% des fonds propres en 2022.*

*Après plusieurs années de progression continue, l'actif net global des Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) a enregistré en 2022 une baisse de 15,5% en passant de 592,9 milliards de dirhams à fin 2021 à 500,9 milliards de dirhams à fin 2022. Cette baisse est le résultat d'une part, de mouvements de rachats importants, ciblant principalement les fonds obligataires et d'autre part, des performances négatives des fonds « Actions », « Diversifiés » et « OMLT ». Les sociétés de gestion d'OPCVM jouissent globalement d'une bonne assise financière. Ce secteur est relativement concentré. Néanmoins, près de 84% des actifs sont gérés par des filiales d'institutions financières. La concentration du passif des fonds sur un nombre limité de clients et la faible liquidité des actifs constituent les principaux points d'attention concernant l'industrie des OPCVM. L'activité des OPCI poursuit sa forte dynamique haussière avec un actif net de 57,7 milliards de dirhams en hausse de 167,3% par rapport à fin 2021. Concernant l'activité de titrisation,*

*l'actif total titrisé a atteint 14,03 milliards de dirhams à fin 2022, soit une augmentation annuelle de 20,8%. Pour sa part, l'encours total de l'activité de capital investissement s'élève à 4,1 milliards de dirhams à fin 2022 contre 5,4 milliards de dirhams une année auparavant.*

*Les opérations de prêt de titres ont atteint en 2022 un volume de 301 milliards de dirhams enregistrant ainsi une augmentation de 62,6%. L'encours de ces opérations a fluctué tout au long de l'année dans une fourchette entre 15 et 26 milliards de dirhams. Ces opérations restent dominées à hauteur de 96,13% par les BDT, dont la durée moyenne des prêts a baissé de 3 à 2,1 semaines. Les OPCVM et les banques demeurent les principaux intervenants sur le marché, suivis par les sociétés non-financières qui ont réalisé près de 20% de part de marché en tant qu'emprunteurs. La part des prêts sans collatéral est en net recul à 10,13% contre 62,93% en 2021 et ce, suite à l'entrée en vigueur de l'exigence de constitution d'une garantie pour les opérations de prêt (sauf opérations intra-groupes et opérations réalisées par les apporteurs de liquidités et teneurs de marché). Près de 80% des opérations ont ainsi été couvertes par des titres de dettes.*

*Le volume des avoirs conservés par le Dépositaire central Maroclear s'élève à 2 047,7 milliards de dirhams à fin 2022, en recul de 6,56% par rapport à fin 2021. Les flux dénoués ont atteint 68,6 milliards de dirhams en moyenne quotidienne, enregistrant ainsi une progression de 18,4%. Sur le plan opérationnel, Maroclear a atteint un taux de disponibilité de 99,9% en 2022. Concernant la Bourse de Casablanca, les taux de suspens des transactions boursières restent très faibles et le taux de disponibilité ressort à 100% à l'instar des sept années précédentes.*

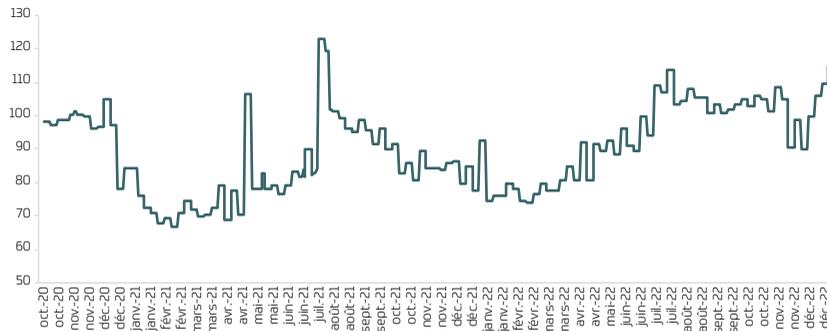
## IV.1. Marché de capitaux

### A. Marchés monétaire et obligataire

#### Accentuation des besoins en liquidité des banques en 2022 comparativement à l'année précédente

Les tensions sur la liquidité se sont accentuées globalement au cours de l'année 2022, en relation essentiellement avec la hausse de la monnaie fiduciaire. Dans ces conditions, la Banque centrale a porté le montant de ses injections à 93 milliards de dirhams en moyenne quotidienne au lieu de 83 milliards de dirhams en 2021, alors que le taux de la réserve obligatoire est maintenu à 0% depuis juin 2020.

Interventions de la Banque centrale, en milliards de dirhams

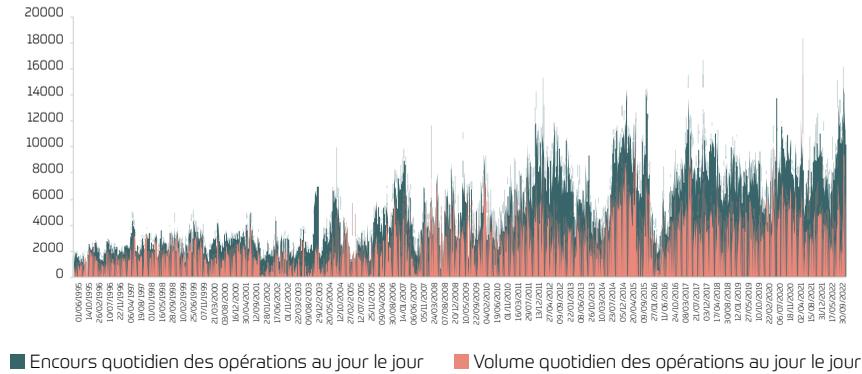


Source : BAM

#### Hausse des volumes échangés sur le marché monétaire interbancaire en blanc

Sur le marché monétaire interbancaire en blanc, dont le volume est structurellement faible, l'encours quotidien moyen des opérations a connu une hausse de près de 16%, en s'établissant à 8,9 milliards de dirhams au titre de l'année 2022, contre 7,6 milliards de dirhams à fin 2021. Les opérations traitées au jour le jour, représentant près de 45% des volumes échangés sur ce marché, ont enregistré une baisse de 2,1% d'une année à l'autre, s'établissant à 3,9 milliards de dirhams, tandis que le volume quotidien moyen des opérations à terme a augmenté de 36,2%, atteignant ainsi près de 5 milliards de dirhams.

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

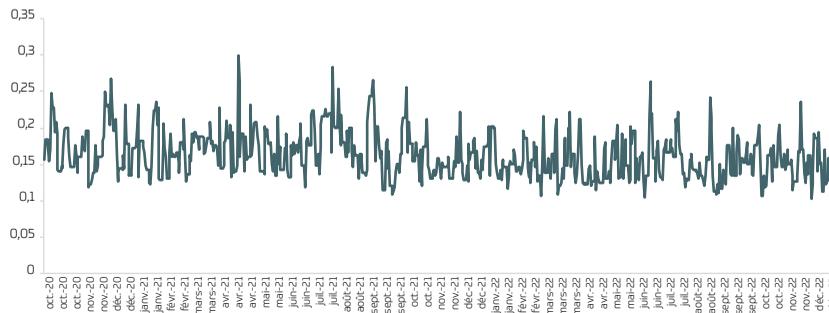


Source : BAM

### Le marché monétaire demeure concentré

Trois banques de la place continuent à détenir à elles seules plus de deux tiers du total des réserves bancaires. L'indice de concentration Herfindahl-Hirschman (IHH) de la liquidité bancaire s'est situé à 0,17 contre 0,18 en 2021, reflétant une situation de concentration structurelle de la liquidité bancaire.

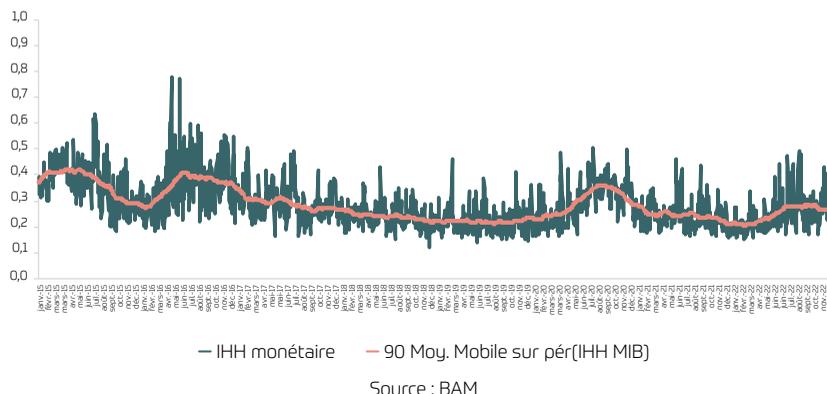
### Concentration de la liquidité bancaire



Source : BAM

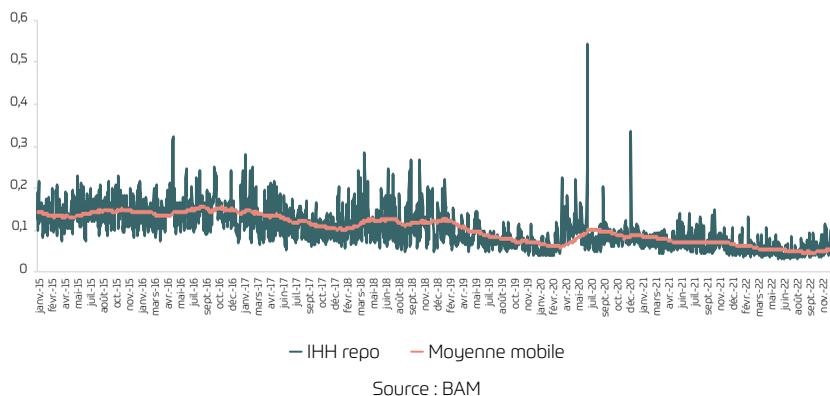
Le marché monétaire interbancaire en blanc (MIB) demeure concentré, comme en témoigne l'indice Herfindahl- Hirschmann (IHH), qui s'est établi en moyenne à 0,24 contre 0,25 en 2021. Du côté des opérations de prêts, l'indice IHH est passé de 0,26 en 2021 à 0,24 alors qu'il a baissé pour les opérations des emprunts à 0,24 après 0,25 une année auparavant.

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



En ce qui concerne le marché de la pension livrée, il est caractérisé par une concentration moins importante comparativement aux autres compartiments, avec un indice IHH en moyenne à 0,05 en 2022 contre 0,07 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.

### Concentration du marché de la pension livrée



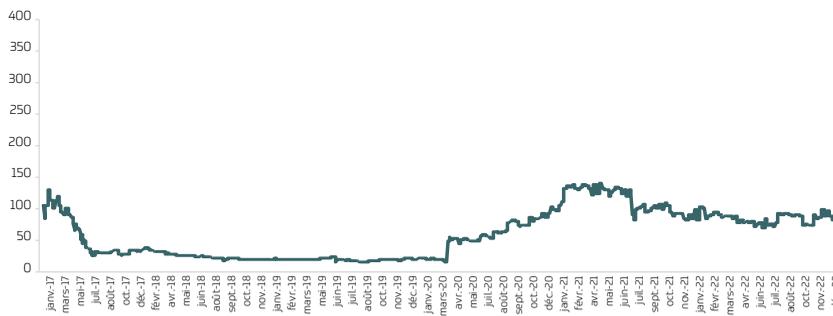
### Le refinancement auprès de la Banque centrale demeure concentré

La concentration élevée des opérations de refinancement est reflétée sur la répartition des injections de la Banque centrale. En effet, près de 89% de l'enveloppe servie est captée, par un nombre très limité d'établissements bancaires. Néanmoins, le niveau de l'IHH, renseignant sur la concentration de ces interventions, s'est établi en baisse par rapport au niveau observé au cours de l'année précédente.

## Réduction de la durée moyenne des interventions de BAM, induite par le resserrement des conditions de la liquidité des banques

La durée moyenne des interventions de Bank Al-Maghrib s'est inscrite en baisse au titre de l'année 2022 et s'est située à 2,8 mois en 2022 contre près de 4 mois en 2021. Cette contraction s'explique principalement par la hausse du volume des opérations de refinancement hebdomadaires auprès de la Banque Centrale, en lien avec le resserrement de la liquidité bancaire.

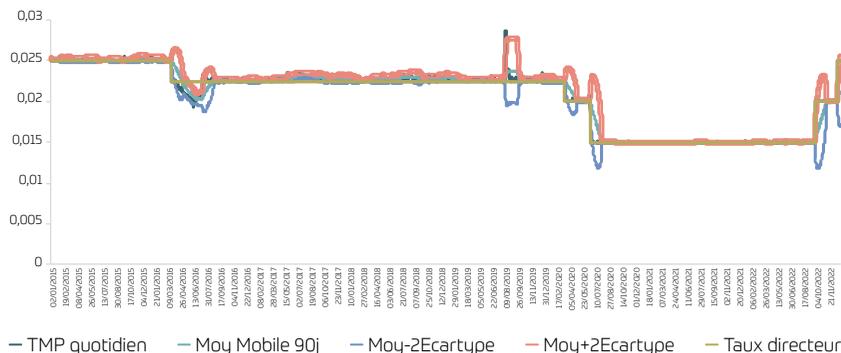
**Durée moyenne des interventions de BAM**



Source : BAM

Le taux moyen pondéré (TMP) sur le marché interbancaire en blanc au jour le jour s'est établi à 1,6% en moyenne au cours de l'année 2022, dans un contexte d'accroissement des interventions de la banque centrale et la hausse enregistrée des volumes échangés sur le marché monétaire interbancaire. Le loyer de l'argent au jour le jour s'est établi tout au long de l'année 2022 à un niveau proche du taux directeur, avec un écart moyen de 0,3 point de base.

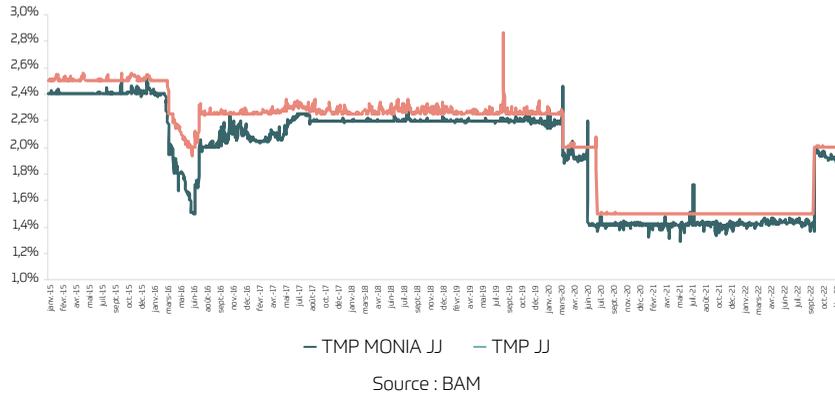
**TMP interbancaire : tendance et volatilité**



Source : BAM

Les taux d'intérêt maximums et minimums observés au cours d'une même journée sur le marché interbancaire en blanc se sont établis en moyenne à 1,643% et 1,758% respectivement, avec un écart moyen de 1,5 point de base.

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

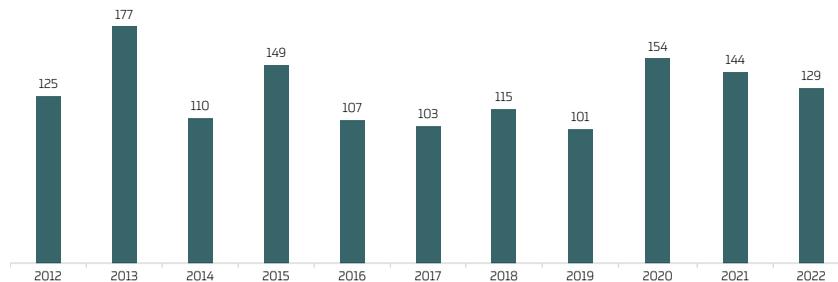


L'indice MONIA, qui représente le taux moyen pondéré des opérations de pension livrée au jour le jour (Taux Repo JJ), s'est établi à 1,58% en moyenne quotidienne contre 1,42% en 2021. Les écarts de taux entre le financement sur le marché monétaire en blanc et le marché collatéralisé se sont établis à 7 points de base, en léger recul par rapport à l'année précédente (8 points de base).

### Poursuite de la dynamique baissière des émissions des bons du Trésor, dans un contexte d'allègement du déficit budgétaire.

La situation des charges et ressources du Trésor a fait ressortir en 2022 une amélioration du déficit budgétaire passant ainsi de 70,9 milliards de dirhams à fin décembre 2021 à 69,5 milliards de dirhams à fin décembre 2022. Cette situation intervient dans le sillage d'un comportement favorable des recettes fiscales qui ont progressé de 17,4% en 2022. Dans ce contexte, les émissions des bons du Trésor ont poursuivi leur tendance baissière pour s'établir à 128,8 milliards de dirhams à fin 2022, soit un recul de 10,9% après une baisse de 6,5% en 2021.

### Evolution des émissions des Bons du Trésor (en milliards de dirhams)

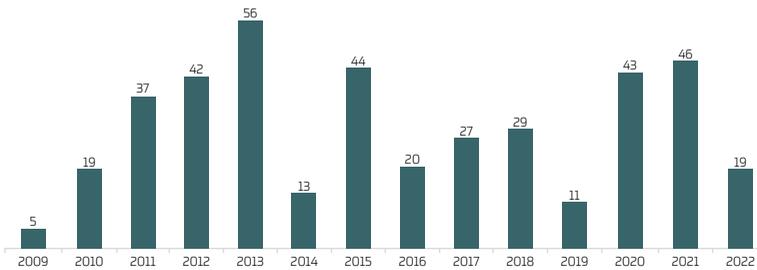


Sources : Maroclear et Calculs AMMC

En dépit d'une baisse des émissions, l'encours des bons du Trésor a connu une légère hausse de 2,96% en 2022 avec un volume de 666 milliards de dirhams contre 647 milliards de dirhams en 2021. En effet, le montant de la levée nette enregistrée en 2022 s'est élevé à 19 milliards de dirhams<sup>37</sup>.

<sup>37</sup> Émissions de 129 milliards de dirhams moins des remboursements de 110 milliards de dirhams.

### Variation de l'encours des Bons du Trésor (en milliards de dirhams)

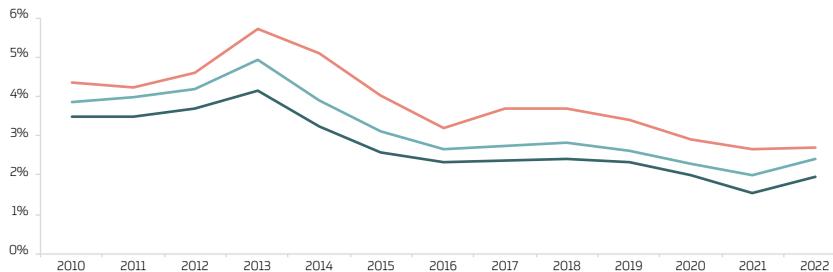


Sources : Bourse de Casablanca, Bank Al- Maghrib, Maroclear et Calculs AMMC

### Hausse des taux obligataires dans un contexte d'inflation et de resserrement de la politique monétaire.

Après une longue période baissière observée depuis 2012, les taux obligataires sur le marché primaire ont enregistré en 2022 une hausse causée par un durcissement des conditions de financement du Trésor dans un contexte de forte inflation et de hausses progressives du taux directeur par Bank Al-Maghrib. En moyenne annuelle, les taux moyens pondérés (TMP) des adjudications des bons du Trésor ont enregistré au titre de l'année 2022 des hausses comprises entre 5 et 42 points de base. Par maturités, la hausse a atteint 40 points de base pour les taux des BDT à 52 semaines qui se sont élevés à une moyenne de 1,94%. La hausse a été plus importante au niveau des taux des BDT à 5 ans qui ont atteint une moyenne de 2,41%, soit +42 points de base. Concernant les taux des BDT à 15 ans, ils ont atteint une moyenne de 2,69% soit une hausse limitée à 5 points de base.

### Evolution des taux sur le marché obligataire primaire



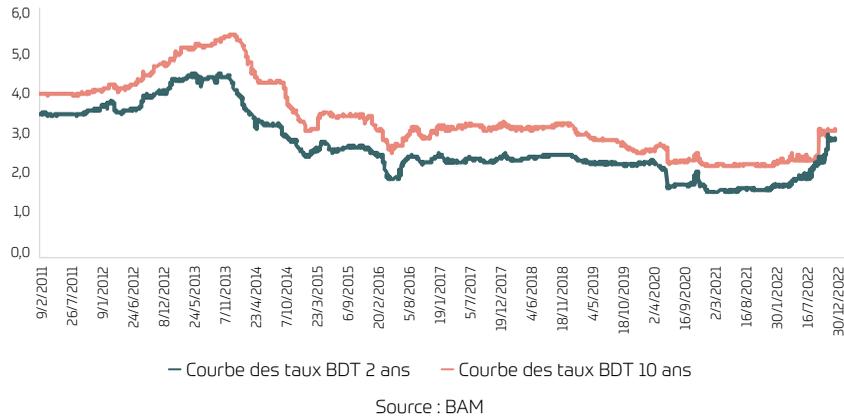
— Taux des adjudications des BDT ( 52 semaines) — Taux des adjudications des BDT (5 ans) — Taux des adjudications des BDT ( 15 ans)

Sources : Bank Al-Maghrib, Ministère des Finances

Sur le marché secondaire, la courbe des taux obligataires a également suivi une tendance haussière. Par maturités, cette hausse a atteint 130 points de base pour le taux des BDT à 2 ans qui s'est établi à 3,03% à fin décembre 2022 contre 1,73% à fin décembre 2021. La hausse a été moins importante pour le taux des BDT à 10 ans qui a atteint 3,19% à fin décembre 2022 contre 2,33% à fin décembre 2021, soit +86 points de base.

En moyenne annuelle en 2022, les taux d'intérêts des BDT à 2 ans et à 10 ans ressortent en hausse respectivement de 46 et 30 points de base pour atteindre 2,17% et 2,64%.

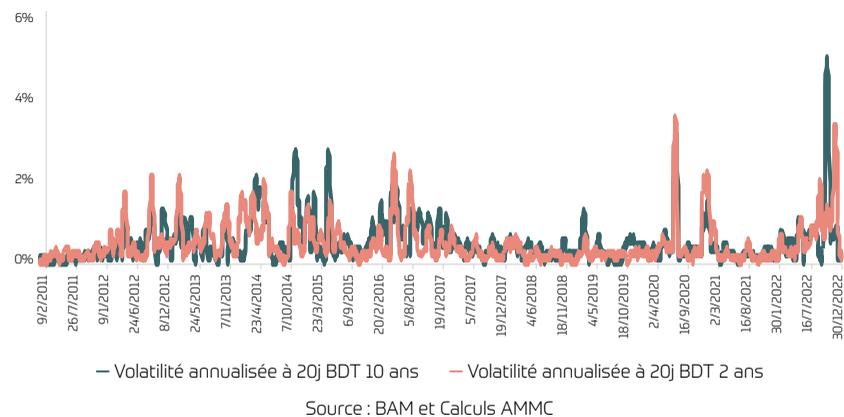
### Evolution des taux sur le marché secondaire des BDT 2 ans et 10 ans



### La volatilité des taux des Bons du Trésor a fortement augmenté en particulier au cours du deuxième semestre de l'année 2022.

Dans un contexte économique marqué par une forte inflation et un resserrement de la politique monétaire, le marché obligataire a connu des tensions relativement importantes durant l'année 2022. La hausse de la volatilité a été ressentie dès le début de l'année et s'est accentuée à partir du 3<sup>ème</sup> trimestre en atteignant des pics historiques en comparaison avec les douze dernières années. En effet, la volatilité annualisée à 20 jours des taux des BDT de 10 ans et de 2 ans s'est établie respectivement à 5,045% (le 12/10/2022) et à 3,360% (le 23/11/2022). En fin d'année, les interventions de Bank Al-Maghrib ont apaisé le marché grâce à un programme de rachat d'actifs auprès des banques sur le marché secondaire. Cette situation a pu atténuer la volatilité du marché obligataire pour revenir à des niveaux plus stables. Ainsi, les taux des BDT à 2 ans et à 10 ans ont enregistré une faible volatilité atteignant respectivement 0,233% et 0,166% à la fin de l'année.

### Evolution de la volatilité annualisée à 20j des taux des BDT 2 ans et 10 ans entre 2011 et 2022

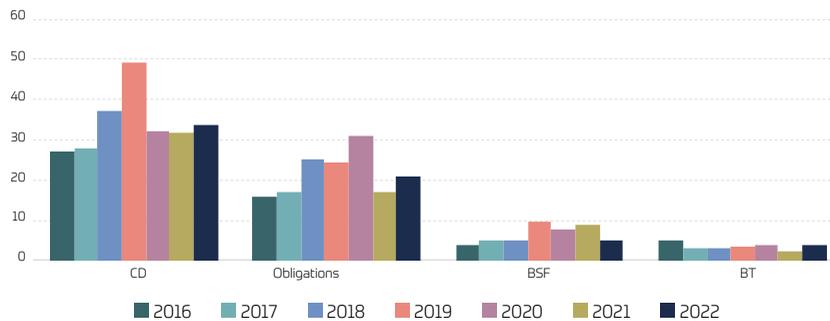


## Hausse des émissions sur le marché de la dette privée, en particulier au niveau du compartiment des obligations.

L'année 2022 a été marquée par une progression de 6,5% des montants levés sur le marché de la dette privée et ce, après les baisses observées sur les deux années précédentes. Les émissions se sont établies à 63,6 milliards de dirhams contre 59,7 milliards de dirhams pour l'année 2021 et 74,8 milliards de dirhams en 2020.

Cette évolution provient principalement de la hausse des émissions des obligations qui ont atteint 20,8 milliards de dirhams en 2022, soit une augmentation de 21,1% par rapport à l'année 2021. Le compartiment des Titres de Créances Négociables (TCN), affiche quant à lui des évolutions contrastées. En effet, les montants émis sur les segments des certificats de dépôts et des billets de trésorerie enregistrent des hausses respectives de 6,3% et 66,7% atteignant ainsi 33,7 milliards de dirhams et 4 milliards de dirhams. Seules les émissions de bons de sociétés de financement ont évolué à la baisse pour s'établir à 5,1 milliards de dirhams, soit - 41,4%.

### Evolution des émissions de la dette privée par catégories de titres (en milliards de dirhams)

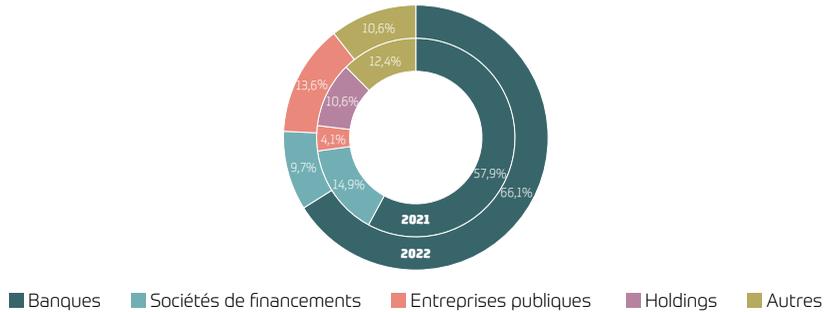


Sources : Maroclear et Calculs AMMC

S'agissant de la ventilation des émissions de dette privée en 2022, les TCN restent le principal véhicule de placement sur le marché, en dépit de la baisse de son poids, avec une part qui passe de 71,7% des montants émis en 2021 à 67,3% en 2022. Dans le détail, les segments de TCN affichent des évolutions différentes, avec une part des bons de sociétés de financement qui s'établit en baisse passant ainsi de 14,6% en 2021 à 8% en 2022. Dans le sens inverse, le poids des billets de trésorerie ressort en hausse pour s'établir à 6,3% en 2022 contre 4% un an auparavant. Les certificats de dépôts qui représentent plus de la moitié des émissions des TCN voient leur part stagner à près de 53%. Concernant le compartiment obligataire, sa part s'est inscrite en augmentation pour s'établir à 32,7% en 2022 alors qu'elle représentait 28,3% en 2021.

Par catégories d'entreprises, l'essentiel des levées sur le marché reste dominé par le secteur financier (banques et sociétés de financements). En volume, les banques sont les plus actives sur le marché avec des montants émis qui ressortent à 42 milliards de dirhams en 2022, soit une part de 66,1% contre 57,9% en 2021. Pour leur part, les sociétés de financement ont réalisé un volume d'émission de l'ordre de 6,1 milliards de dirhams, soit 9,7% du volume global d'émission, contre 14,9% en 2021.

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



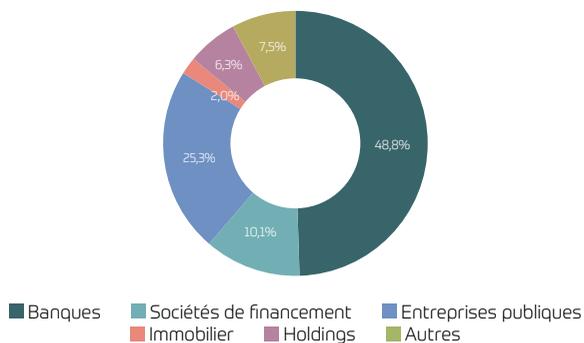
Sources : Maroclear et Calculs AMMC

Les entreprises publiques, qui visent principalement à financer d'importants projets d'infrastructures très capitalistiques, arrivent en deuxième position avec un volume d'émission de 8,7 milliards de dirhams, soit une part de 13,6%. Enfin, il convient de préciser que les entreprises non financières privées ont émis un montant de 6,7 milliards de dirhams en 2022, soit une part de près de 10%.

### L'encours de la dette privée s'inscrit en légère progression à 248,4 milliards de dirhams, dans le sillage de la hausse des émissions.

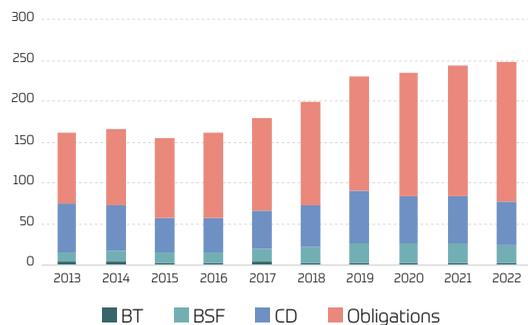
L'encours global de la dette privée a progressé de 1,8%, passant de 244,2 milliards de dirhams à la fin de l'année 2021 à 248,4 milliards de dirhams à la fin de l'année 2022. Cette évolution provient en grande partie de la hausse de 11 milliards de dirhams enregistrée au niveau de l'encours des obligations qui a atteint 170,8 milliards de dirhams à fin 2022. L'encours des billets de trésorerie a également progressé en passant d'un milliard de dirhams à 1,8 milliard de dirhams. A l'inverse, les segments des certificats de dépôts et des bons de sociétés de financement affichent en 2022 des encours en baisses respectives de 4 et 3 milliards de dirhams pour ressortir à 53 et 22,8 milliards de dirhams.

### Ventilation de l'encours par secteur



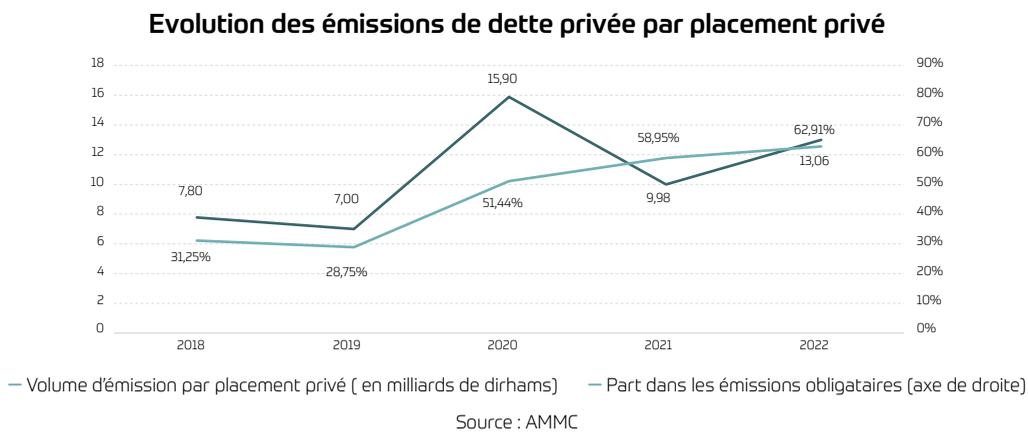
Sources : Maroclear et Calculs AMMC

### Evolution de l'encours de la dette privée (en milliards de dirhams)



## Hausse des émissions obligataires par voie de placement privé

Après une année 2021 qui a connu un recul des émissions obligataires par voie de placement privé (PP) tant en termes de nombre d'opérations qu'en terme de volume, l'année 2022 a connu une hausse de ce type d'émissions. En effet, le nombre d'opérations enregistrées est passé de 13 en 2021 à 18 en 2022. Le volume d'émission suit la même tendance avec des montants émis qui se sont établis à 13,1 milliards de dirhams en 2022 contre 9,9 milliards de dirhams en 2021, soit une augmentation de 30,9%.



La part de ces opérations dans le volume d'émission globale d'obligations privées ressort à 62,9% en 2022 contre 58,9% en 2021 et 51,4% en 2020. La part des placements privés dans l'encours global des titres de dette privée s'inscrit également en hausse en passant de 17,2% en 2021 à 20% en 2022.

Pour rappel, ce type d'émission ne bénéficie pas de la protection du régime de l'appel public à l'épargne (APE). Toutefois, il est réservé aux investisseurs qualifiés. L'encours de dette privée émise par voie de placements privés est porté principalement par des catégories d'émetteurs ayant un profil de risque modéré voire faible, notamment des établissements publics et des conglomérats financiers, et par des sociétés faisant appel public à l'épargne par ailleurs.

### Encadré N° 12 : Les émissions obligataires perpétuelles

Depuis quelques années, un type particulier d'obligations a commencé à se développer 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 10<sup>ème</sup> 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.
- 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).

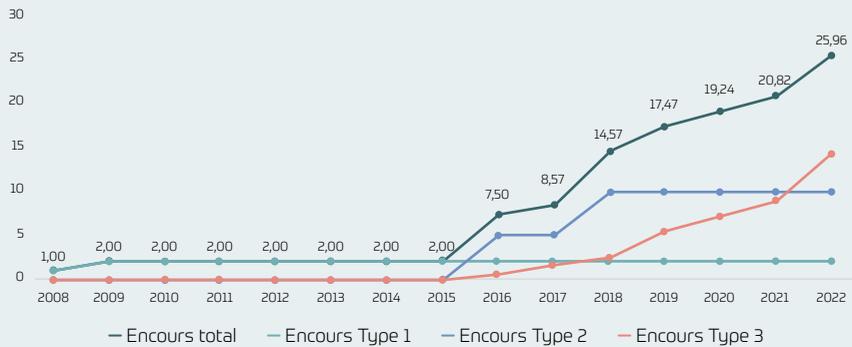
Ces instruments précités comportent ainsi un profil de risque particulier composé des risques suivants :

- Risque de dépréciation de la valeur nominale des titres ;
- Risque d'annulation ou de différé du coupon ;
- Risque lié à la valorisation des titres ;
- Risque lié au remboursement en cas de défaut.

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.

Au terme de l'année 2022, l'encours des obligations subordonnées perpétuelles s'élève à 25,96 milliards de dirhams contre 20,82 milliards de dirhams un an auparavant. Cette augmentation intervient suite à la réalisation de dix opérations d'un montant total de 5,14 milliards de dirhams, contre seulement 3 opérations en 2021 pour un volume d'émissions de 1,58 milliard de dirhams. Il convient de préciser que toutes les émissions enregistrées en 2022 ont porté sur des instruments de type 3.

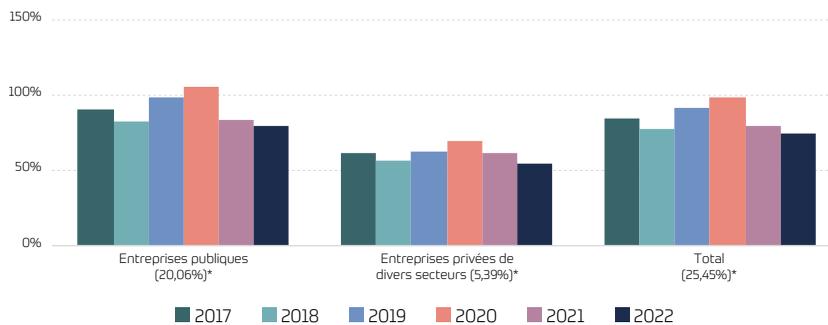
### Evolution de l'encours des obligations subordonnées perpétuelles en milliards de dirhams



### L'endettement des émetteurs non-financiers de dette privée par appel public à l'épargne reste maîtrisé et en baisse.

A l'instar des années précédentes, le risque de crédit relatif à la dette privée ressort maîtrisé en 2022, dans la mesure où aucun évènement de défaut de paiement n'a été enregistré. Concernant l'endettement net global des sociétés non-financières émettrices de dette privée ayant fait appel public à l'épargne, il s'élève à 174,2 milliards de dirhams au terme de l'année 2022, en hausse de 4,03% comparativement à l'exercice précédent. Cependant, grâce à l'amélioration des fonds propres qui ressortent en hausse de 10,9% à 232 milliards de dirhams, le gearing global desdits émetteurs s'est établi en baisse de 5 points passant de 80% en 2021 à 75% en 2022.

### Evolution du gearing<sup>38</sup> des émetteurs non-financiers de dette privée<sup>39</sup>



Source : Publications financières des émetteurs

(\* ) Poids dans l'encours global de la dette privée

La tendance baissière de l'endettement concerne tant les entreprises publiques que privées. Concernant la catégorie des entreprises publiques, qui compte six émetteurs et pèse près de 20% dans l'encours de la dette privée, le gearing global s'élève à 80% des fonds propres en 2022 contre 84% en 2021. S'agissant de la catégorie des entreprises privées, qui est composée de douze émetteurs appartenant à 9 secteurs d'activité et pèse seulement 5,39% de l'encours de la dette privée, le gearing global reste limité à 54% des fonds propres en 2022 contre 61% en 2021.

<sup>38</sup> Le gearing, ou ratio d'endettement net est le rapport entre l'endettement net et les capitaux propres de l'entreprise.

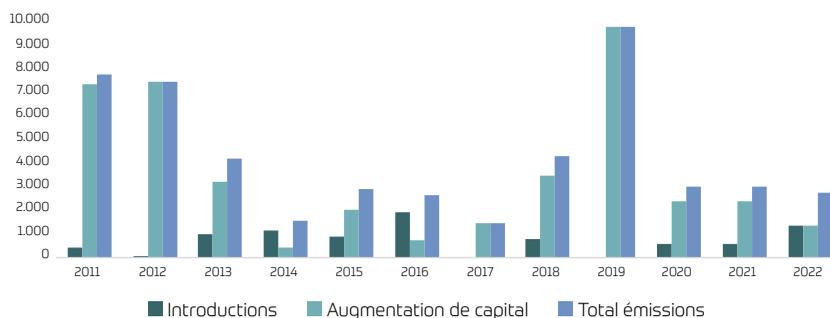
<sup>39</sup> Par appel public à l'épargne (hors placement privé).

## B. Marchés actions

### Légère baisse du volume des émissions en titres de capital sur le marché boursier.

Les levées de capitaux en actions sur le marché boursier en 2022 ont atteint un volume de 2,75 milliards de dirhams, en baisse de 8% par rapport à l'année 2021.

#### Evolution des émissions d'actions sur le marché boursier (en millions de dirhams)



Source : Calculs AMMC

Deux opérations d'introductions en bourse d'un montant total de 1,37 milliard de dirhams ont été réalisées en 2022, soit, soit une augmentation de 128% par rapport à 2021 qui n'avait connu qu'une seule opération d'un volume de 600 millions de dirhams.

#### Tableau récapitulatif des principales introductions en Bourse en 2022

Société	Date de l'introduction	Cours (MAD)	Nombre de souscripteurs	Actions demandées	Actions offertes	Taille de l'opération (MAD)
DISTY TECHNOLOGIES	20/07/2022	284	1.364	809.905	604.501	171.678.284
AKDITAL	14/12/2022	300	8.225	15.076.359	4.000.060	1.200.018.000

Source : Bourse de Casablanca

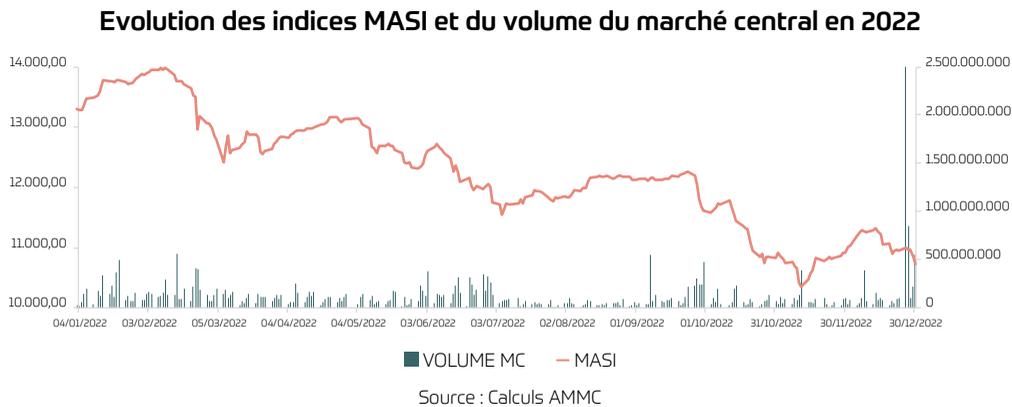
Le volume des opérations d'augmentation de capital en numéraire a atteint pour sa part 1,38 milliard de dirhams.

### Baisse de la performance et de la volumétrie en lien avec la conjoncture défavorable qui a caractérisé l'année 2022.

Après avoir enregistré une performance annuelle de 18,35% en 2021, année de relance économique, atteignant une valeur de 13 358,32 points, le MASI a maintenu une trajectoire haussière au début de l'année 2022 atteignant une valeur maximale de 13 991,47 points au 10 février. Néanmoins, suite au déclenchement de la crise russo-ukrainienne en février 2022, le MASI a connu une baisse importante avec une valeur de 11 546,31 points enregistrée le 5 juillet 2022, soit un repli de 13,56% par rapport à fin décembre 2021.

Le troisième trimestre a connu une légère reprise du MASI à 12 259,05 points vers le 23 septembre 2022, avant de subir les effets de la détérioration de la conjoncture économique au cours du dernier trimestre de l'année caractérisée notamment par la hausse de l'inflation et des taux obligataires. En effet, le MASI a chuté à 10 355,27 points le 11 novembre 2022 avant de clôturer l'année sur une contreperformance annuelle de -19,75%.

En termes de volumétrie, la Bourse de Casablanca a enregistré en 2022 un volume transactionnel avoisinant 53,4 milliards de dirhams, en baisse de 17,1% par rapport à 2021, où le volume avait atteint 64,4 milliards de dirhams. D'une part, cette baisse est due au recul de près de 21% du volume au niveau du marché central, qui est passé de 40,8 milliards de dirhams en 2021 à 32,3 milliards de dirhams en 2022. D'autre part, le volume sur le marché des blocs a atteint 21 milliards de dirhams, en baisse de 11% par rapport à l'année 2021 où le volume s'élevait à 23,5 milliards de dirhams.



**Quoiqu'en sensible baisse, la valorisation globale du marché en 2022 reste relativement élevée.**

Le PER global de la Bourse de Casablanca<sup>40</sup>, indicateur de valorisation du marché, enregistre une baisse en 2022 en passant de 23,7x en fin 2021 à 19,3x en fin 2022. Cette baisse est due principalement au recul de près de 19% de la capitalisation boursière globale en 2022 et à une quasi-stagnation de la masse bénéficiaire des entreprises cotées.

<sup>40</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.

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



Source : Données émetteurs et bourse de Casablanca - Calculs AMMC

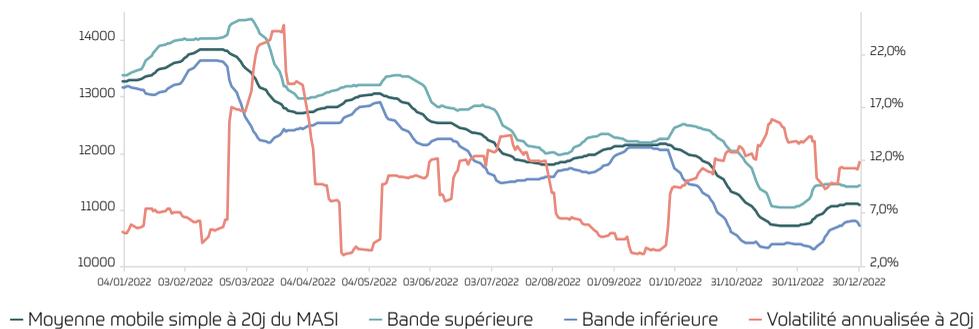
Cette baisse fait passer le PER global de la Bourse de Casablanca en dessous de sa moyenne des cinq dernières années<sup>41</sup> soit 21,2x, mais celui-ci reste à un niveau relativement élevé, notamment dans un contexte marqué par une conjoncture toujours difficile.

### Le marché boursier a été globalement plus volatil en 2022, avec un pic important lors du déclenchement de la guerre en Ukraine.

Au cours du premier semestre 2022, et suite au déclenchement de la crise russo-ukrainienne, la volatilité du marché boursier a connu de fortes variations après les niveaux modérés enregistrés en 2021. En effet, la volatilité du MASI est passée de 5,3% au début d'année à un pic de 24,77% atteint le 23 mars 2022, avant de finir le premier semestre à un niveau de 11,47%. Ce pic est le troisième plus important sur les dix dernières années après celui atteint en janvier 2017 à 25,8% et celui enregistré en mars 2020 lors de la crise Covid à 57,31%.

Au troisième trimestre de l'année 2022, la volatilité a graduellement baissé jusqu'à atteindre 3,23% le 14 septembre 2022. Elle a, par la suite, rebondi au quatrième trimestre en enregistrant 15,86% au cours du mois de novembre. En moyenne, la volatilité au deuxième semestre 2022 a baissé à 9,94% contre 10,79% au premier semestre 2022.

### Moyenne mobile et volatilité du MASI en 2022



Source : Calculs AMMC<sup>42</sup>

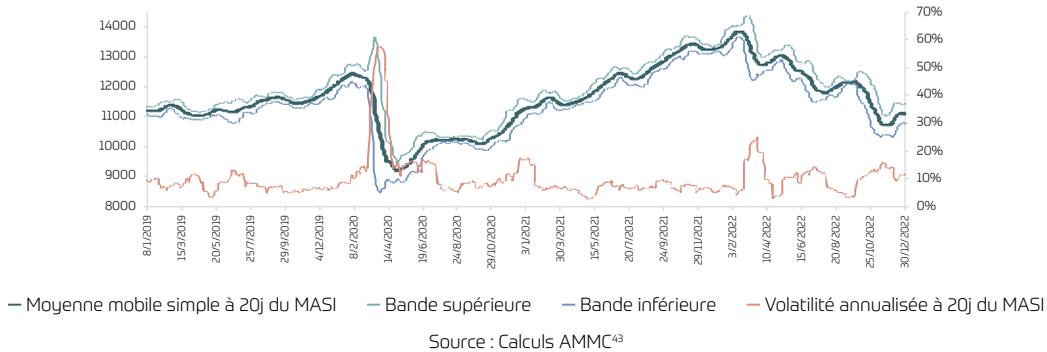
<sup>41</sup> Période 2017-2022, hors 2020 jugée année exceptionnelle, caractérisée par la crise sanitaire liée au covid-19.

<sup>42</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

Comparée à l'année précédente, la volatilité du MASI ressort en hausse avec une valeur moyenne de 10,36% contre 7,10% en 2021.

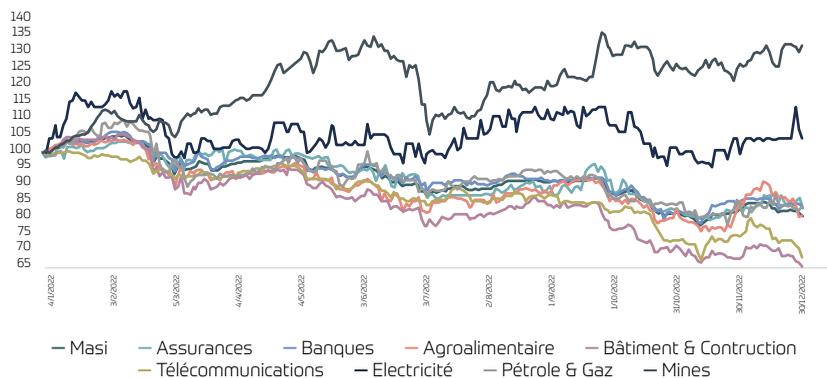
### Moyenne mobile et volatilité du MASI entre 2019 et 2022



**Une baisse quasi généralisée de l'ensemble des indices sectoriels accompagnée d'une hausse de la volatilité en particulier pour les secteurs de l'Electricité, Pétrole & gaz et Agro-alimentaire.**

En 2022, la plupart des huit principaux secteurs en termes de capitalisation dans le marché boursier ont subi des baisses importantes, en ligne avec celle du MASI. En effet, les principaux secteurs ont connu des baisses, accentuées au deuxième semestre de l'année, à l'exception du secteur des Mines et celui de l'Electricité qui s'inscrivent en hausse, respectivement de 32,37% et 4,27% en fin d'année.

### Evolution sectorielle des principaux secteurs en 2022 sur une base de 100

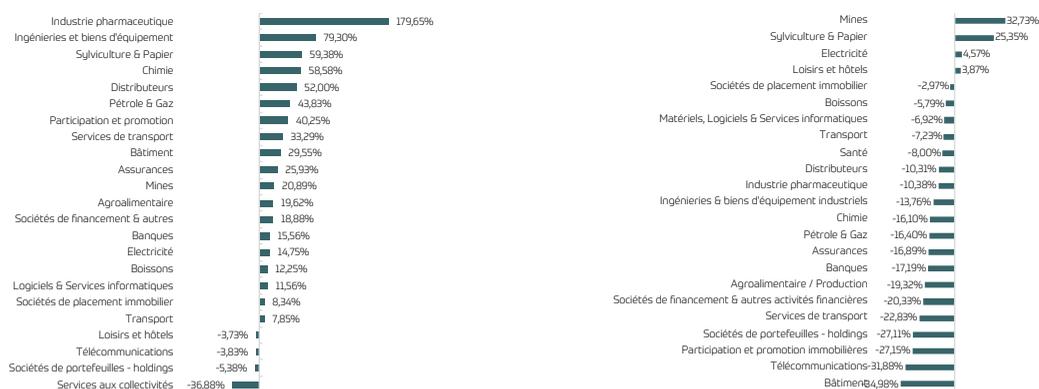


Sur les vingt-trois secteurs représentés à la Bourse de Casablanca, seulement quatre secteurs d'activité ont enregistré une performance positive en 2022, contre dix-neuf en 2021.

Les indices de dix-sept autres secteurs se sont inscrits en forte baisse en 2022 après avoir progressé en 2021, notamment le secteur Bâtiment & matériaux de construction qui passe de 29,55% en 2021 à -34,98% en 2022, le secteur Participation et promotion immobilières qui affiche -27,15% en 2022 contre 40,25% en 2021 et le secteur Services de transport qui affiche -22,83% en 2022 contre 33,29% un an auparavant.

Pour les deux secteurs restants, la baisse s'est accentuée. Le secteur des Télécommunications a reculé de 31,88% en 2022 après une baisse de 3,83% en 2021 et celui des Sociétés de portefeuilles-holdings a enregistré une baisse de 27,11% en 2022 contre une baisse de 5,38% en 2021.

### Palmarès des performances sectorielles en 2021 Palmarès des performances sectorielles en 2022

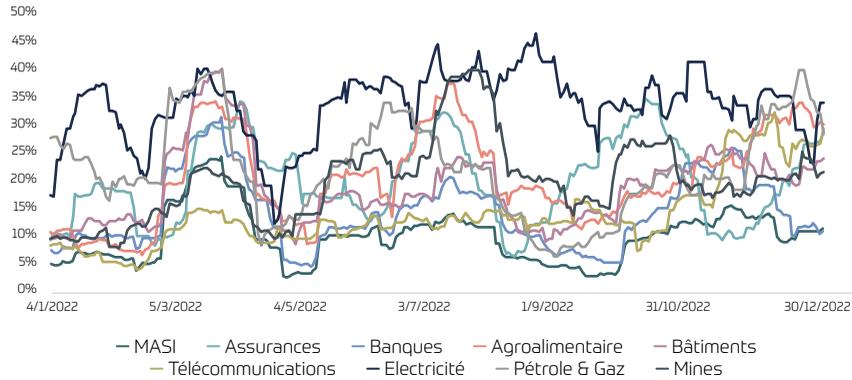


Source : Bourse de Casablanca

Cette baisse de la plupart des indices sectoriels en 2022 a été accompagnée d'une tendance haussière de la volatilité, après les niveaux modérés atteints en 2021. En effet, la volatilité moyenne des principaux indices sectoriels en 2022 varie dans une fourchette comprise entre un minimum de 14,08% pour le secteur des Télécommunications et un maximum de 34,09% pour le secteur de l'Electricité, contre une fourchette en 2021 comprise entre un minimum de 8,59% pour le secteur des Télécommunications et un maximum de 17,75% pour le secteur de l'Electricité.

Les autres secteurs les plus volatiles en 2022 sont les secteurs « Pétrole & Gaz » et « Agroalimentaire » avec respectivement une volatilité moyenne de 22,59% et 20,88%.

### Volatilité du MASI et des principaux secteurs en 2022

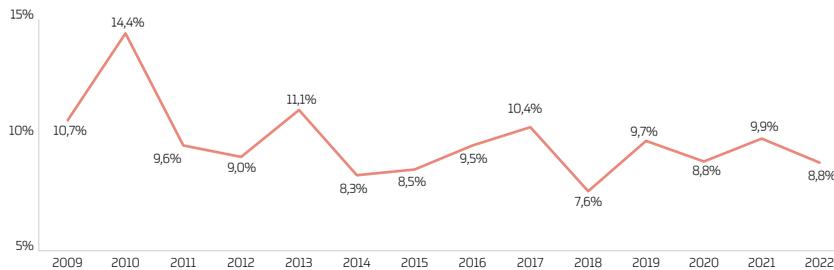


Source : Calculs AMMC

### Evolution en dents de scie de la liquidité, qui s'inscrit en léger recul en 2022.

Depuis l'année 2011, la liquidité<sup>44</sup> du marché boursier évolue en dents de scie dans une fourchette basse entre 7% et 11% avec une tendance globalement baissière. Elle ressort en légère baisse en 2022 à 8,8% contre 9,9% en 2021 et 8,8% en 2020. La faiblesse structurelle de la liquidité du marché boursier reste une problématique complexe qui dépend de plusieurs facteurs tels que le manque de papier, le niveau de valorisation élevé, la prépondérance des investisseurs institutionnels dont l'horizon d'investissement est globalement à moyen et long termes et la faible part du flottant.

### Evolution de la liquidité du marché boursier



Source: Bourse de Casablanca

### Encadré N° 13 : Evolution du secteur de l'intermédiation boursière

Les revenus des sociétés de bourse ont diminué en 2022 après une nette amélioration enregistrée en 2021. En effet, le chiffre d'affaires consolidé des intermédiaires boursiers s'est établi à 249 millions de dirhams en 2022 contre 262,6 millions de dirhams en 2021. Ce recul de près de 5,2% s'explique par :

<sup>44</sup> 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.

- La réduction de 21% du volume transactionnel sur le marché central ;
- La baisse de 11% des transactions sur le marché de blocs ;
- La baisse de près de 99% du volume des opérations d'apports de titres.

Cette situation a impacté négativement les réalisations des sociétés de bourse. En effet, le résultat net consolidé s'est inscrit à la baisse en enregistrant 35,3 millions de dirhams en 2022 contre 64,2 millions de dirhams en 2021, soit une baisse de 45,1%.

### Evolution des indicateurs financiers des sociétés de bourse entre 2011 et 2021 (en millions de dirhams)



Source : Sociétés de bourses

Onze sociétés de bourse sur quinze ont enregistré des résultats nets positifs en 2022. Les sociétés de bourse disposent dans l'ensemble d'une bonne assise financière avec des fonds propres consolidés de 505,4 millions de dirhams en 2022, en légère amélioration par rapport à 2021 où les fonds propres s'élevaient à 501,3 millions de dirhams.

Le secteur de l'intermédiation boursière reste relativement concentré avec 3 sociétés sur 15<sup>45</sup> réalisant 50% du chiffre d'affaires global du secteur. Les 8 sociétés de bourses filiales d'établissements bancaires réalisent 75% du chiffre d'affaires sectoriel, contre seulement 25% de parts de marché réalisées par les 7 sociétés indépendantes.

Il est à rappeler que les sociétés de bourses sont régies à la fois par un dispositif prudentiel permettant d'atténuer les risques et par un dispositif de garantie sécurisant le fonctionnement du marché. Le montant de ce fonds de garantie a atteint 56,9 millions de dirhams à fin décembre 2022 contre 54,6 millions de dirhams à fin décembre 2021.

<sup>45</sup> Les SDB considérées sont au nombre de 15, du fait du retrait d'agrément pour Crédit du Maroc Capital et du transfert d'activité pour Wafa Bourse.

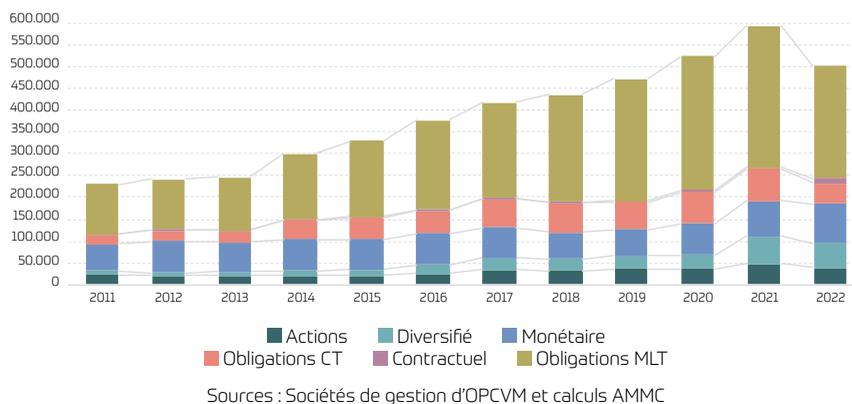
## C. Activité de la gestion d'actifs

### Baisse de l'actif net global des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), qui vient interrompre une longue période de progression constante.

Confrontée à un contexte économique défavorable, marqué par les tensions inflationnistes et un resserrement de la politique monétaire, l'industrie de la gestion d'OPCVM a connu en 2022 sa première baisse depuis l'année 2003, marquant ainsi une rupture par rapport à une évolution positive des actifs sous gestion qui a duré près de 20 ans. En effet, l'actif net géré par les OPCVM ressort à 500,9 milliards de dirhams à fin 2022 contre 592,9 milliards de dirhams à fin 2021, soit une baisse de 15,5%. Ce recul est lié en grande partie à celui des OPCVM obligataires à court termes (OCT) et à moyen et long termes (OMLT), qui affichent respectivement des baisses de 37,8% et 20,8%.

Les seules hausses ont concerné la catégorie « Monétaires » dont l'actif net a augmenté de 10% et la catégorie « Contractuels » dont l'actif net est passé de 1,6 milliard de dirhams en 2021 à 11,8 milliards de dirhams en 2022.

Evolution de l'actif net des OPCVM (en millions de dirhams)



En dépit de la baisse de l'actif net des OPCVM, le nombre de fonds a continué à croître avec la création de 23 OPCVM en 2022 contre 35 en 2021 et 28 en 2020. Ces créations, se sont orientées principalement vers les OPCVM obligataires. En effet, sur les 23 fonds créés en 2022, 12 appartiennent à la catégorie « OMLT » et 3 à la catégorie « OCT », soit près des deux tiers des créations. Ces catégories de fonds restent les plus prisées, en particulier la catégorie OMLT, qui permet d'optimiser le couple rendement-risque. Le reste des OPCVM créés en 2022 est ventilé entre six dans la catégorie « Diversifiés », un dans la catégorie « Actions » et un dernier dans la catégorie « Contractuels ».

Au 31 décembre 2022, 36% des OPCVM, soit 200 fonds, appartiennent à la catégorie OMLT. En effet, ces fonds, de par leur niveau de risque moindre que celui de la classe actions, et leur horizon d'investissement long, correspondent au profil de risque des institutionnels, qui sont les principaux investisseurs dans les OPCVM.

## Répartition par catégorie d'OPCVM (2022)



Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

Cette prédominance est reflétée également au niveau des actifs sous gestion. En effet, la catégorie « OMLT » affiche à fin 2022, un actif net de 257,2 milliards de dirhams, soit 51,34% de l'actif net total.

### Des mouvements de rachats importants en 2022 au niveau des fonds obligataires dans un contexte de hausse des taux.

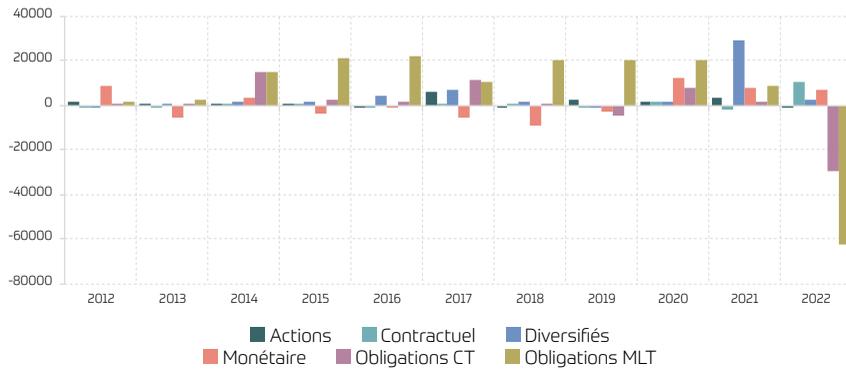
Les actifs nets sous gestion se sont établis en baisse de 92 milliards de dirhams par rapport à fin 2021, soit -15.5%. Cette évolution est due essentiellement à un mouvement de rachat net de près 73,8 milliards de dirhams. Cette situation traduit la crainte des investisseurs dans un contexte économique défavorable caractérisé par une forte inflation, un resserrement de la politique monétaire et la hausse des taux obligataires.

La baisse est due également à l'effet de valorisation des actifs à hauteur de 18,2 milliards de dirhams, en raison de l'évolution négative du marché boursier ainsi que de la hausse des taux d'intérêts sur le marché obligataire.

Les fonds obligataires, plus sensibles à la hausse des taux, ont été les plus impactés avec des volumes de rachat net de 62,5 milliards de dirhams pour la classe « OMLT » et de 29,4 milliards de dirhams pour la classe « OCT ». Dans une moindre mesure, les fonds « Actions » ont subi un mouvement de rachat net de 1,2 milliard de dirhams en 2022 contre une collecte nette de 3 milliards de dirhams en 2021.

Pour les autres catégories en revanche, la classe « contractuels » a connu un regain d'intérêt auprès des investisseurs avec un volume de souscription nette de 10 milliards de dirhams en 2022 contre un volume de rachat net de 2 milliards de dirhams en 2021 ; les OPCVM Monétaires, moins sensibles à la hausse des taux, affichent une collecte nette de 7,1 milliards de dirhams contre 7,6 milliards de dirhams en 2021 ; les fonds diversifiés ont enregistré un volume de souscription nette de 2,2 milliards de dirhams contre 29,2 milliards de dirhams en 2021.

### Evolution des souscriptions nettes aux OPCVM (en millions de dirhams)



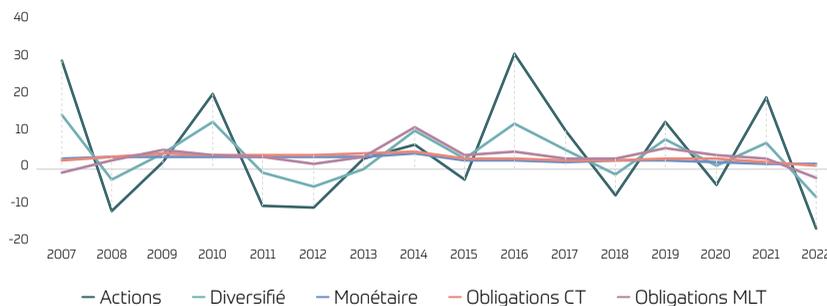
Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

**En 2022, les performances des OPCVM ont été globalement impactées par le repli du marché boursier ainsi que par les tensions haussières sur le marché des taux obligataires.**

L'analyse des indices de performances réalisées par les différentes catégories d'OPCVM en 2022, permet de faire ressortir les éléments suivants :

- Les fonds « Actions » et « Diversifiés » affichent des performances en nette dégradation par rapport à l'année précédente. En effet, la catégorie « Actions » passe d'une performance de +19,46% en 2021 à une contreperformance de -16,23% en 2022. Dans le même sillage, les fonds « Diversifiés » ont vu leur indice de performance baisser de -7,74% en 2022 après une performance positive de 6,99% en 2021. Cette évolution s'explique par l'impact de la dépréciation du marché boursier.
- Les fonds « OMLT », plus sensibles aux variations des taux d'intérêts, ont vu leur valorisation chuter de 2,27% en 2022 contre une hausse de 3,04% en 2021 et ce, dans le sillage du durcissement de la politique monétaire et de la hausse des taux d'intérêts sur le marché obligataire.
- Les OPCVM Monétaires et OCT, moins sensibles aux variations des taux ont enregistré des performances positives, soit respectivement +1,31% et +1,11%.

### Evolution des performances par catégorie d'OPCVM



Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

## Evolution en dents de scie de la volatilité de l'actif net en 2022 avec une tendance à la hausse, en particulier pour les OPCVM « OCT » et « Monétaires ».

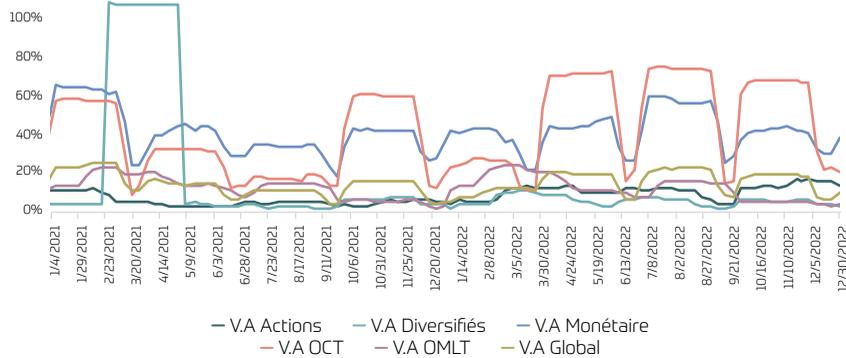
Après une année 2021 marquée par une tendance globalement baissière, la volatilité à 10 semaines annualisée a connu en 2022 une recrudescence du niveau de volatilité alimentée par des mouvements de rachats assez importants dans un contexte de hausse des taux.

L'augmentation de la volatilité a été amorcée dès le début de l'année, touchant de manière assez forte certaines classes d'OPCVM, notamment les catégories « OCT » et « Monétaires » qui ont été les plus volatiles. En effet, la volatilité de ces classes ressort particulièrement élevée en 2022 pour atteindre des plus hauts historiques. Ainsi, la classe monétaire a atteint un niveau de volatilité de 60,47% durant le 3<sup>ème</sup> trimestre 2022, se rapprochant des niveaux atteints lors des épisodes passés de forte volatilité, en l'occurrence un pic de volatilité de 66,51% atteint le 8 janvier 2021. Pour la classe OCT, la volatilité a connu un véritable rebond à 76,04% atteint le 22 juillet 2022, soit un pic historique sur les 4 dernières années. En fin d'année, une certaine accalmie a été observée sur le marché, dans le sillage des interventions de la banque centrale, avec une volatilité de 21,65% et 39,22% respectivement pour les catégories « OCT » et « Monétaires ». En moyenne annuelle, les deux catégories précitées ont enregistré des variations contrastées. La volatilité moyenne annuelle de la catégorie « Monétaire » est restée plutôt stable avec 42,79% en 2022 contre 41,65% en 2021. Celle de la catégorie « OCT » a enregistré une hausse pour s'établir à 51,02% en 2022 contre 35,89% en 2021.

Concernant les catégories « Actions » et « Diversifiés », l'augmentation de la volatilité a été moins marquée. Ainsi, la catégorie « Actions » a débuté l'année avec une volatilité de 6,63% avant d'entamer un trend haussier pour atteindre un pic de 18,23% le 2 décembre 2022 et terminer l'année avec une volatilité de 14,33%. Dans le même sillage, la catégorie « Diversifiés » a emprunté une dynamique identique à celle de la classe « Actions » mais dans une moindre mesure du fait de la diversification des portefeuilles qui réduit le risque global. Ainsi, cette catégorie commence l'année avec une volatilité de 4,63% avant d'atteindre un pic de 11,71% le 18 mars 2022 puis terminer l'année à 3,76%. En moyennes annuelles, la volatilité de la catégorie « Actions » est passée de 6,17% en 2021 à 11,55% en 2022 tandis que celle de la catégorie « Diversifiés » a baissé à 6,52% en 2022 contre 24,34% en 2021.

La catégorie « OMLT », généralement moins volatile a été impactée par des rachats importants ainsi que par la hausse des taux d'intérêts. Ainsi, une augmentation de volatilité a été observée dès le début de l'année passant d'un niveau de 3,82% à fin décembre 2021 à 11,63% le 7 janvier 2022, reflétant de ce fait l'anticipation des investisseurs des différents risques liés à cette catégorie. Ensuite, sous l'effet de l'accroissement de l'incertitude ainsi que du resserrement des conditions monétaires, la volatilité a poursuivi sa hausse pour venir atteindre un pic historique sur les 4 dernières années de 25,39% le 4 mars 2022, avant d'emprunter une tendance baissière en fin d'année pour atteindre 4,9% le 30 décembre 2022. Il convient de préciser, par ailleurs, que la moyenne annuelle a stagné avec 13,19% en 2022 et 13,18% en 2021.

### Volatilité annualisée à 10 semaines de l'AN des OPCVM

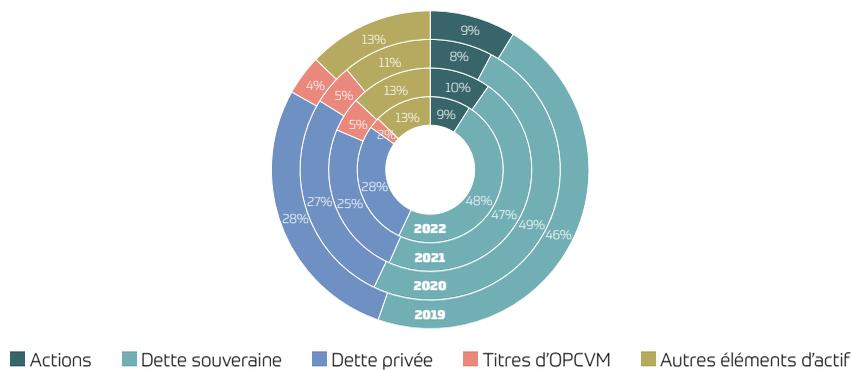


Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

### La hausse des taux d'intérêts conjuguée à la baisse du marché boursier a rendu les titres de dette plus attractifs pour les OPCVM.

Les allocations d'actifs dans les portefeuilles des OPCVM ont connu des variations contrastées en 2022 concernant les actions et produits de taux. En effet, après une année 2021 caractérisée par une orientation des investisseurs vers les actions au détriment des produits de taux, les investisseurs se sont tournés en 2022 vers les produits de taux, compte tenu des contre-performances du marché boursier qui ressort en baisse de 19,75%. Dans le détail, les obligations émises ou garanties par l'Etat et la dette privée ont vu leur position (comme premier choix d'investissement des OPCVM) progresser avec des parts qui passent respectivement de 46,92% et 24,79% en 2021 à 48,09% et 27,78%. Ces hausses surviennent au détriment des actions dont la part s'est établie à 8,99% en 2022 contre 9,71% en 2021.

### Répartition de l'actif total des OPCVM par catégories de titres



Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

Les titres d'OPCVM détenus par les OPCVM enregistrent un net recul avec une part de 2,43% en 2022 contre 5,55% en 2021. Concernant, les autres éléments d'actifs, une légère baisse a été observée avec une part établie à 12,71% en 2022 contre 13,03% en 2021.

#### Encadré N° 14 : Interconnexions des institutions financières à travers les OPCVM

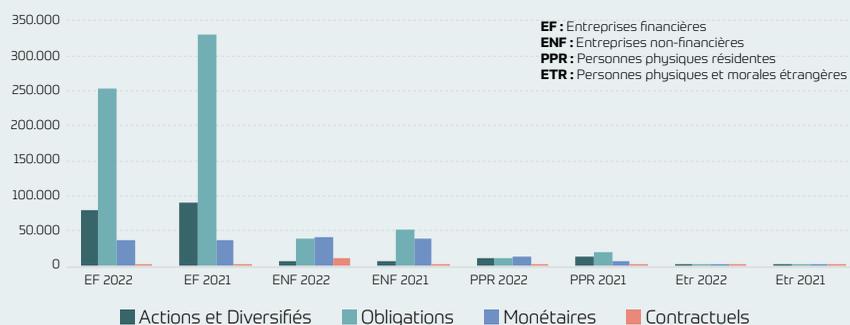
L'analyse des données reçues dans le cadre des reportings réglementaires, fait ressortir que les entreprises financières demeurent toujours les principaux investisseurs dans le secteur de la gestion collective d'OPCVM en dépit de la baisse de leur part dans l'actif net global qui ressort à 73,9% en 2022 contre 76,9% en 2021. Ladite baisse intervient dans le sillage d'un recul notable des avoirs détenus par cette catégorie qui passent de 456 milliards de dirhams en 2021 à 370 milliards de dirhams en 2022, soit -18,8%.

Dans le détail, les compagnies d'assurances et les caisses de retraite restent les principaux investisseurs en OPCVM avec un encours global de 235 milliards de dirhams, soit 46,9% de l'actif net global en 2022 contre une part de 44,1% en 2021. Cette catégorie d'investisseurs, ayant un horizon d'investissement à long terme, s'oriente plus vers les OPCVM « Obligataires » avec un encours de 156,9 milliards de dirhams, soit 66,8% des montants investis, et plus précisément la catégorie « OMLT » (64,9% des montants investis).

Les banques viennent en deuxième position avec un encours global de 81,5 milliards de dirhams en 2022, soit 16,3% de l'actif net global, contre un encours global de 112 milliards de dirhams en 2021 (18,9% de l'actif net global). Il convient de préciser par ailleurs que 69,2% de l'encours détenu est orienté principalement vers les OPCVM « OMLT ».

Les entreprises non-financières restent également des investisseurs importants avec 18,6% des encours gérés par les OPCVM. Il convient de préciser que les montants investis par cette catégorie se sont inscrits en baisse en passant de 96,4 milliards de dirhams en 2021 à 93,1 milliards de dirhams en 2022 et s'orientent quasi exclusivement vers les OPCVM « Monétaires » et « Obligataires ». Cette orientation pourrait s'expliquer par la nature même de ces investisseurs, plutôt averses au risque et qui utilisent généralement les OPCVM pour des investissements à court terme à des fins d'optimisation de trésorerie.

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



Sources : Banques dépositaires d'OPCVM et Calculs AMMC

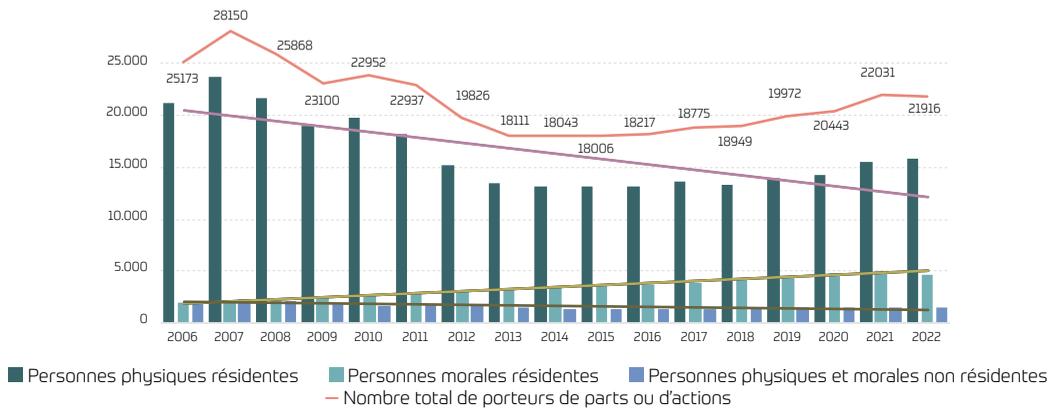
L'analyse détaillée des interconnexions des secteurs des banques et des assurances à celui de la gestion d'OPCVM met en évidence l'existence des liens importants entre les institutions financières. En effet, ces dernières détiennent 73,9% de l'actif global des OPCVM, lequel est investi à hauteur de 27,8% dans la dette privée. Or, la dette privée est elle-même émise par les institutions financières à hauteur de 75,8%. Ladite interconnexion est amplifiée également par les opérations réalisées sur les marchés des repos et des prêts de titres entre les OPCVM et les institutions financières. Cette interconnexion peut favoriser la propagation des risques en cas de crise financière.

**Baisse de 7,86% du nombre de personnes morales résidentes investissant dans les OPCVM contre une hausse de 1,9% du nombre de personnes physiques et ce, en lien avec le mouvement de rachat constaté sur les OPCVM obligataires.**

Impacté par les performances mitigées réalisées par les différentes classes d'OPCVM, le nombre des investisseurs en OPCVM s'est inscrit en légère baisse de 0,52% en 2022. En effet, le nombre de porteurs de parts d'OPCVM s'est établi à 21.916 en 2022 contre 22.031 en 2021. Ce recul s'explique essentiellement par la baisse qui a touché la catégorie des personnes morales résidentes dont le nombre ressort en baisse de 7,86%.

Par ailleurs, il convient de préciser que la baisse du nombre total des porteurs de parts a été atténuée grâce à l'augmentation de la catégorie des personnes physiques résidentes de + 1,90%.

**Structure des investisseurs en OPCVM**

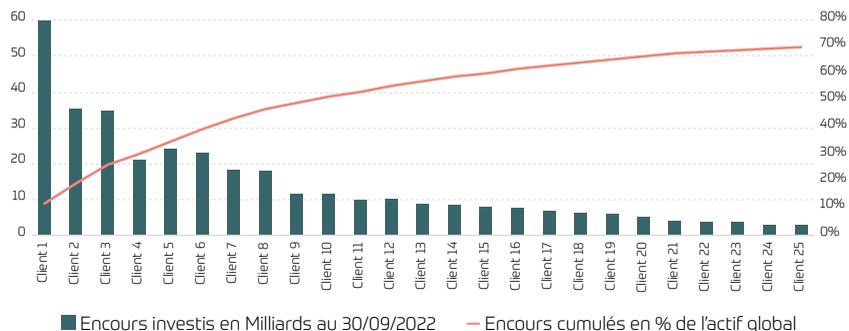


Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

**La concentration du passif des fonds et la faible liquidité des actifs constituent des points d'attention de l'industrie des OPCVM.**

Un niveau de concentration élevée est à relever au niveau du passif des OPCVM dans la mesure où les 10 premiers porteurs de parts détiennent plus de la moitié de l'actif sous gestion, soit 51%. Cette situation peut mettre les gestionnaires en difficulté pour satisfaire d'éventuelles demandes de rachats importantes émanant desdits porteurs de part et ce, dans la mesure où la liquidité des actifs reste globalement limitée, en particulier celle des titres de dette privée.

### Encours par principaux porteurs de parts au 30/12/2022



### Encadré N° 15 : Evolution du secteur de la gestion des OPCVM

En comparaison avec l'exercice précédent, le chiffre d'affaires global des sociétés de gestion d'OPCVM au titre de l'année 2022 s'est établi en baisse de 3,72% à 1 586,35 millions de dirhams. Cette baisse a impacté le résultat net global du secteur qui s'est élevé à 439,52 millions de dirhams contre 516,2 millions de dirhams en 2021, soit un recul de 14,86%. En termes de ratios financiers, la marge bénéficiaire est passée de 31,33% en 2021 à 27,71% en 2022 et la rentabilité financière est ressortie également en baisse avec un ROE établi à 54,38% en 2022 contre 59,01% en 2021.

Concernant la solvabilité globale des sociétés de gestion d'OPCVM, l'assise financière s'est améliorée grâce à un ratio de solvabilité qui passe de 52,73% en 2021 à 55,73% en 2022.

Sur un plan individuel, une seule société de gestion enregistre en 2022 un résultat d'exploitation ainsi qu'un résultat net négatifs.

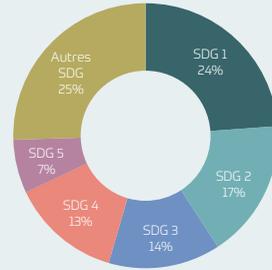
### Indicateurs financiers des sociétés de gestion d'OPCVM



Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

La concentration de la gestion des OPCVM reste relativement élevée avec une part de 75% de l'actif net global géré par les cinq premières sociétés de gestion sur les dix-neuf en activité soit 26,3%.

### Parts de marché des principales SDG AU 30/12/2022



Cependant, il convient de relever que 84,2% de l'actif net global est géré par des sociétés de gestion filiales d'institutions financières.

Catégorie de SDG	Nombre	Actif net au 31/12/2022	Part
SDG filiales de banques	7	329 667 865 449,27	65,82%
SDG filiale de la CDG	1	68 549 659 070,51	13,69%
SDG filiale de compagnie d'assurances	1	23 341 546 697,50	4,66%
SDG indépendantes	10	79 341 529 043,82	15,84%
<b>Total</b>	<b>19</b>	<b>500 900 600 261,10</b>	<b>100,0%</b>

### Hausse de 20,8% de l'encours des fonds de titrisation.

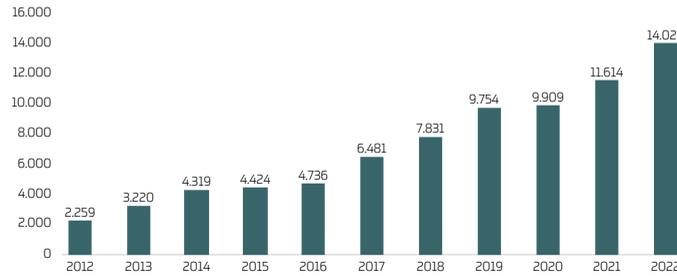
L'activité de titrisation évolue à un rythme modéré et en dents de scie avec un volume d'émission des FPCT qui ressort à 2 milliards de dirhams en 2022 contre 3,5 milliards de dirhams en 2021 et 888 millions de dirhams en 2020. Tels que détaillés ci-après, deux fonds ont été autorisés en 2022.

#### Liste des autorisations de FPCT en 2022

FPCT	Objet de l'opération de titrisation	SDG
<b>FT ENERGIA</b>	Titrisation de créances commerciales nées et futures	MAGHREB TITRISATION
<b>FT PRIMACRED</b>	Titrisation de crédits à la consommation	SOFAC STRUCTURED FINANCE

L'actif total titrisé des FPCT s'est élevé, quant à lui, à 14,03 milliards de dirhams en 2022 contre 11,61 milliards de dirhams en 2021, soit une hausse de 20,8%.

### Evolution du total actif (encours global titrisé) des FPCT (en millions de dirhams)



Source : Sociétés de gestion

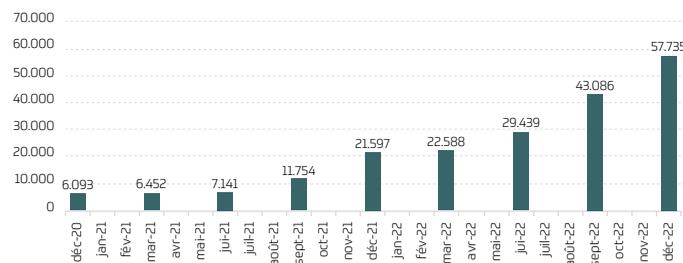
### L'activité des OPCI poursuit sa forte dynamique haussière

L'écosystème des Organismes de Placement Collectif Immobilier (OPCI) consolide son dynamisme, avec une très bonne performance en 2022. En effet, l'année écoulée a enregistré la création de 30 OPCI atteignant ainsi un nombre de 51 fonds agréés, dont 43 sont juridiquement constitués. Aussi, l'actif net des OPCI a atteint 57,7 milliards de dirhams à fin 2022 contre 21,6 milliards de dirhams à fin 2021, soit une hausse de 167,3%.

Sur ces 51 OPCI, 34 sont des Sociétés de Placement Immobilier à règles de fonctionnement allégées (SPI-RFA) réservées aux investisseurs qualifiés. Ces 34 SPI-RFA gèrent un encours de 52,3 milliards de dirhams en 2022, soit 90,5% de l'actif net total sous gestion.

La stratégie d'investissement des OPCI en activité cible différentes classes d'actifs avec une concentration des premiers investissements sur les bâtiments administratifs, les sièges d'institutions financières et les établissements d'enseignement.

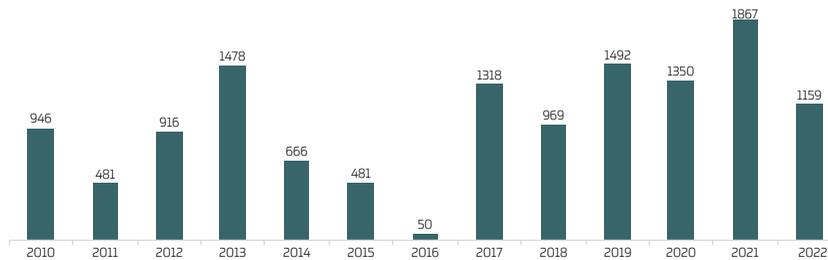
### Evolution de l'actif net des OPCI en millions de dirhams



### Recul du volume des levées de fonds de l'activité du capital investissement.

Le marché marocain du capital investissement (private equity), évolue toujours en dents de scie avec une baisse en 2022 au regard des levées réalisées et des montants investis.

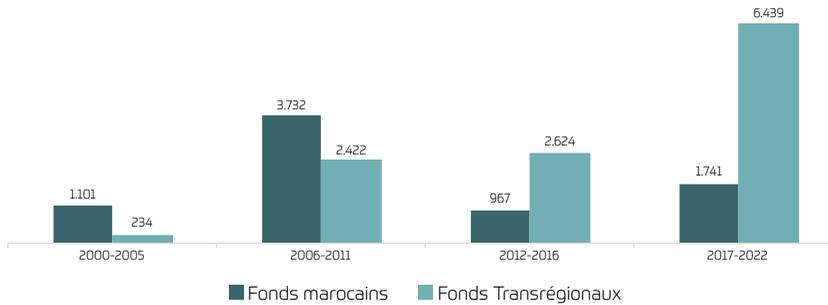
### Evolution des montants levés (en millions de dirhams)



Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

En effet, les montants levés par les investisseurs en capital sont ressortis en recul avec 1,2 milliard de dirhams en 2022 contre 1,9 milliard de dirhams en 2021 soit une baisse de 37,9%. Les levées de capitaux en 2022 ont été réalisés par six fonds d'investissement et destinés intégralement à l'investissement au Maroc.

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



Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

Le cumul des montants levés à fin 2022 s'élève à 24,8 milliards de dirhams, dont 5,5 milliards de dirhams destinés aux fonds d'infrastructures.

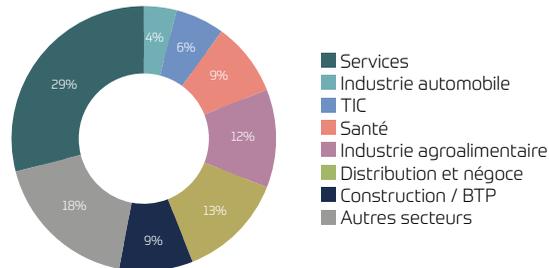
L'année 2022 a enregistré un nouveau fonds ayant opté pour la forme d'OPCC<sup>46</sup> pour atteindre un nombre total de onze fonds à fin 2022. Dans ce sillage, l'actif net total des OPCC s'est inscrit en hausse de 59,82%, passant de 1,4 milliard de dirhams en 2021 à 2,2 milliards de dirhams à fin 2022. 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, notamment en ce qui concerne l'affectation minimale de l'actif et les limites d'emprunt.

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, il convient de préciser que quasiment tous les secteurs économiques bénéficient du capital investissement. En revanche, quelques secteurs s'accaparent une part importante en termes d'investissement. Ainsi, l'année 2022 a été marquée par une orientation des investissements vers le secteur des services

<sup>46</sup> Organisme de placement commun en capital.

avec 29% des montants investis. Le secteur industriel vient en deuxième position avec 16% des entreprises investies. Le secteur des technologies reste faiblement investi avec une part de 6% des entreprises investies.

### Secteur d'activité des entreprises investies

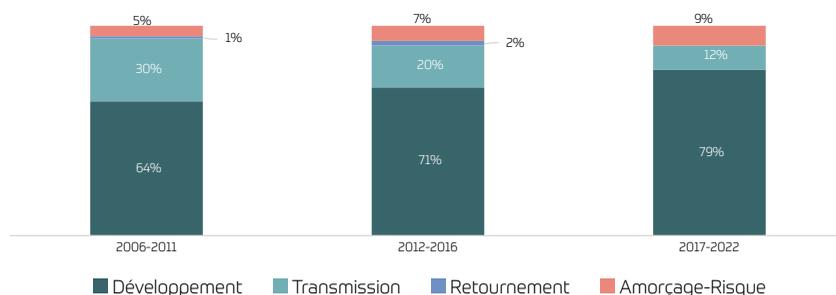


Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

En termes de stade de développement des entreprises cibles, les investisseurs en capital 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. Dans ce sillage, la part de marché du capital développement n'a cessé de croître, passant de 64% entre 2006-2011 à 71% entre 2012-2016 pour atteindre 79% entre 2017-2022. Cette hausse de la part des investissements en capital développement s'est faite au détriment du capital transmission, dont la part passe de 30% entre 2006-2011 à 20% entre 2012-2016 et 12% entre 2017-2022.

Par ailleurs, il convient de préciser que les montants investis en phase de démarrage (capital amorçage-risque) se sont inscrits en hausse avec une part de 9% entre 2017-2022 contre 5% entre 2006-2011.

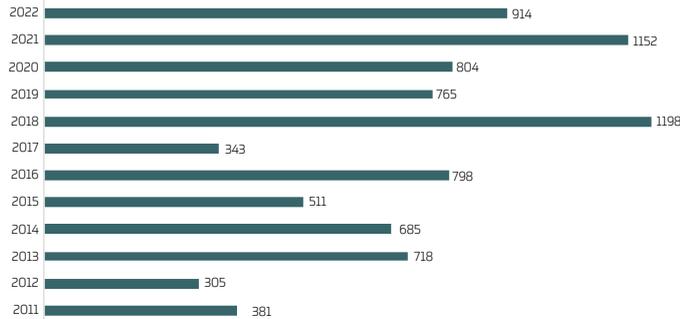
### Stade de développement des entreprises investies



Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

Suivant la même tendance des levés de fonds, les montants investis en 2022, se sont inscrits en baisse par rapport à l'année précédente. Ainsi, ils passent de 1,15 milliard de dirhams en 2021 à 914 millions de dirhams en 2022, soit un recul de 20,7%.

### Evolution des montants investis (en millions de dirhams)

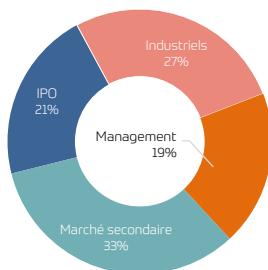


Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

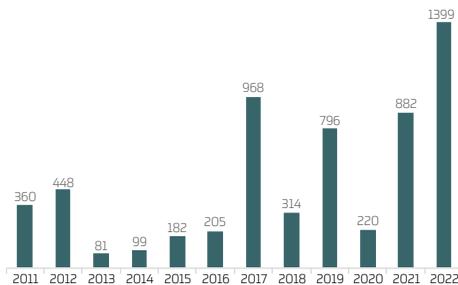
Côté désinvestissements, l'année 2022 enregistre une performance record avec un pic historique sur les 12 dernières années. En effet, 14 actes de désinvestissements ont été recensés en 2022, pour un montant global de 1,4 milliard de dirhams contre 4 actes pour un montant de 882 millions de dirhams en 2021. Les principales sorties ont été réalisées auprès du marché secondaire du capital investissement ainsi que des industriels avec des parts respectives de 33% et 27%. Les sorties sur le marché secondaire ne se font pas seulement auprès des fonds marocains mais aussi des fonds étrangers qui affichent un intérêt croissant pour l'investissement dans ce marché au Maroc.

De l'an 2000 à fin 2022, les fonds ont investi un cumul de 11,4 milliards de dirhams dont 1,4 milliard de dirhams de réinvestissements et ont réalisé plus de 150 actes de désinvestissements pour un montant global de 7,3 milliards de dirhams, soit un encours de 4,1 milliards de dirhams. Ce niveau d'encours ne revêt pas un caractère systémique.

### Modes de sortie en valeur



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



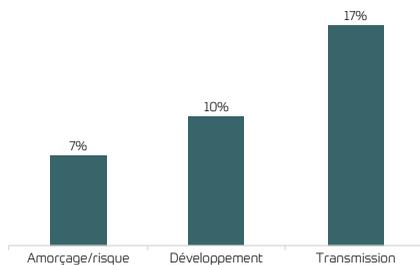
Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

Sur le plan de la rentabilité, le secteur du capital investissement affiche à fin 2022 un TRI brut moyen de 11% ainsi qu'un multiple global de 1,9 fois, pour une durée moyenne d'investissement de 6 années. Par stade, le TRI brut et le multiple s'établissent respectivement à 17% et 1,8 fois dans la transmission, 10% et 2,1 fois dans le développement et 7% et 1,4 fois dans l'amorçage/risque.

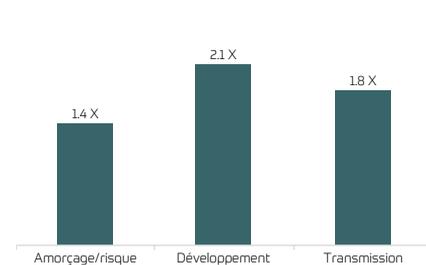
### TRI Brut et Multiple Global Période 2000-2022



### TRI par stade de développement



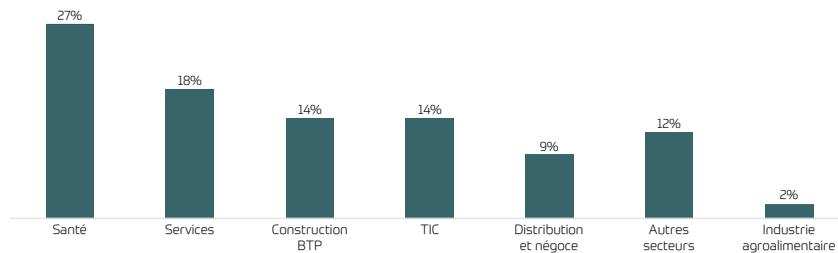
### Multiple par stade de développement



Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

Par secteur d'activité, les secteurs de la « Santé », des « Services » et de la « Construction » affichent les TRI les plus élevés.

### TRI par secteur



Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

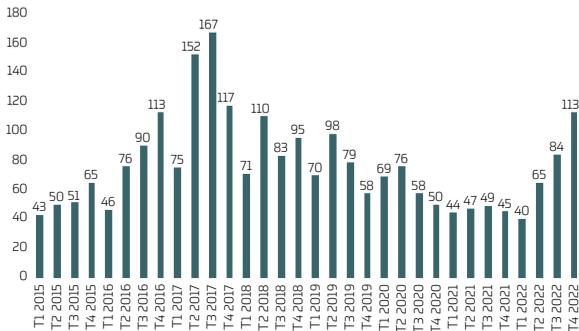
## D. Marché des prêts de titres

### Hausse du volume des opérations de prêt de titres...

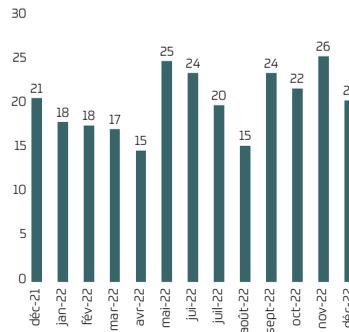
L'activité de prêt de titres a connu une augmentation significative en 2022 avec un volume d'opérations qui a atteint 301 milliards de dirhams contre 185 milliards de dirhams en 2021, soit une hausse 62,6% contre une baisse de 27,2% en 2021.

Quant à l'encours des opérations de prêt de titres à la fin de l'année 2022, il reste quasiment stable en glissement annuel avec un volume de 20,5 milliards de dirhams contre 20,8 milliards de dirhams une année auparavant.

**Evolution du volume des opérations de prêt  
(En milliards de dirhams)**



**Evolution de l'encours de prêt de titres  
(En milliards de dirhams)**

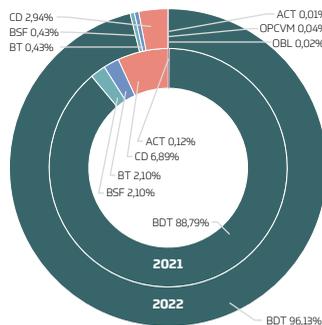


Sources : Banques et Calculs AMMC

### Qui restent dominées par les BDT...

Les opérations de prêt de titres restent dominées par les Bons du Trésor qui représentent près de 96,13% des titres prêtés en 2022 contre 88,79% en 2021 et ce, en raison notamment de l'utilisation importante des BDT empruntés par les banques comme garantie des refinancements auprès de la Banque Centrale. Le reste des opérations porte essentiellement sur les titres de dette privée dont la part ressort en repli à 3,82% en 2022 contre 11,09% en 2021. Cette baisse est due au recul de la part des certificats de dépôt à 2,94% en 2022 contre 6,89% en 2021 ainsi que de celles des billets de trésorerie et des bons des sociétés de financement à 0,43% chacune, contre 2,10% en 2021. Quant aux obligations privées, aux actions et aux parts d'OPCVM, leur part reste très marginale soit 0,07% en 2022 contre 0,12% en 2021.

**Ventilation des opérations de prêt par catégorie de titres en 2021 et en 2022**

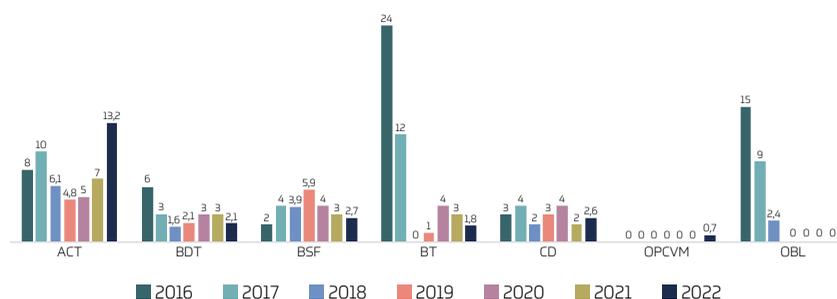


Sources : Banques et Calculs AMMC

## Avec une baisse de la durée moyenne des prêts pour la majorité des catégories.

La durée moyenne des prêts de titres a diminué pour la majorité des catégories de titres et varie entre une et 13 semaines en fonction du type d'instruments financiers. Pour les Bons du Trésor, la durée moyenne des prêts a diminué en passant de 3 semaines en 2021 à 2,1 semaines en 2022. La baisse a également été enregistrée pour les billets de trésorerie et les bons des sociétés de financement dont la durée moyenne est passée respectivement de 3 semaines chacun en 2021 à 1,8 semaines et 2,7 semaines en 2022. A l'inverse, la durée moyenne des prêts des certificats de dépôt a légèrement augmenté de 2 semaines en 2021 à 2,6 semaines en 2022, ainsi que celle des actions qui est passée de 7 semaines en 2021 à 13,2 semaines en 2022, quoique leur part reste très marginale.

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



Sources : Banques et Calculs AMMC

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

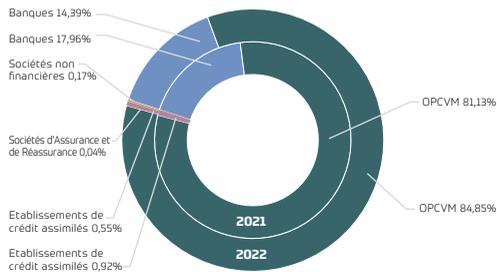
Les prêteurs restent dominés par les OPCVM avec une part qui passe de 81,13% en 2021 à 84,85% en 2022. Ils sont suivis par les Banques qui enregistrent une baisse en passant d'une part de 17,96% en 2021 à 14,39% en 2022.

Côté emprunteurs, les banques occupent la première position en 2022 et représentent 34,68% du volume des emprunts, contre 32,95% en 2021. En deuxième position figurent les OPCVM qui enregistrent une hausse significative de leur part, allant de 11,55% en 2021 à 34,27% en 2022. Cette augmentation est due principalement à des besoins ponctuels de liquidités. A l'inverse, les Sociétés non-financières ont affiché une baisse de leur part en 2022 à 19,79% contre 34,30% en 2021. Les autres catégories d'emprunteurs ont également affiché une baisse de leurs parts, à savoir :

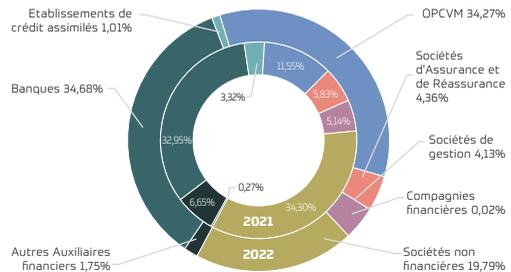
- Les « Sociétés d'Assurance et de Réassurance » qui passent de 5,83% en 2021 à 4,36% en 2022 ;
- Les « Sociétés de gestion » qui passent de 5,14% en 2021 à 4,13% en 2022 ;
- Les « Autres Auxiliaires financiers » qui passent de 6,65% en 2021 à 1,75% en 2022 ;
- Et les « Etablissements de crédit assimilés » qui passent de 3,32% en 2021 à 1,01% en 2022.

Néanmoins, ces baisses restent relatives dans la mesure où le volume total des opérations de prêt de titres a augmenté de 62,6%.

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



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



Sources : Banques et Calculs AMMC

#### Encadré n° 16 : Impact de l'amendement de la loi 83-20 relative aux prêts de titres

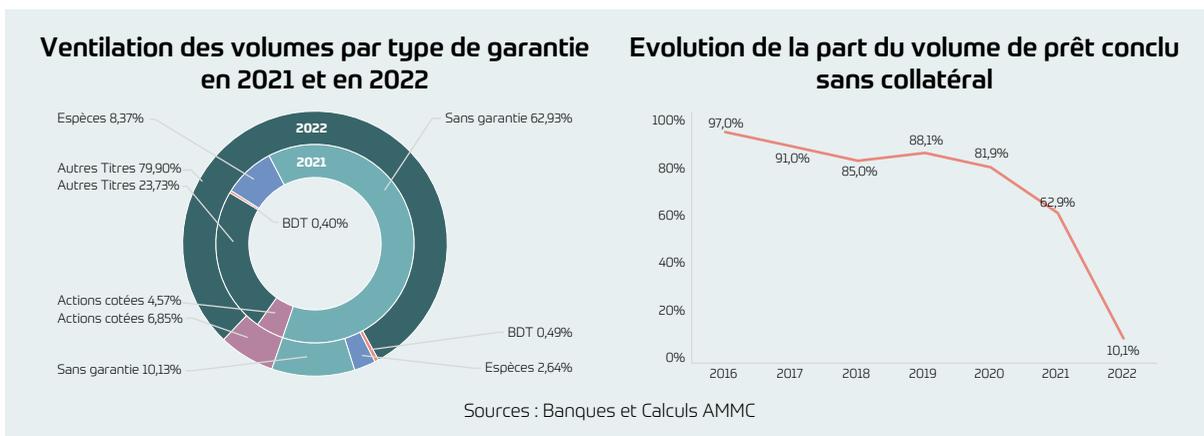
L'activité de prêt de titres est régie par la loi n°45-12, modifiée et complétée par la loi n° 83-20, qui définit le prêt de titres comme un contrat qui permet à une partie (prêteur) de remettre des titres en pleine propriété à une autre partie (emprunteur) qui s'engage irrévocablement à les lui restituer et à lui verser une rémunération à une date convenue entre les deux parties. Le prêt de titres comporte plusieurs risques, notamment le risque de contrepartie qui est lié à la défaillance de l'une des parties pour restituer soit les titres soit la garantie.

Depuis le lancement de ce marché, la majorité des opérations de prêt de titres était réalisée sans collatéral généralement entre banques et OPCVM gérés par les sociétés de gestion appartenant à un même groupe. Cette situation a néanmoins changé à partir du mois d'août 2021 avec l'amendement de la loi 83-20 relative aux prêts de titres imposant la constitution d'une garantie pour toute opération de prêt. Cette disposition ne s'applique pas aux opérations suivantes :

- Entre les personnes/organismes d'un même groupe (société mère et ses filiales) ;
- Par des personnes morales assurant des activités d'apporteurs de liquidité (assurant la liquidité d'un instrument financier en vertu d'un contrat/convention d'apport de liquidité) ;
- Par les teneurs de marché (personnes morales ayant des engagements contractuels pour assurer la liquidité ou la régulation du cours d'un instrument financier).

En effet, pendant l'année 2022, la part des prêts de titres conclus sans collatéral a baissé à 10,1% contre 62,9% un an auparavant. A noter par ailleurs, une augmentation des opérations garanties par « Autres titres »<sup>47</sup> dont la part a atteint 79,9% en 2022 contre 23,7% un an auparavant.

<sup>47</sup> Titres de dette privée.



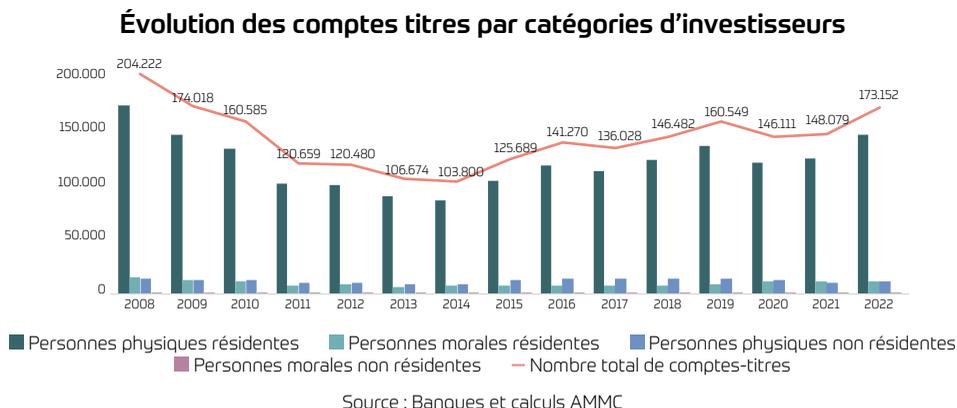
## E. Investisseurs

### Progression du nombre d'investisseurs personnes physiques résidentes.

L'évolution du nombre des comptes titres enregistre une augmentation significative en 2022 en passant de 148 079 à 173 152 à fin décembre 2022, soit une hausse de 16,9%. Cette amélioration est due principalement à l'accroissement notable de la catégorie des personnes physiques résidentes, qui est passée de 126 127 comptes titres à fin 2021 à 148 810 comptes titres à fin 2022, soit une progression de 18%.

S'agissant de la catégorie des personnes morales résidentes, le nombre des comptes titres a atteint 12 425 à fin 2022, contre 11 236 un an auparavant. Quant aux personnes physiques non résidentes, le nombre est passé de 10 195 à fin 2021 à 11 355 à fin 2022.

Dans une moindre mesure, le nombre de comptes titres détenus par les personnes morales non résidentes est passé de 521 à fin 2021 à 562 à fin 2022. Cette progression s'expliquerait par un effet positif des opérations d'introduction en bourse et d'augmentation de capital réalisées en 2022.

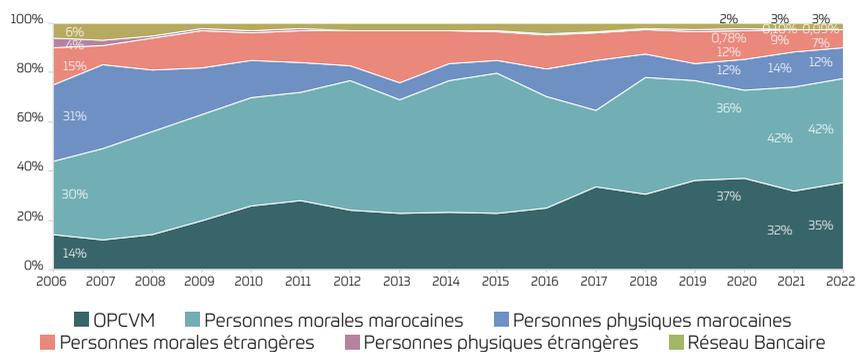


### Prédominance continue des OPCVM et des personnes morales résidentes dans les transactions boursières sur le marché central.

En 2022, les OPCVM et les personnes morales résidentes restent les principaux animateurs du marché boursier, avec une part cumulée de 78%, en légère hausse par rapport à 2021 où la part avait atteint 74%. Dans le détail, le poids en termes de volume de transactions des OPCVM a augmenté en passant de 32% en 2021 à 35% en 2022, tandis que celui des personnes morales résidentes a atteint 42% en 2022, en très légère hausse de 0,8% par rapport à l'année 2021.

Concernant les personnes physiques résidentes, leur part représente 12% du volume en 2022, en baisse par rapport à 2021 où la part avait atteint 14%. Les parts des personnes morales étrangères et des personnes physiques étrangères ont également baissé respectivement de 9% et 0,1% en 2021 à 7% et 0,09% en 2022. Quant aux clients des réseaux bancaires, leur part est restée stable en 2022 à hauteur de 3%.

**Transactions boursières sur le marché central par catégorie d'investisseurs**



Source : Sociétés de Bourse et Calculs AMMC

### Positionnement des personnes morales et physiques marocaines à l'achat et désengagement des OPCVM à la fin de l'année 2022.

Sur l'année 2022, les personnes morales et physiques marocaines marquent un retour sur le marché boursier après avoir baissé leur exposition un an auparavant. En effet, les personnes morales marocaines, constituées principalement d'investisseurs institutionnels, ont cumulé sur le marché boursier une position nette acheteuse de 1,91 milliard de dirhams en 2022 et ce, après une position nette vendeuse de 1,8 milliard de dirhams en 2021. Au cours de l'année, elles sont passées d'une position nette vendeuse de 824 millions de dirhams au premier trimestre à une position nette acheteuse de 628 millions de dirhams au troisième trimestre.

Les personnes physiques marocaines ont progressé d'une position nette acheteuse de 8 millions de dirhams à la fin du premier trimestre à une position nette acheteuse de 26 millions de dirhams à la fin du troisième trimestre, avant de finir l'année avec une position nette acheteuse de 435 millions de dirhams.

Pour leur part, les personnes physiques étrangères sont passées d'une position nette vendeuse de 2 millions de dirhams à la fin du premier trimestre à une position nette acheteuse de 2 millions de dirhams à la fin du troisième trimestre, pour finir l'année sur une position nette acheteuse de 6 millions de dirhams.

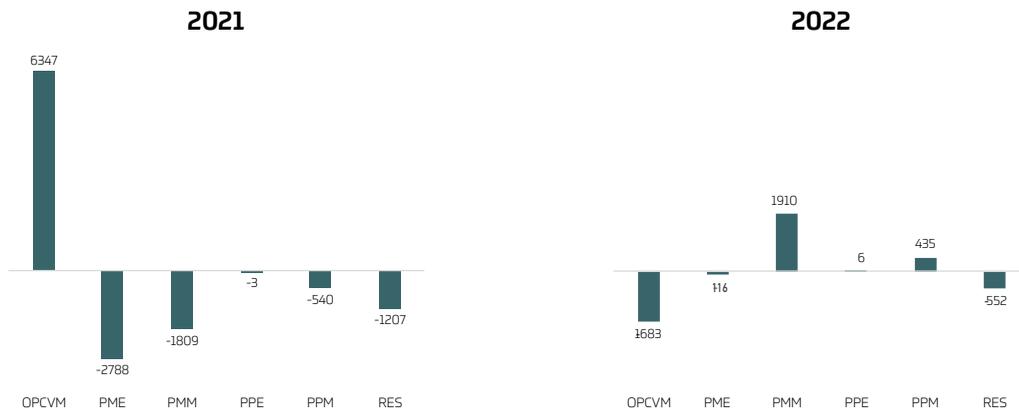
En revanche, les OPCVM ont réduit leur exposition en bourse en 2022, avec une position nette vendeuse de 1,68 milliard de dirhams et ce, après avoir cumulé en 2021 une position nette acheteuse de 6,34 milliards de dirhams. Ce mouvement de vente a débuté au deuxième trimestre avec une position nette vendeuse de 1,11 milliard de dirhams, contre une position nette acheteuse de 1,45 milliard de dirhams au premier trimestre.

**Répartition des achats par profil d'investisseurs Répartition des ventes par profil d'investisseurs en 2022**



Source : Sociétés de Bourse et Calculs AMMC

**Positions nettes, acheteuses ou vendeuses, par profil d'investisseurs (en millions de dirhams)**



Source : Sociétés de Bourse et calculs AMMC

S'agissant de la clientèle du réseau bancaire, elle a cumulé sur l'année 2022 une position nette vendeuse de 552 millions de dirhams et ce, après une position nette vendeuse de 1,2 milliard de dirhams en 2021.

Une tendance similaire a été relevée au niveau des personnes morales étrangères qui ont enregistré à fin 2022 une position nette vendeuse de 116 millions de dirhams contre une position nette vendeuse de 2,78 milliards de dirhams en 2021.

### Léger rebond de la part du flottant en bourse détenu par les non-résidents.

L'analyse de la détention du flottant en Bourse fait ressortir en 2022 un léger rebond de la part des investisseurs étrangers. En effet, ladite part est passée de 8,20% en fin 2021 à 8,97% en fin 2022. Ce léger rebond s'explique par une baisse du volume du flottant et fait suite à une tendance baissière qui a débuté après l'année 2013 durant laquelle la part du flottant détenue par les investisseurs étrangers avait atteint 14,2%.



Source : Banques, sociétés de bourse et calculs AMMC

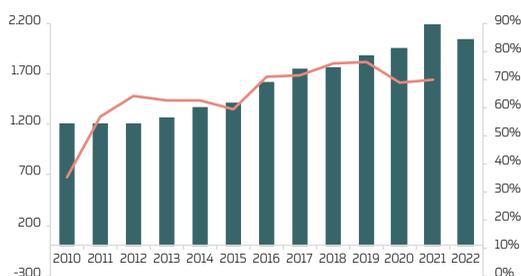
## IV.2. Infrastructures de marché

### A. Système de règlement-livraison des titres (MAROCLEAR)

#### Baisse du volume des avoirs conservés en 2022, après 10 ans de croissance soutenue.

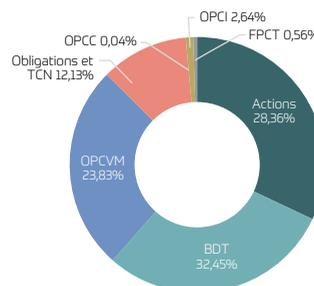
La valeur des avoirs conservés par Maroclear a atteint à fin 2022 un volume de 2 047,7 milliards de dirhams, en recul de 6,56% par rapport à fin 2021. Cette baisse est due principalement aux gisements des OPCVM et des actions cotées qui ressortent respectivement en baisse de 80,6 et 120,9 milliards de dirhams. Dans une moindre mesure, le volume des certificats de dépôts et des BSF sont également en baisse respectivement de 3,3 et 3,4 milliards de dirhams. Ce recul du volume des avoirs conservés a été légèrement atténué grâce essentiellement à une hausse notable de l'actif net des OPCV de 33,6 milliards de dirhams ainsi que par les hausses ayant touché l'encours des BDT et des obligations à hauteur respectivement de 17,9 et 11,2 milliards de dirhams.

Evolution du volume des avoirs conservés



■ Volume des avoirs conservés (en milliards de Dhs)  
— Part des flux Maroclear/flux financiers globaux

Répartition du volume des avoirs conservés par catégorie de titres



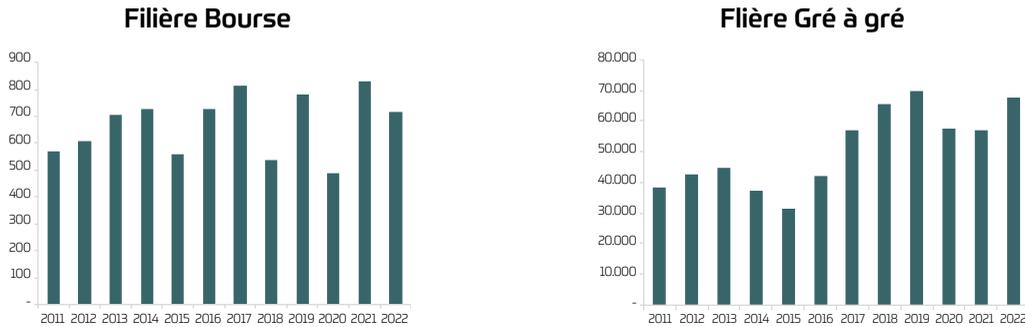
Sources : Maroclear

#### Hausse des flux dénoués par Maroclear, tout en assurant un taux de disponibilité de 99,9%.

L'activité de dénouement des opérations par le système de règlement-livraison de Maroclear a augmenté dans son ensemble, avec une moyenne quotidienne des flux dénoués de 68,6 milliards de dirhams en 2022 contre 57,9 milliards de dirhams un an auparavant, soit une hausse de 18,43%. La hausse de l'activité de dénouement est le résultat de la hausse de la filière de gré à gré qui représente 99% des flux. Tandis que la filière Bourse a connu une baisse de 13,8% des flux dénoués.

Sur le plan technique, Maroclear a réalisé un taux de disponibilité de 99,9% en 2022. Par ailleurs, les incidents enregistrés sur l'exercice 2022 sont principalement opérationnels, dont l'impact sur le bon fonctionnement du marché reste maîtrisé, avec une criticité qui varie entre faible et modérée. L'ensemble desdits incidents ont donné lieu à des actions correctives dont la mise en place a été respectée.

### Moyenne quotidienne des flux dénoués par Maroclear (en millions de dirhams)



Source : Maroclear

Concernant le dispositif de gestion des risques, Maroclear a réalisé plusieurs actions en 2022, notamment :

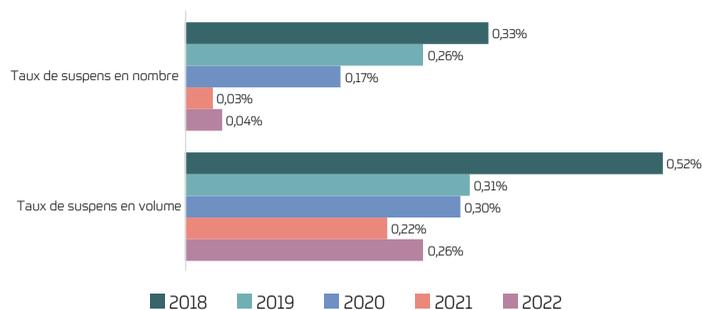
- La reconduction de la certification du Système de Management de Continuité d'Activité (SCMA) conformément à la norme ISO 22301 et qui a été couronné par l'obtention de la certification ISO 22301 version 2012 ;
- La reconduction de la certification du Système de Management de la Qualité conformément à la norme ISO 9001 et qui a permis également l'obtention de la certification ISO 9001 version 2015.

## B. Système de cotation de la bourse des valeurs de Casablanca

### Des taux de suspens des transactions boursières très faibles et un taux de disponibilité de 100% des infrastructures techniques

Les statistiques relatives aux suspens des transactions boursières montrent que le risque de contrepartie induit par l'activité boursière reste toujours à un niveau très faible et ce, en dépit d'une légère progression en 2022. En effet, le taux de suspens en termes de nombre d'opérations s'est établi à 0,04% contre 0,03% en 2021. En termes de volume, le taux de suspens a suivi la même tendance pour ressortir à 0,26% en 2022 contre 0,22% en 2021.

### Taux de suspens des transactions boursières



Sur le plan technique, la Bourse a atteint un taux de disponibilité de 100% à l'instar des sept années précédentes. Par ailleurs, les incidents enregistrés sur l'exercice 2022 sont principalement opérationnels, dont l'impact sur le bon fonctionnement du marché reste maîtrisé, avec une criticité qui varie entre faible et modérée. L'ensemble desdits incidents ont donné lieu à des actions correctives dont la mise en place a été respectée.

Concernant le dispositif de gestion des risques, la Bourse des Valeurs de Casablanca a réalisé plusieurs actions en 2022, notamment :

- La signature d'une convention de coopération et de partenariat, dans le cadre du programme «Data-Tika» avec la Commission nationale de contrôle de la protection des données à caractère personnel (CNDP). Il s'agit d'un partenariat, pour une durée de quatre années, qui vise à accompagner la mise en conformité de la Bourse de Casablanca et de son écosystème en matière de protection des données à caractère personnel.
- Le renouvellement de la certification ISO 22301.

### C. Travaux d'opérationnalisation de la CCP

Dans la continuité des travaux liés à l'opérationnalisation de la Chambre de Compensation-Contrepartie Centrale (CCP), l'Instance de Coordination du Marché à Terme (ICMAT) a finalisé l'élaboration du règlement intérieur<sup>48</sup> et du protocole d'accord régissant les deux autorités. S'agissant des règlements généraux de la CCP et de la société gestionnaire du marché à terme, les projets de textes ont été soumis au Secrétariat Général du Gouvernement pour adoption. En outre, des discussions ont démarré autour du dispositif prudentiel applicable à la future CCP et des règles prudentielles applicables aux membres négociateurs et compensateurs.

En parallèle, le groupe de travail mis en place par ladite instance a poursuivi, conjointement avec les représentants du ministère des Finances, les travaux liés au projet d'amendement du texte de loi 42-12 relatif au marché à terme d'instruments financiers.

D'autre part et dans la continuité des missions d'assistance technique assurées par la Banque Mondiale, les membres de l'Instance de Coordination du Marché à Terme (ICMAT) ont bénéficié d'une troisième mission d'assistance portant sur les aspects techniques liés à la fixation du capital minimum et des règles prudentielles des membres. Le livrable a été partagé avec les représentants du ministère des Finances et de la Bourse de Casablanca.

<sup>48</sup> Approuvé par décision du ministre chargé des finances sous la référence n° D3429/22/DTFE

## D. Stress test du SRBM

Dans le cadre des missions d'évaluation de la conformité aux Principes pour les Infrastructures de Marchés Financiers (PFMI) du CPMI/IOSCO<sup>49</sup>, Bank Al-Maghrib a recommandé aux Infrastructures de Marchés Financiers (IMFs) opérant au Maroc de conduire régulièrement des stress tests afin de déterminer le montant des liquidités nécessaire pour couvrir leurs obligations de paiement et vérifier à intervalles réguliers si le niveau de ces liquidités est suffisant. Ces tests doivent permettre également de s'assurer que les sûretés et les autres ressources financières qui garantissent les expositions d'une IMF aux risques de crédit et de liquidité soient suffisantes pour couvrir l'intégralité des pertes de crédit qui en résultent.

Ainsi, Bank Al-Maghrib mène depuis le quatrième trimestre 2020 et à fréquence semestrielle ses propres exercices de stress tests du SRBM, à l'aide d'une solution logicielle de la Banque Centrale de Finlande<sup>50</sup> et ce à travers un ensemble de scénarios extrêmes mais plausibles.

Ces exercices de stress test donnent une indication sur la situation de la liquidité des participants, banques et systèmes exogènes, ainsi que la résilience du système dans un environnement déterministe à comportement statique. De cette manière, les problèmes potentiels sont identifiés en amont et peuvent être résolus au moins en partie, par le comportement dynamique des IMFS, des participants et de Bank Al-Maghrib.

## E. Evaluation de la maturité de la cyber-résilience des IMFs

Pour rappel, Bank Al-Maghrib a adopté la méthodologie CROE<sup>51</sup> en tant que référentiel pour évaluer la cyber-maturité des IMFs qui a connu une amélioration par rapport à 2020<sup>52</sup>, selon les auto-évaluations menées par ces Infrastructures.

Suite au 2ème exercice d'auto-évaluation selon la méthodologie CROE mené par les IMFs en 2021, la Banque a recommandé pour 2022 de lancer des missions d'audit externe pour challenger les résultats obtenus et s'assurer de la bonne mise en place des exigences du framework CROE.

Il est à rappeler que le décret n°2-21-406 relatif à l'application de la loi 05-20 sur la cybersécurité, en vigueur depuis août 2021, exige également aux infrastructures d'importance vitale (IIV) de soumettre leurs systèmes d'information sensibles à un audit externe par des prestataires de services d'audit qualifiés par l'autorité nationale de la cybersécurité. A cet effet, en tant que coordinateur du secteur, Bank Al-Maghrib est chargé du suivi global de ces audits et de la mise en place des plans d'actions qui en découlent.

<sup>49</sup> CPMI-IOSCO (2012). Principe 7 des PFMI sur le risque de liquidité.

<sup>50</sup> BoF-PSS2 est un logiciel informatique développé avec le sponsoring de la BOE, la BOC et la FED, sous licence multi-utilisateurs gratuite, avec une interface utilisateur graphique moderne et conviviale, doté d'une base de données pour plus de robustesse et de fiabilité. Cet outil est utilisé par les banques centrales et les institutions académiques à travers le monde pour répondre aux nouvelles exigences de la BRI, notamment les principes édictés par le CPMI/IOSCO pour les IMFs en 2012 et le CBSB (Comité de Bâle pour la Supervision Bancaire) pour la gestion des liquidités intra-journalières en 2013.

<sup>51</sup> Cyber-Resilience Oversight Expectation (CROE) élaboré par la BCE pour la cyber-maturité des IMFs

<sup>52</sup> En 2020, une première auto-évaluation de la maturité de la cyber-résilience des IMFs au niveau national a été effectuée par l'ensemble des infrastructures.

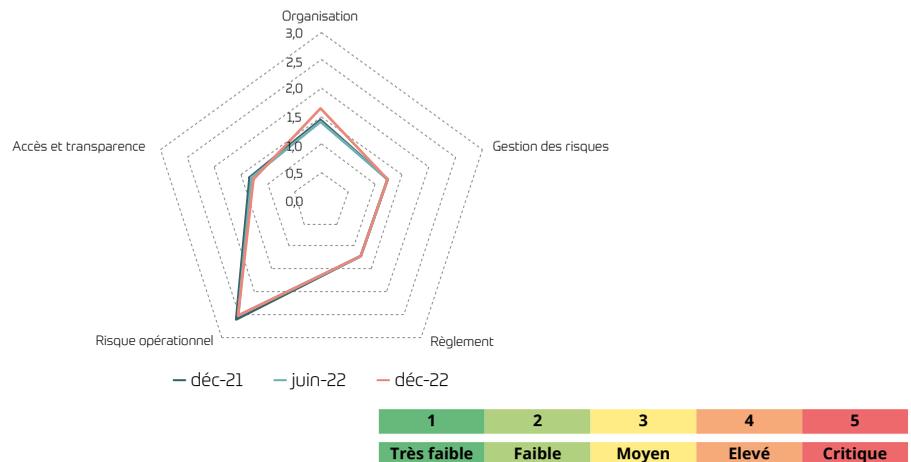
Ainsi, à fin 2022, sur 5 IMFs, une seule a finalisé son audit externe qui fait ressortir une excellente couverture des mesures préconisées par le référentiel CROE. Les autres audits externes sont toujours en cours et devraient aboutir en 2023.

## F. Evaluation de la résilience des IMF

Dans le cadre des travaux sur la stabilité financière, l'outil RIBAT (Risk Based Assessment Tool) de Bank Al-Maghrib est utilisé pour l'évaluation du pilier « Résilience des infrastructures des marchés financiers ».

Au titre de l'exercice 2022, la notation du pilier « résilience des IMFs » s'est établi à 1,57, au même niveau que celui de 2021. Par domaine, la notation du domaine « organisation » a connu une dégradation passant de 1,4 à 1,64 due essentiellement aux manquements soulevés lors de la mission de contrôle sur place auprès d'une IMF. Quant au domaine « risque opérationnel », malgré son amélioration, il est jugé moyen étant donné que les plans d'action de certaines IMFs visant à remédier aux écarts constatés lors de leur exercice d'auto-évaluation portant sur la cyber-résilience selon la méthodologie CROE sont toujours en cours d'exécution. S'agissant des domaines « accès et transparence » et « gestion des risques », leurs notations se sont légèrement améliorées et ce, suite à la mise en place d'un certain nombre de recommandations formulées par Bank Al-Maghrib.

Néanmoins, la notation globale du pilier correspond toujours à un niveau faible de risque sur la stabilité financière.



Plusieurs actions sont prévues en 2023 pour améliorer la résilience des IMFs dont les principales se présentent comme suit :

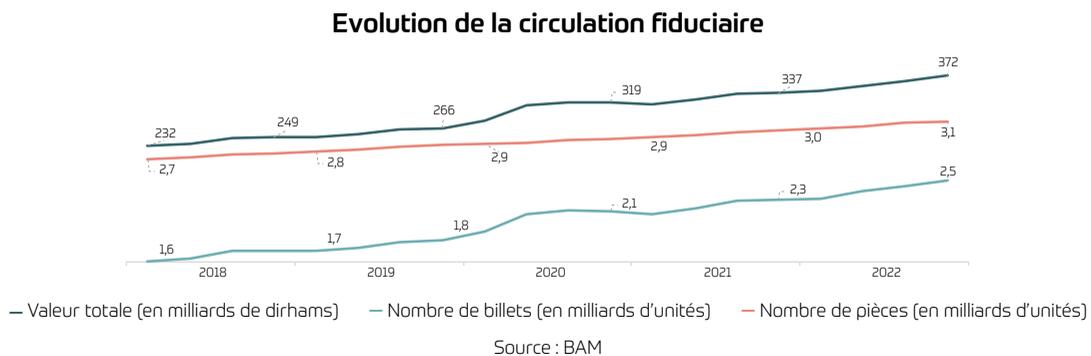
- Suivi de la mise en place par les IMFs classifiées d'Infrastructure d'Importance Vitale (IIV) des actions découlant des audits externes de sécurité de leur SI sensibles, par un prestataire qualifié, planifiés pour l'exercice 2023 ;
- Elargissement du périmètre du stress test pour inclure le système SRBM en interaction avec le GSIMT en simulant la défaillance opérationnelle de ce dernier.

## IV.3. Circulation fiduciaire

### A. Tendance globale

Après l'accalmie observée en 2021, la circulation fiduciaire a marqué une nette accélération en 2022, qui s'expliquerait par la hausse générale des prix ainsi que par l'afflux de devises observé à partir du mois de mars. Les retraits aux guichets de Bank Al-Maghrib ont ainsi atteint 200 milliards de dirhams, niveau dépassant le pic historique de 179 milliards enregistré en 2020 dans le contexte de la crise sanitaire tandis que les versements ont cumulé 165 milliards de dirhams, après 151 milliards en 2021 et 142 milliards de dirhams en 2019. Au total, ces mouvements se sont traduits par des flux nets de 35 milliards de dirhams, contre des sorties habituelles oscillant autour de 18 milliards de dirhams. La circulation fiduciaire, hors encaisse des banques, a atteint 372 milliards de dirhams, en hausse de près de 10% en glissement annuel.

Dans ces conditions, le ratio de la circulation fiduciaire sur le PIB s'est établi à 27% contre une moyenne de 22% avant la crise.



L'analyse infra-annuelle montre que la demande du cash s'est inscrite dans un mouvement haussier depuis le mois de mars, engendrant ainsi lors du premier trimestre des retraits nets de 3,6 milliards de dirhams, contre un flux négatif en 2021 et un montant ne dépassant pas 1 milliard de dirhams avant la crise sanitaire. Pour les six mois suivants, marqués par le mois de Ramadan, les préparatifs de Aid Al Adha et la période estivale, les sorties nettes ont totalisé 19,5 milliards de dirhams, niveau inférieur à celui observé lors de la même période de 2021, avoisinant 21,4 milliards, mais dépassant le flux de 2019 qui s'est situé à 14,6 milliards de dirhams. Néanmoins, cette orientation n'a pas duré, puisque les sorties nettes de BBM ont de nouveau rebondi lors des trois derniers mois de l'année pour atteindre 11,8 milliards de dirhams, contre 0,6 milliard en 2021 et 2,5 milliards en 2019.

## B. Evolution de la circulation fiduciaire par catégorie de monnaie

La ventilation de la circulation fiduciaire par type de monnaie montre que les Billets de Banque Marocains (BBM) y représentent 44% en volume. Ces derniers ont enregistré en 2022 une augmentation de 9,3% totalisant 2,5 milliards de billets, soit l'équivalent de 368 milliards de dirhams. La structure des billets en circulation reste dominée par la coupure de 200 DH dont la part a poursuivi sa tendance haussière pour atteindre 56%, ou l'équivalent d'un volume de 1,4 milliard de billets. Ce renforcement s'est effectué au détriment de la coupure de 50 DH, dont la contribution est revenue de 4% à 3%, alors que celles de 100 DH et 20 DH ont maintenu leurs parts à 35% et 6% respectivement.

L'analyse en valeur montre que les billets continuent de représenter 99% de la monnaie en circulation. Le billet de 200 DH y participe à hauteur de 75%, contre 23% pour la coupure de 100 DH et 1% pour chacune des coupures de 50 DH et 20 DH.

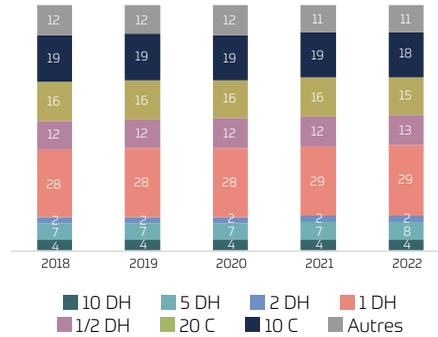
Evolution de la structure des BBM en circulation (Volume en %)



En ce qui concerne la monnaie métallique, elle a affiché en 2022 une hausse de 3,1% à 3,1 milliards de pièces, soit l'équivalent de 4 milliards de dirhams. La structure de ce stock a été marquée par une amélioration d'un point de pourcentage pour chacune des contributions des pièces de 5 DH et ½ DH, qui ont atteint 8% pour la première et 13% pour la seconde. En revanche, les pièces de 20 centimes et 10 centimes ont vu leurs parts reculer, respectivement, de 16% à 15% et de 19% à 18%. Quant aux autres pièces, leurs contributions se sont stabilisées à leurs niveaux habituels (4% pour 10 DH et 29% pour 1 DH).

La structure du stock des pièces en valeur n'a pas connu de variations significatives, la dénomination de 10 DH y représentant 34%, contre 29% pour 5 DH, 22% pour 1 DH et 15% pour le reste des dénominations.

### Evolution de la structure de la monnaie métallique en circulation (Volume en %)

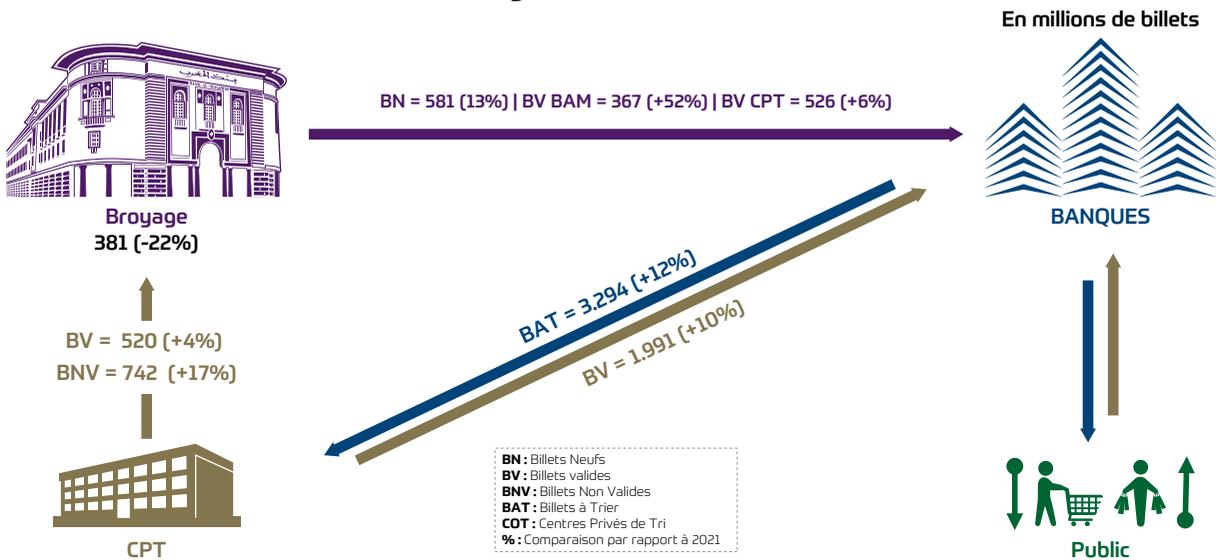


Autres : Pièces commémoratives et les pièces à retirer de la circulation fiduciaire

### C. Approvisionnements en monnaie fiduciaire

Pour faire face à la hausse de la demande du cash, BAM et les Centres Privés de Tri (CPT) ont augmenté leurs approvisionnements de la place en monnaie fiduciaire de 13,5% à 3,5 milliards de billets, dont 2,9 milliards issus des opérations de recyclage

#### Cash cycle des billets en 2022



L'examen par coupure des approvisionnements réalisés en 2022 fait apparaître une hausse pour toutes les dénominations. Le billet de 200 DH, ayant affiché l'augmentation la plus importante, a représenté la moitié des coupures servies, avec des volumes de 0,2 milliard de billets neufs et 1,5 milliard de billets émanant des opérations du recyclage.

Pour les autres coupures, la part de 100 DH a reculé d'un point de pourcentage à 43%, en faveur de celle de 50 DH qui a retrouvé sa contribution d'avant crise, oscillant aux alentours de 3%. Quant au billet de 20 DH, il a vu sa participation se stabiliser à 4%.

# 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>BERD</b>	Banque Européenne de Développement et de Reconstruction
<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>DAT</b>	Dépôt A Terme
<b>FCP</b>	Fonds Commun de Placement

<b>FGP</b>	Fonds de Garantie Permanent
<b>FMI</b>	Fonds Monétaire International
<b>FOGALOGUE</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>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>	Ratio de liquidité de Court Terme (Liquidity Coverage Ratio)
<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 Résident 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>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>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>SGG</b>	Secrétariat Général du Gouvernement
<b>SICAV</b>	Société d'Investissement à Capital Variable
<b>SIMT</b>	Système Interbancaire Marocain de Télé-compensation
<b>SMSI</b>	Système de Management de la Sécurité de l'Information
<b>SRBM</b>	Système des Règlements Bruts du Maroc
<b>TCER</b>	Taux de change effectif réel
<b>TCN</b>	Titres de Créances Négociables
<b>TPE</b>	Très Petite Entreprise
<b>TPM</b>	Taux Moyen Pondéré
<b>TPME</b>	Très Petite et Moyenne Entreprise
<b>TVA</b>	Taxe sur la Valeur Ajoutée
<b>VC</b>	Valeurs cotées
<b>VNC</b>	Valeurs non cotées

**Dépôt Légal : 2023PE0032**  
**ISSN : 2820-719X**



