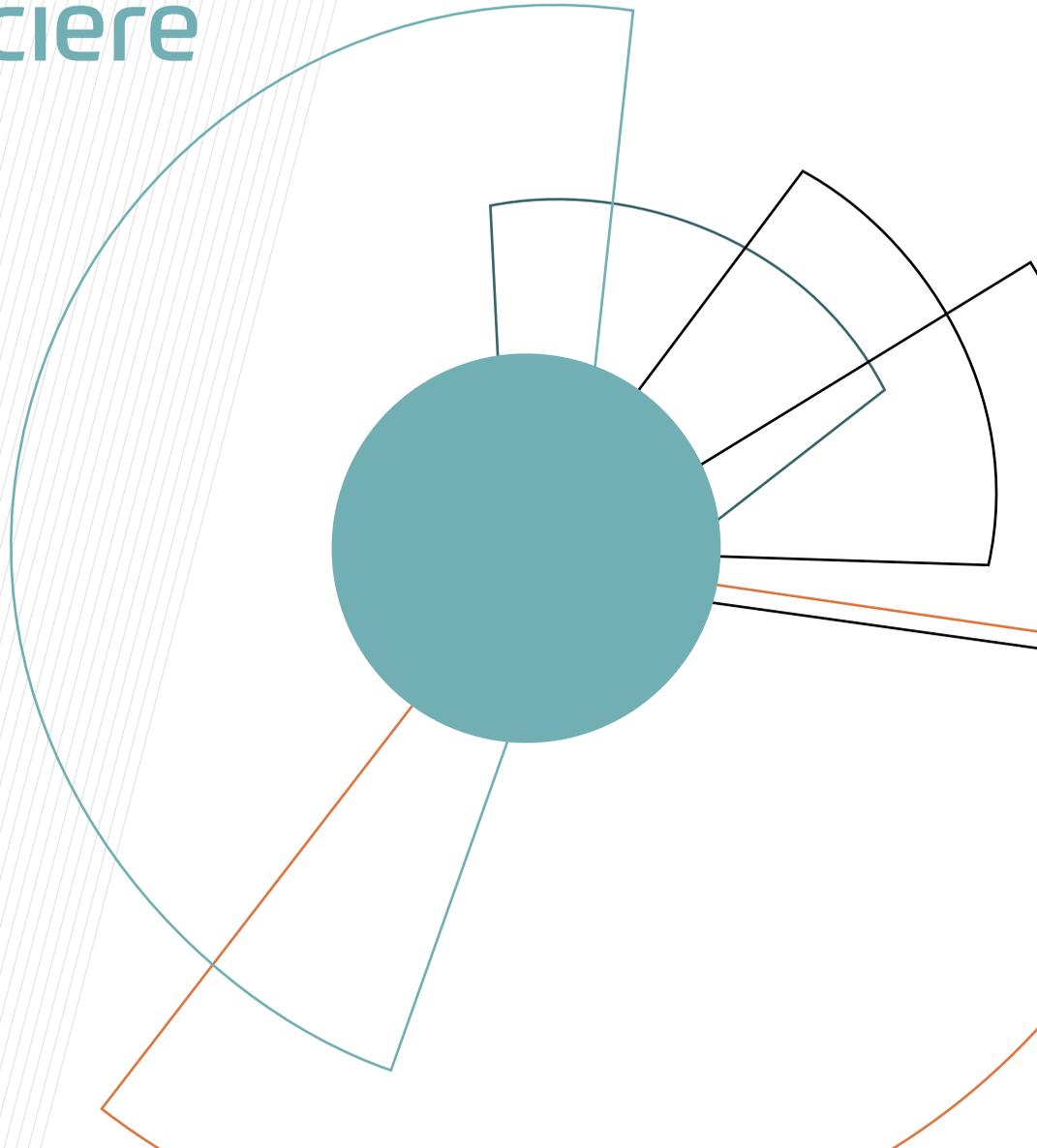


ROYAUME DU MAROC



# Rapport annuel sur la stabilité financière

Exercice  
**2021**  
NUMERO 9







# Rapport annuel sur **la stabilité financière**

Exercice  
**2021**  
NUMERO 9

# Préambule

Marquée par le prolongement de la crise sanitaire, l'année 2021 a été rythmée par l'apparition de nouveaux variants du virus et les restrictions qui l'ont suivies. Malgré cela, l'activité économique tant au plan mondial que national s'est globalement redressée grâce notamment aux politiques de soutien et des programmes de relance entrepris par les différents pays de manière quasi-généralisée, y compris au Maroc.

Face à ces évolutions, les représentants du Comité de Coordination et de Surveillance des Risques Systémiques (CCSRS) relevant de Bank Al-Maghrib, l'ACAPS, l'AMMC et la DTFE ont poursuivi en 2021 la tenue de leur sous-comité mensuel en vue d'évaluer l'évolution des indicateurs de risques encourus pour chaque composante du secteur financier (banques, assurances, marché de capitaux et infrastructures des marchés financiers).

Pour sa part, le CCSRS a passé en revue lors de ses réunions semestrielles la synthèse des travaux mensuels du sous-comité. Il a eu également à approuver le huitième rapport sur la stabilité financière et à examiner la cartographie des risques systémiques et les résultats des stress tests sur les banques, les assurances et les sociétés de gestion. Il a, par ailleurs, dressé le bilan des réalisations de la feuille de route de stabilité financière 2019-2021 et validé celle couvrant la période 2022-2024.

Bien que fortement perturbé par les conséquences inédites de la crise sanitaire, le bilan de la feuille de route 2019-2021 ressort globalement satisfaisant avec des avancées importantes aussi bien au plan du cadre légal et réglementaire qu'en matière de dispositifs analytique et d'élaboration de la politique et des instruments macroprudentiels. Ces avancées

ont bénéficié d'une coordination intense et fructueuse inter-autorités et avec la DTFE visant la préservation de la stabilité du système financier national.

L'année 2021 a été marquée, en particulier, par la formalisation et la publication du cadre stratégique de la politique macroprudentielle, la mise en œuvre effective de la surveillance des indicateurs macroprudentiels relatifs aux secteurs de l'immobilier et des ménages ainsi que l'adaptation des dispositifs de stress tests du secteur bancaire aux spécificités de la crise sanitaire. Les outils de stress tests propres aux Infrastructures des Marchés Financiers (IMF) ont été également développés, testés et mis en œuvre.

Concomitamment, Bank Al-Maghrib a poursuivi les travaux visant le déploiement d'instruments spécifiques aux banques d'importance systémique et aux conglomérats financiers (CF). Sur ce dernier point, la loi n°51-20 modifiant et complétant la loi bancaire promulguée en juillet 2021 a ajouté une disposition permettant la publication au Bulletin Officiel de la circulaire conjointe des autorités de supervision du secteur financier relative à la surveillance des CF et ce, après son homologation par arrêté du ministre chargé des finances. Cette disposition vise à raffermir la force réglementaire de ladite circulaire.

Concernant le secteur des assurances, l'ACAPS continue le déploiement du dispositif de solvabilité basée sur les risques (SBR). Les études d'impact ont été finalisées et analysées avec le secteur pour convenir des modalités de mise en œuvre graduelle de ce nouveau cadre prudentiel.

Pour sa part, l'AMMC a poursuivi ses travaux relatifs à l'encadrement du marché secondaire de la dette privée. Elle a également mené les travaux de cadrage de la phase d'étude du projet de mise en place d'une nomenclature du secteur financier et ce, avec la contribution de Bank Al-Maghrib et de l'ACAPS.

S'agissant des risques émergents et des changements de paradigmes induits ou accélérés par la crise sanitaire, les autorités financières continuent leurs travaux d'accompagnement des Fintech et de surveillance des risques liés aux crypto-actifs et aux cyber-menaces ciblant le secteur financier. Elles ont réalisé, sur ce dernier point, un diagnostic de l'existant en matière de cybersécurité au sein des banques, des assurances et sociétés de gestion, tout en prenant en compte l'impact de l'entrée en vigueur de la loi 05-20 sur la cybersécurité et le décret y afférent. Les régulateurs financiers s'attellent, sur un autre volet non moins important, à la mise en place de dispositifs spécifiques pour la gestion des risques financiers liés au changement climatique et à l'environnement. Bank Al-Maghrib a ainsi publié une directive dans ce sens en mars 2021 et l'ACAPS œuvre pour l'élaboration d'une instruction adaptée au secteur des assurances.

En matière de résolution et de gestion de crise, les travaux de mise en place d'un dispositif permettant l'octroi de la liquidité d'urgence se poursuivent conformément aux dispositions statutaires de la Banque. Les projets de texte y afférents ont été parachevés et devraient entrer en vigueur courant 2022.

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

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

Ces chapitres sont précédés d'une synthèse générale qui donne une vue d'ensemble sur l'évaluation de la situation du secteur financier et des risques 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>57</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>113</b>	<b>Chapitre 4 : Marchés de capitaux, infrastructures de marché et monnaie fiduciaire</b> IV.1. Marché de capitaux IV.2. Infrastructures de marché IV.3. Circulation fiduciaire
<b>173</b>	<b>Liste des abréviations</b>

---

# Synthèse générale

## Atténuation des risques à court terme suite au rebond économique de 2021 tant au plan mondial que national. Les vulnérabilités devraient toutefois s'accroître à moyen terme, dans un contexte de fortes incertitudes

Après une récession sans précédent induite par la crise sanitaire, l'économie mondiale a enregistré un fort rebond en 2021, bien qu'inégal d'une région à une autre, à la faveur des politiques de soutien budgétaire et monétaire menées par les différents pays pour atténuer les effets de la crise et relancer l'activité économique.

Au Maroc, la croissance économique s'est nettement redressée en 2021 à 7,9% après la forte contraction de 7,2% en 2020, tirée principalement par les progrès en matière de vaccination contre la Covid-19, le maintien des stimulus budgétaire et monétaire conjugués à une très bonne campagne agricole. Les valeurs ajoutées des activités agricoles et non agricoles ont ainsi progressé en 2021 de 17,8% et de 6,6% respectivement.

En termes de perspectives en revanche, les tensions géopolitiques en Ukraine et la montée des pressions inflationnistes ont considérablement assombri les projections de l'économie mondiale et devraient accentuer les vulnérabilités financières à moyen terme. Dans ces conditions et pâtissant, de surcroît, des perturbations persistantes de la crise sanitaire et de la contreperformance attendue du secteur agricole, la croissance économique nationale connaîtrait un net ralentissement à 1% en 2022 avant de s'accroître à 4% en 2023 selon les projections de Bank Al-Maghrib.

## Creusement du déficit du compte courant en lien notamment avec le comportement de la balance commerciale. Le déficit budgétaire et la dette du Trésor, pour leur part, se maintiennent à des niveaux élevés en 2021, avec des perspectives incertaines quant à leur redressement

Au plan des comptes extérieurs, l'année 2021 s'est soldée par un creusement du déficit du compte courant à 2,3% du PIB national contre 1,2% en 2020 en lien principalement avec la détérioration du déficit commercial sous l'effet d'une dynamique haussière des importations plus prononcée que celle des exportations aussi bien en volume qu'en valeur. Pour leur part, les avoirs officiels de réserve, quoiqu'en amélioration à 330,8 milliards de dirhams, ont vu leur taux de couverture régresser en 2021 à 5 mois et 29 jours d'importations de biens et services contre 7 mois et 4 jours en 2020.

S'agissant des finances publiques, le déficit budgétaire hors produits de cession de participations de l'Etat s'est atténué à 5,9% du PIB en 2021 après 7,1% en 2020, à la faveur notamment d'une progression des recettes ordinaires plus importante que celle des dépenses globales, tandis que l'endettement du Trésor a légèrement baissé à 68,9% du PIB en 2021 contre 72,2% en 2020 bénéficiant du rebond du PIB suite au changement de l'année de base opéré par le HCP<sup>1</sup>. En regard de la situation qui se présente, le déficit budgétaire devrait atteindre 6,3% du PIB en 2022 avant de s'alléger à 5,6% en 2023. Parallèlement, le ratio de la dette du Trésor sur le PIB devrait s'alourdir à 70,1% en 2022 et à 70,7% en 2023.

<sup>1</sup> Le HCP a en effet procédé, au niveau des comptes nationaux, au changement de l'année de base de 2007 à 2014 engendrant ainsi des révisions des agrégats de la comptabilité nationale et de leurs accroissements. Le PIB en valeur, par exemple, a augmenté de 81,4 milliards de dirhams en moyenne entre 2014 et 2020.

**Décélération du crédit bancaire au secteur non financier en lien notamment avec la fin de la phase d'octroi des prêts garantis par l'Etat mis en place en réponse à la crise sanitaire. La sinistralité, elle, a ralenti en 2021 et demeure toutefois significative.**

L'endettement financier des entreprises non financières poursuit son ralentissement à 1,3% en 2021 contre 2,7% en 2020 dans un contexte marqué par l'achèvement de la phase d'octroi des crédits garantis par l'Etat déployés en réponse à la pandémie. Cette évolution recouvre une baisse de 2% de la dette financière des entreprises publiques et une décélération de celle des entreprises privées à 3,1% en 2021 contre 3,9% en 2020 en lien avec le ralentissement de sa composante bancaire.

Compte tenu des séquelles de la crise Covid-19, la sinistralité des entreprises non financières poursuit sa progression, bien qu'à un rythme en ralentissement. Les créances en souffrance portées par les établissements de crédit sur les entreprises non financières ont ainsi augmenté de 6,6% après 11,5% en 2020, maintenant néanmoins leur taux de défaut à un niveau significatif de 11,3%.

Concernant les ménages, leur situation financière s'est globalement améliorée avec la progression continue de leur patrimoine financier et la hausse de leur endettement de 4,8% après 2,7% en 2020, retrouvant son niveau d'avant crise. Leur sinistralité a augmenté de 9,4% contre 21% une année auparavant, soit un taux de défaut de paiement de 10,1% contre 9,7% en 2020 et 7,6% en moyenne sur la période 2015-2019.

**En dépit d'un environnement porteur de risques, le secteur financier maintient sa résilience.**

Le secteur bancaire, principale source de financement de l'économie, est parvenu dans un contexte difficile et empreint d'incertitudes, à maintenir la solidité de ses fondamentaux au regard des principaux indicateurs d'activité, de rentabilité, de liquidité et d'adéquation des fonds propres.

En sus d'une activité globalement soutenue, la rentabilité des banques s'est nettement redressée après la contreperformance enregistrée en 2020. Le résultat net agrégé sur base sociale a connu une hausse de 76,4% bénéficiant principalement de la baisse notable du coût du risque et de l'effet de base induit par la contribution du secteur bancaire en 2020 au fonds Covid-19. Au plan de la capitalisation, les banques ont affiché un

ratio moyen de solvabilité sur base sociale de 15,8% et un ratio moyen de fonds propres de catégorie 1 de 12% pour des minima réglementaires de 12% et 9% contre respectivement 15,7% et 11,4% en 2020. Sur base consolidée, ces ratios ressortent respectivement à 13,9% et à 11,2% en 2021. Dans ces conditions, l'exercice du macro-stress de solvabilité basé sur les projections de Bank Al-Maghrib de juin 2022 continue de montrer à cette date la capacité des banques à faire face aux scénarii simulant la dégradation des conditions macroéconomiques et à maintenir le respect des exigences réglementaires. Sur le plan de la liquidité, les banques affichent au terme de l'année un ratio de liquidité à court terme de 187%, niveau largement supérieur au seuil réglementaire de 100% et ce, dans un contexte de renforcement des réserves de change et d'atténuation des besoins de liquidité des banques.

Concernant le secteur des assurances, ses indicateurs clés font état, dans l'ensemble, d'un retour à la situation d'avant-crise. Ainsi, il a pu reprendre une bonne dynamique pour atteindre un niveau de croissance de son chiffre d'affaires de 9,9% en 2021 contre 1% un an auparavant. Le résultat financier a rebondi de 64,7% profitant de la bonne performance du marché boursier tandis que la marge d'exploitation s'est repliée en raison notamment de l'augmentation de la sinistralité qui a retrouvé son niveau d'avant la crise.

Le secteur a ainsi vu son résultat net progresser de 35% et son taux de rendement des fonds propres (ROE) se hisser à 9,5%. Pour sa part, le ratio des plus-values latentes sur les placements s'est amélioré en passant de 13% en 2020 à 15,5% en 2021. Sur le plan prudentiel, le secteur continue de dégager une marge de solvabilité confortable par rapport au minimum réglementaire. Cette marge, qui ne couvre à ce jour que le risque de souscription pourrait être amenée à baisser avec l'entrée en vigueur du cadre prudentiel de Solvabilité Basée sur les Risques. Par ailleurs, les exercices de stress tests réalisés font ressortir une bonne résilience des entreprises d'assurances aux chocs sur le portefeuille actions et immobilier et aux conditions macroéconomiques et techniques défavorables.

Concernant les régimes de retraite, l'intégration des enseignants contractuels des AREF (Académies Régionales d'Éducation et de Formation) au régime des pensions civiles géré par la Caisse Marocaine des Retraites, devrait atténuer, sur le long terme, les déficits accumulés.

Toutefois, du fait de l'horizon de viabilité très réduit de ce régime, l'intégration de ces enseignants n'aura pas d'impact significatif sur sa pérennité à court terme. La réforme paramétrique qu'a connue le régime général du RCAR a permis l'amélioration de ses horizons de viabilité sans permettre d'asseoir une tarification équilibrée des droits futurs. Le rétrécissement des marges de manœuvre d'une année à l'autre nécessite l'accélération de la mise en place de la réforme systémique des régimes de retraite.

### **Le marché des capitaux a été globalement stable en 2021 dans un contexte de reprise économique et ce, après une année 2020 marquée par les effets négatifs de la crise sanitaire.**

L'encours de la dette privée ressort en légère hausse à 244,2 milliards de dirhams à fin décembre 2021 contre 236,5 milliards de dirhams une année auparavant, tandis que le volume global des émissions enregistre un recul de 20,9%. Cette baisse est tirée principalement par les émissions obligataires qui ont reculé de 45% à 17,2 milliards de dirhams, aussi bien sur le segment des émissions par placement privé réservées aux investisseurs qualifiés (-42%), que sur celui des émissions par appel public à l'épargne (-49%). Pour leur part, les émissions de titres de créances négociables, réalisées essentiellement par les banques, se sont inscrites en baisse de 4% à 42,8 milliards de dirhams. Le risque de crédit relatif aux émetteurs de dette privée ayant fait appel public à l'épargne reste limité et ce, en l'absence de défaut de remboursement des échéances de la dette. L'endettement des émetteurs non-financiers demeure globalement maîtrisé à 80% des fonds propres en moyenne et enregistre une baisse après deux années de tendance haussière.

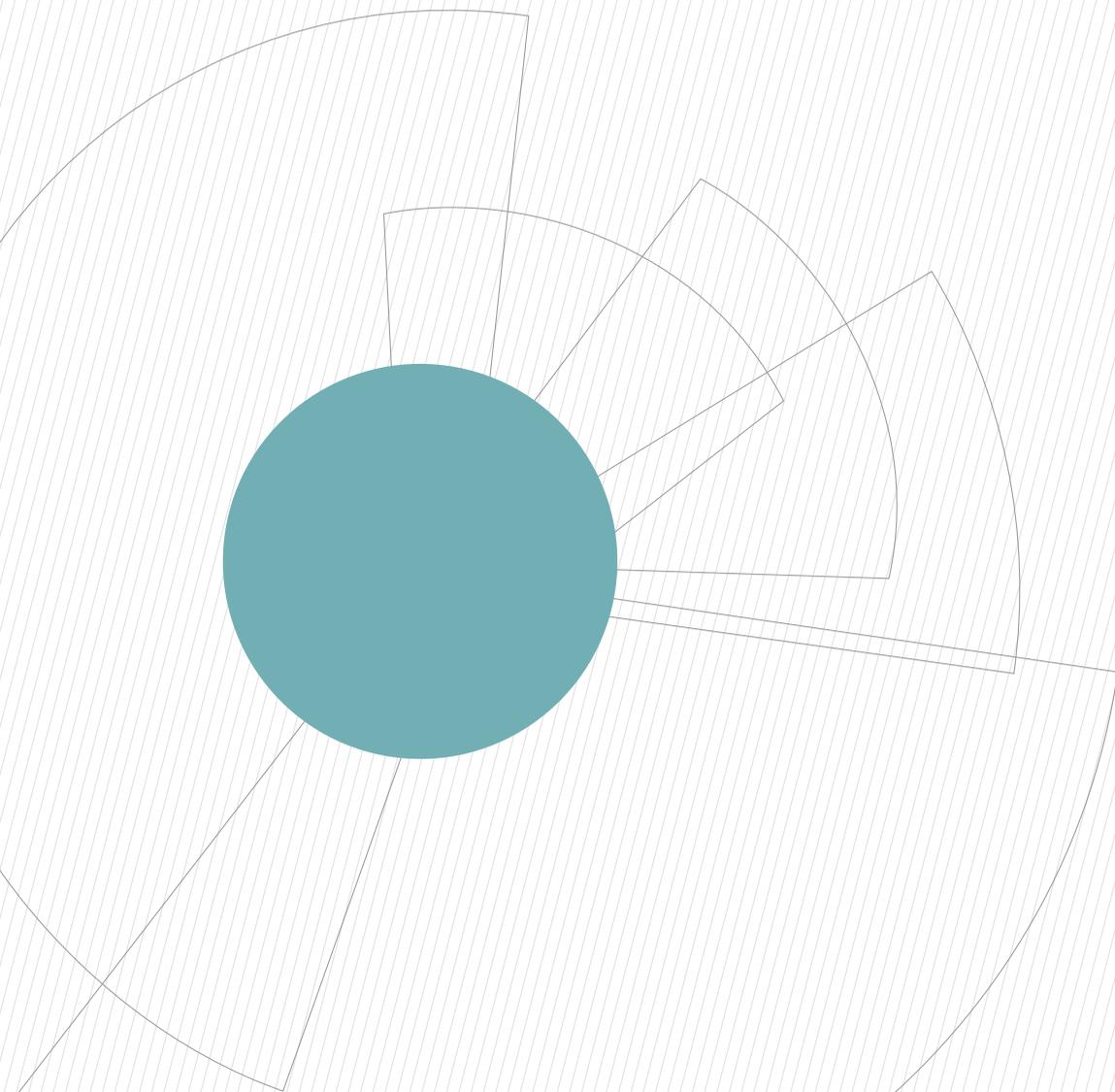
L'indice de référence du marché boursier MASI a enregistré une hausse importante de 18,35% à fin 2021, dépassant son niveau maximal d'avant crise. La volatilité moyenne dudit indice ressort à un niveau modéré en 2021 soit 7,1%, contre 15,12% en 2020. La valorisation globale du marché à fin 2021 s'inscrit en net recul par rapport à l'année dernière, tout en restant à un niveau élevé avec un PER à 23,9x. Le ratio de liquidité du marché, bien que toujours faible, enregistre pour sa part une légère amélioration en 2021 à 9,9% contre 8,8% en 2020. Quant aux émissions de titres de capital sur le marché boursier, elles demeurent limitées avec un volume de 3 milliards de dirhams, au même niveau que celui observé en 2020.

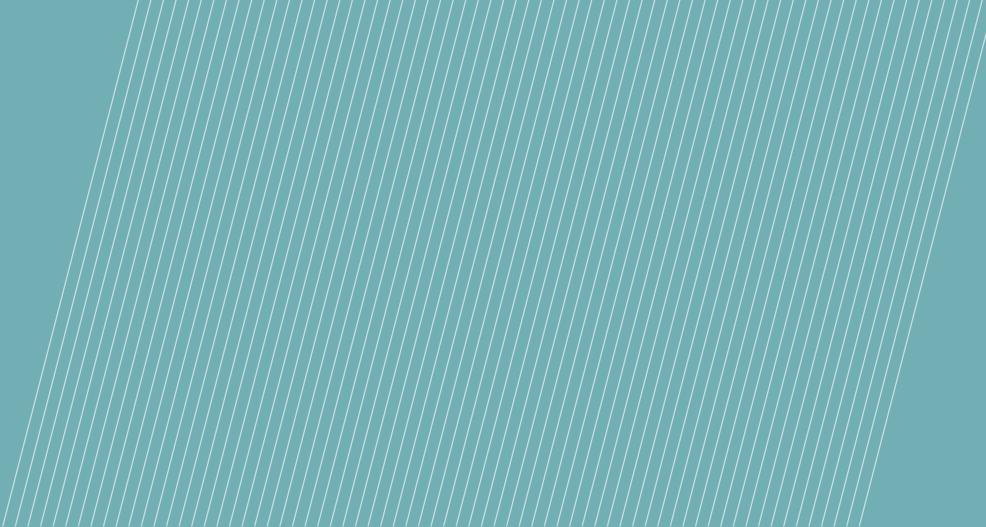
L'activité des OPCVM continue de faire preuve de résilience avec un actif net global de 593 milliards de dirhams, en progression de 13%, principalement investi en titres de créances émis ou garantis par l'Etat. Cette résilience est confortée par les obligations réglementaires encadrant notamment l'endettement, la valorisation et la division des risques au sein des OPCVM. Le marché des OPCI connaît également une évolution favorable avec un actif net de 21,6 milliards en hausse de 254% par rapport à l'exercice précédent. Cet encours est détenu par 21 OPCI dont les stratégies d'investissement ciblent principalement des bâtiments administratifs, des sièges d'institutions financières et des établissements d'enseignements. S'agissant des autres compartiments de la gestion d'actifs, leurs encours, bien qu'en forte croissance, demeurent limités. Le marché de la titrisation a ainsi connu une reprise avec un volume d'émission de 3,5 milliards de dirhams et un actif total de 11,6 milliards. L'activité de capital investissement a enregistré un volume d'émission de 1,9 milliard de dirhams.

Le volume des opérations de prêt de titres s'est élevé à 185 milliards de dirhams en 2021 en baisse continue depuis l'année 2018 et porte principalement sur les BDT à près de 89%. Les OPCVM restent les principaux prêteurs sur le marché avec une part de 81%, tandis que les sociétés non financières et les banques représentent la plus grande proportion d'emprunteurs avec des parts respectives de 34% et 33%. Il convient de rappeler que suite à l'amendement de la loi relative aux prêts de titres en août 2021, la constitution d'une garantie est désormais exigée pour toute opération de prêt de titres à l'exception des opérations intragroupe ou des opérations réalisées par des apporteurs de liquidité ou teneurs de marché.

### **Résilience confirmée des infrastructures de marchés financiers notamment celles d'importance systémique**

Les Infrastructures des Marchés Financiers (IMF) ont maintenu en 2021 une forte résilience aussi bien sur le plan financier que sur le plan opérationnel. Les IMF notamment systémique 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. De plus, l'évaluation de la résilience des IMF suivant les 24 Principes pour les Infrastructures des Marchés Financiers (PIMF) édictés par la Banque des Règlements Internationaux, continue de faire ressortir un niveau de risque faible pour la stabilité financière.





# Développements macroéconomiques



Chapitre



## Aperçu

*Après une contraction de l'économie mondiale en 2020 suite à la crise sanitaire, l'année 2021 s'est caractérisée par une reprise de l'activité économique dans différents pays, soutenue, particulièrement, par les politiques macroéconomiques entreprises précédemment, mais qui demeure, toutefois, incomplète et inégale entre les différentes régions.*

*Au niveau national, la croissance économique a enregistré un élan de reprise remarquable en rebondissant à 7,9% à fin 2021, après une contraction de 7,2% en 2020<sup>2</sup>. Ce rebond a été favorisé par (i) les avancées accomplies en matière de vaccination contre la Covid-19, (ii) le déploiement du stimulus budgétaire, (iii) le maintien de l'orientation accommodante de la politique monétaire et (iv) la bonne campagne agricole nationale. Quant aux perspectives économiques, elles demeurent entourées d'un niveau élevé d'incertitudes, en lien avec les tensions géopolitiques en Ukraine et la contreperformance prévue du secteur agricole. Dans ce contexte, la croissance connaîtrait une nette décélération à 1% en 2022, avant de s'accélérer à 4% en 2023.*

*S'agissant des comptes extérieurs, l'année 2021 s'est soldée par un creusement du déficit du compte courant à 2,3% du PIB, contre 1,2% en 2020. Cette évolution s'explique en particulier par le comportement de la balance commerciale marqué par une hausse des importations plus prononcée que celle des exportations.*

*Concernant les finances publiques, le déficit budgétaire hors produits de cession de participations de l'Etat s'est atténué à 5,9% du PIB en 2021, en recul de plus d'un point de pourcentage par rapport à l'année 2020. Cet allègement s'explique notamment par une progression plus importante des recettes ordinaires comparativement aux dépenses globales. Dans ces conditions, le ratio de la dette du Trésor sur le PIB a légèrement baissé en passant de 72,2% à fin 2020 à 68,9% en 2021 et ce, grâce au rebond du PIB suite au changement de l'année de base opéré par le HCP. En regard de la situation qui se profile, le déficit budgétaire devrait atteindre 6,3% du PIB en 2022 avant de s'alléger à 5,6% en 2023. Parallèlement, le ratio de la dette du Trésor sur le PIB devrait s'établir à 70,1% en 2022 et à 70,7% en 2023.*

*Sur le marché immobilier, les prix des actifs se sont inscrits en baisse de 3,2% par rapport à 2020. En revanche, le nombre de transactions a enregistré une hausse remarquable de 32,8% en 2021 et ce, après avoir accusé une baisse de 13,6% en 2020 consécutive aux effets de la crise sanitaire.*

---

<sup>2</sup> Sous l'effet du double choc de la crise sanitaire et de la sécheresse.

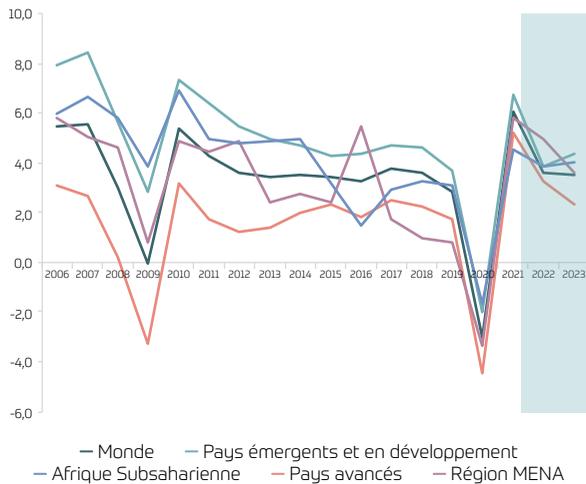
## I.1. Analyse de l'environnement international

### Une reprise inégale et incomplète

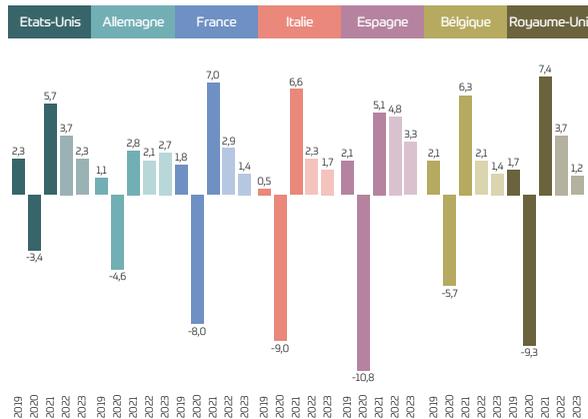
Subséquent à la contraction induite par la pandémie de la Covid-19, l'activité économique mondiale a réalisé une croissance exceptionnelle de 6,1% en 2021. Ce rattrapage s'est opéré grâce principalement à la réaction rapide et vigoureuse des politiques macroéconomiques dans différents pays pour limiter l'incidence du choc systémique sur l'économie réelle et partant, sur le secteur financier.

Ce sont les économies avancées qui ont amorcé la reprise la plus rapide en 2021, soutenues par la vaccination massive de leur population, la levée des restrictions et les plans de relance. Ainsi, sur fond d'une progression de la consommation privée et de l'investissement, le PIB s'est accru de 5,7% aux Etats-Unis, de 5,3% dans la zone euro et de 7,4% au Royaume-Uni. Pour sa part, le Japon a enregistré un timide retour de la croissance (+1,6%) causé par la faiblesse de l'investissement des entreprises.

**Croissance dans le monde (en %)**



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



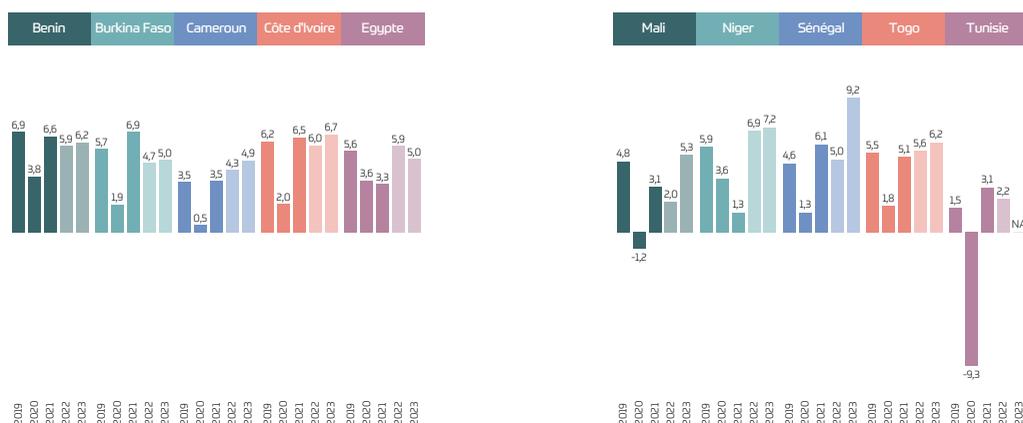
Source : FMI

Dans les pays émergents et en développement, bien que le PIB ait augmenté de 6,8% en 2021, le rythme de la reprise a varié d'une région à une autre. Plusieurs pays ont été pénalisés par l'accès limité aux vaccins, notamment en Europe et en Asie, tandis que d'autres ont souffert des conséquences de la pandémie sur les principaux moteurs de leurs économies (tourisme, exportations...). Par ailleurs, l'élan de la reprise en Amérique Latine et Caraïbes a été plus fort que prévu (+6,7%) en raison de l'assouplissement des restrictions décidées suite à la pandémie et de l'amélioration des conditions extérieures.

Pour leur part, les pays du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord ont bénéficié du dynamisme de la consommation intérieure et de la poursuite des envois de fonds, d'où l'amélioration de la croissance régionale de -3,3% à +5,8%. Cela dit, l'ampleur de la reprise demeure inégale entre les économies, comme en atteste le fort rebond de l'activité au Kuwait (-8,9% à +1,3%), en Tunisie (-9,3% à +3,1%) et aux Emirats Arabes Unies (-6,1% à +2,3%) et la croissance limitée, voire négative dans les pays où perdurent les défis politiques et humanitaires (Irak, Soudan et Yémen).

Quant au rebond de la croissance en Afrique Subsaharienne (de -1,7% à +4,5%), il résulte de la nette amélioration du commerce mondial et de la hausse des prix des matières premières. Par groupement de pays, l'accroissement du PIB passe de 0,9% à 6,2% dans la communauté d'Afrique de l'Est<sup>3</sup>, de 1,8% à 5,6% dans la zone de l'UEMOA<sup>4</sup> et de -1,6% à +1,4% dans la région CEMAC<sup>5</sup>. Parmi les pays qui se sont distingués par une croissance marquée par rapport à l'année précédente, figurent l'Afrique du Sud (de -6,4% à +4,9%), le Rwanda (de -3,4% à +10,2%) et le Botswana (de -8,7% à +12,5%). S'agissant des principaux pays de présence des institutions financières marocaines, l'activité économique a connu une croissance de 1,3% à 6,1% au Sénégal, de 2% à 6,5% en Côte d'Ivoire et de 0,5% à 3,5% au Cameroun.

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



Source : FMI

En termes de perspectives, la consolidation de la croissance dans les différents pays ne pourrait guère s'amorcer en 2022. Les projections économiques se sont en effet assombries suite au conflit russo-ukrainien, qui a induit une crise humanitaire en Europe de l'Est, un stress financier ainsi qu'une montée des pressions inflationnistes (renchérissement des matières premières et perturbations de la production). Ainsi, la croissance mondiale devrait se limiter à 3,6% en 2022 et 2023, freinée principalement par le ralentissement de l'activité dans les pays émergents et en développement.

<sup>3</sup> La communauté d'Afrique de l'Est est composée de cinq pays : Burundi, Kenya, Rwanda, Tanzanie et Ouganda.

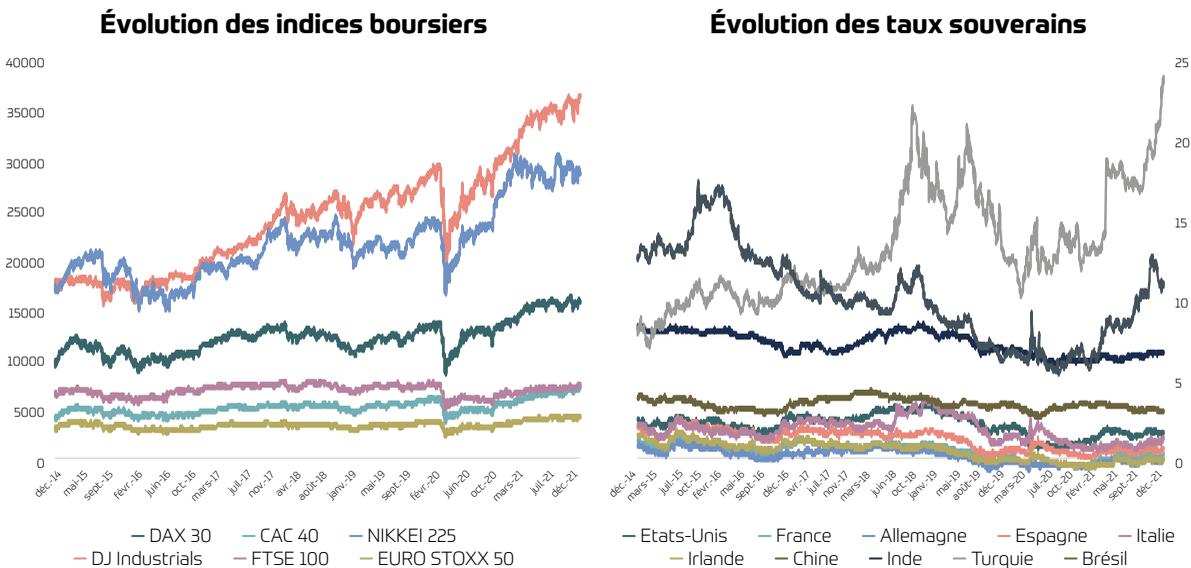
<sup>4</sup> L'Union Monétaire Ouest-Africaine est une zone monétaire regroupant huit pays d'Afrique de l'Ouest : le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, la Guinée-Bissau, le Mali, le Niger, le Sénégal et le Togo.

<sup>5</sup> La Communauté Economique 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.

## Correction progressive des marchés financiers après la crise pandémique

Les marchés boursiers ont clôturé l'année 2021 en hausse, profitant de la reprise économique. Ainsi, le Dow Jones Industrial, l'Eurostoxx 50, le CAC40, et le DAX 30 se sont raffermis de plus de 15%, tandis que le Nikkei 225 s'est accru de 4,9%. Cette bonne performance s'est accompagnée par une forte volatilité, bien qu'en atténuation par rapport à 2020, causée par les craintes quant à l'évolution des nouvelles variantes du virus, la hausse de l'inflation et les incertitudes au sujet des décisions des politiques monétaires. En 2021, le VIX a reculé de 21,91 en janvier à 17,96 en décembre et le VSTOXX de 21,32 à 19,04. Pour sa part, le MSCI EM a accusé un léger recul de 4,6%, en lien notamment avec la faible vaccination dans plusieurs pays émergents.

Les incertitudes ont également affecté les marchés obligataires, comme en atteste la hausse des taux des bons du Trésor à 10 ans, tant dans les principales économies avancées que celles émergentes ou en développement.



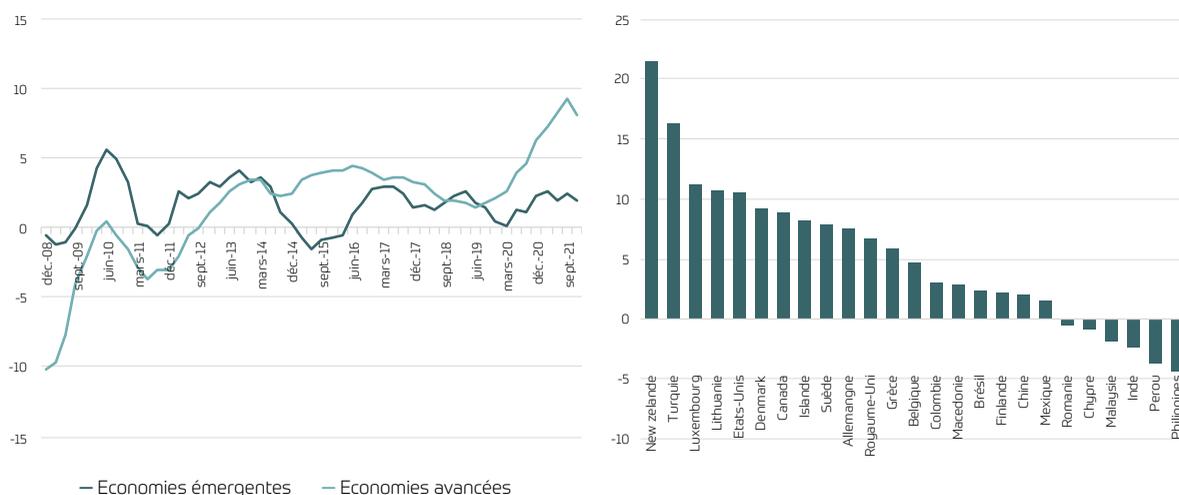
Source : Datastream

S'agissant des marchés de change, le regain d'optimisme quant à une reprise économique plus vigoureuse aux Etats-Unis comparativement aux autres pays, conjugué à un durcissement monétaire en perspective, ont soutenu le dollar face à l'euro dont la parité s'est établie au terme de l'année 2021 à 1,14 dollar contre 1,23 dollar à fin 2020. Pour leur part, les monnaies des pays émergents se sont globalement dépréciées face au dollar, à l'exception du yuan chinois qui s'est légèrement apprécié au cours de 2021.

## Redressement graduel des marchés immobiliers

Un renchérissement quasi-généralisé des biens immobiliers résidentiels a été constaté en 2021, notamment dans les pays avancés qui ont enregistré une hausse des prix de 8,2% après 4,3% en 2020. Cet accroissement de la valeur des logements immobiliers est expliqué par la forte demande, elle-même stimulée par le niveau relativement bas des taux d'intérêt et la recherche d'un lieu de résidence plus spacieux. Les évolutions les plus marquées concernent la Nouvelle-Zélande (21,5% après 8,3%), les Pays-Bas (11,9% après 6,3%) et les Etats-Unis (10,6% après 5,1%). La hausse des prix s'est, en revanche, limitée à 2,2% dans les pays émergents, couvrant des évolutions contrastées entre les pays, allant d'un repli en Malaisie (-1,8%) et aux Philippines (-4,3%) et une forte croissance en Chili (7,1%) et en Turquie (16,3%).

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

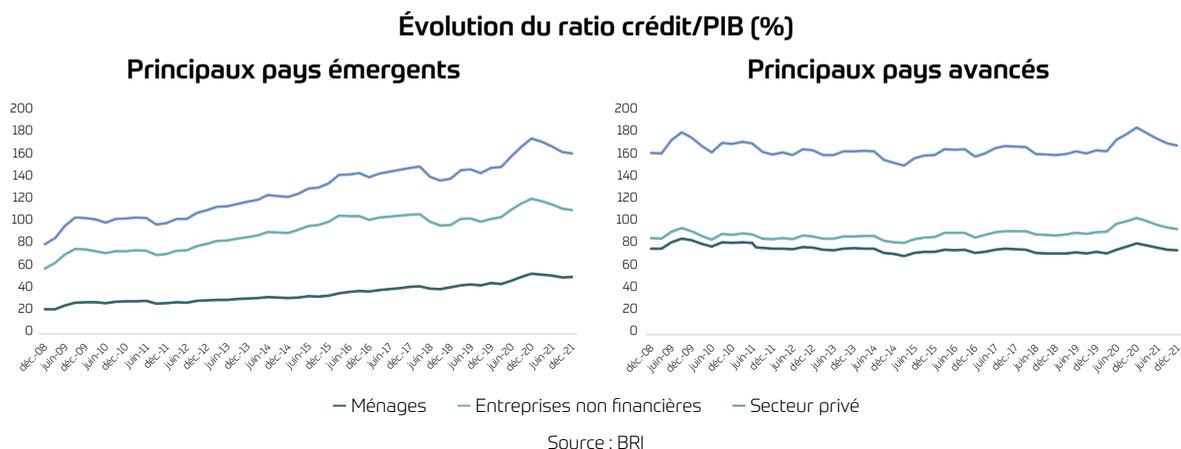


Source : BRI

Pour sa part, l'immobilier commercial a commencé à se remettre des répercussions de la pandémie, bénéficiant du retour graduel de l'activité économique. Ainsi, plusieurs pays ont enregistré une atténuation des baisses des prix, voire un accroissement de la valeur des biens à usage professionnel.

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

Les répercussions de la crise ont continué d'exacerber les besoins de financement des agents non financiers en 2021, maintenant l'ampleur de leurs dettes à des niveaux préoccupants, et ce malgré le ralentissement du rythme d'évolution des crédits dans plusieurs pays. Ainsi, le ratio d'endettement des ménages/PIB s'est établi à 51% (après 54,2%) dans les pays émergents et 75% (après 81,2%) dans les pays développés. Pour sa part, le crédit des entreprises non financières rapporté au PIB a diminué d'environ 10 points de pourcentage par rapport à 2020, revenant à 111% dans les pays émergents et à 94% dans les pays avancés.



L'endettement public s'est maintenu, quant à lui, à des niveaux élevés dans la majorité des pays, en lien avec les efforts de grande envergure fournis par les Etats pour contrer la progression de la Covid-19, combinés aux conditions de financement globalement accommodantes. Rapportée au PIB, la dette publique a certes diminué dans les pays avancés, revenant de 123% à 120%, suite au rebond du PIB, mais demeure à des niveaux supérieurs à 100% du PIB, particulièrement dans certains pays de la zone euro, au Canada, au Japon et aux Etats-Unis. Quant au groupement des pays émergents et en développement, il a enregistré un accroissement de la dette publique par rapport au PIB de 1,2 point de pourcentage, s'établissant à 65%. Cette évolution reflète principalement la hausse de l'endettement des pays d'Asie, tels que la Thaïlande, les philippines et l'Indonésie.

### Accentuation des vulnérabilités financières affectant la stabilité financière à moyen terme

L'atténuation des effets de la crise induite par le choc sanitaire et le maintien de la stabilité financière à l'échelle internationale risquent d'être perturbés en 2022, suite aux conséquences de la guerre russo-ukrainienne. En particulier, l'intensification de ce conflit et de ses répercussions pourraient accentuer les vulnérabilités financières accumulées pendant la pandémie, à travers notamment :

- Le renchérissement des produits de base qui ne manquerait pas d'accentuer les pressions inflationnistes dans différents pays, incitant à une normalisation plus rapide que prévue des politiques monétaires ;
- L'exposition directe et indirecte des institutions financières à la Russie porterait préjudice à la solidité du secteur financier de certains pays européens ;
- Les difficultés économiques accrues des entreprises non financières qui risquent de s'aggraver en raison des perturbations des chaînes d'approvisionnement et la hausse du coût de l'énergie.

Par ailleurs, la pandémie Covid-19 a accéléré l'utilisation des services financiers numériques, augmentant les risques technologiques y afférents. En effet, la matérialisation des cyber-risques (cyber-attaque) à l'encontre notamment d'un établissement systémique ou d'une entreprise technologique fournissant des services aux institutions financières, pourrait se répercuter négativement sur l'ensemble du secteur financier. Parallèlement, l'évolution rapide des marchés des crypto-actifs et leur utilisation accrue par les investisseurs institutionnels ne manqueraient pas d'engendrer de nouveaux risques pour la stabilité financière.

En outre, le secteur financier devrait faire face, à moyen terme, aux conséquences de la montée des risques climatiques (physiques et de transition). En effet, les événements liés au climat pourraient entraîner des changements marqués dans les prix des actifs et être concentrés dans certains secteurs et/ou régions.

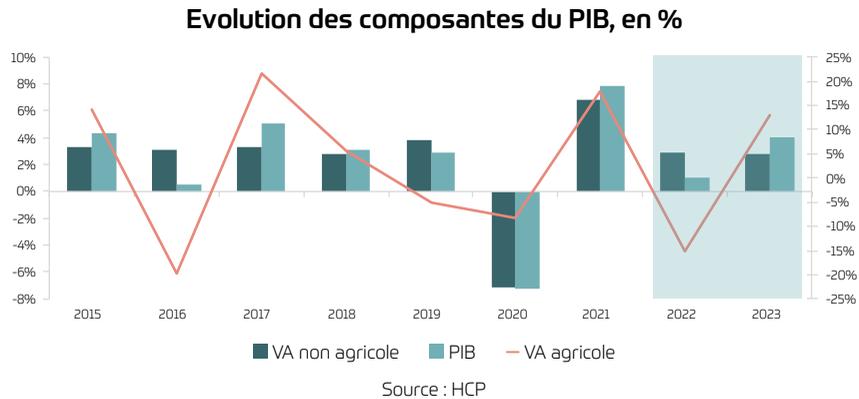
En vue d'atténuer les vulnérabilités financières et réduire la probabilité de l'occurrence des risques précités, le FMI recommande aux différents pays de :

- Fournir des orientations claires sur le processus de normalisation pour éviter un resserrement désordonné des conditions financières ;
- Définir une politique budgétaire adaptée et souple, notamment pour les pays ayant été durement touchés par la guerre et ceux ayant subi les hausses des prix des matières premières ;
- Entreprendre des mesures ciblées, dont le resserrement du cadre macroprudentiel, pour contenir l'accumulation de vulnérabilités financières pendant le processus de normalisation des politiques ;
- Intensifier les efforts pour mettre en œuvre la feuille de route de la COP26 afin d'atteindre les objectifs de carbo-neutralité ;
- Intégrer le risque cyber dans l'analyse de la stabilité financière.

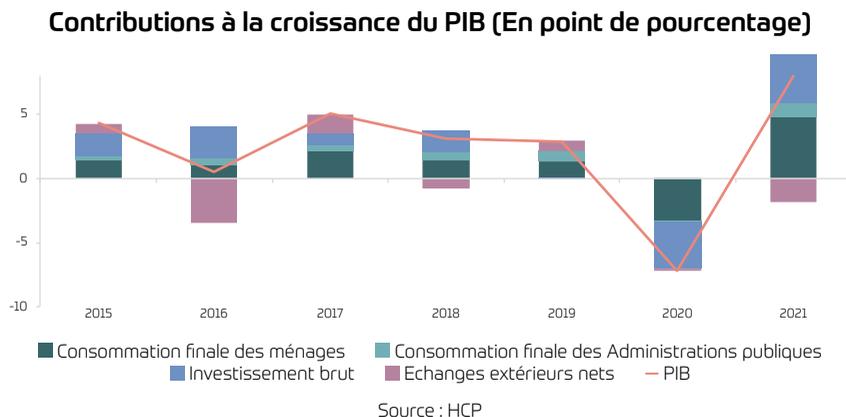
## I.2. Développements macroéconomiques domestiques

### Après un choc récessif sans précédent en 2020, l'économie marocaine a enregistré un fort rebond en 2021

À l'instar des élans de reprise de la croissance économique observés à l'international, l'économie marocaine a enregistré un rebond de son activité en 2021, bénéficiant notamment (i) des avancées importantes en matière de vaccination contre la Covid-19, (ii) du déploiement du stimulus budgétaire, (iii) du maintien de l'orientation accommodante de la politique monétaire et (iv) de la bonne campagne agricole nationale. Dans ces conditions, la croissance a nettement rebondi à 7,9%, après une contraction de 7,2% en 2020. Cette évolution recouvre une hausse de 6,6% de la valeur ajoutée non agricole et de 17,8% de celle des activités agricoles, après un repli respectivement de 6,9% et de 8,1% un an auparavant.



Contrairement à l'année précédente, la demande intérieure a contribué positivement à la croissance économique à hauteur de +9,8 points de pourcentage, contre -7% un an auparavant, principalement, en raison de l'amélioration de la consommation finale des ménages et du redressement de l'investissement. En revanche, les échanges extérieurs nets ont participé négativement à la croissance économique à hauteur de 1,8 point de pourcentage, du fait d'une hausse plus prononcée des importations de biens et services que celles des exportations.

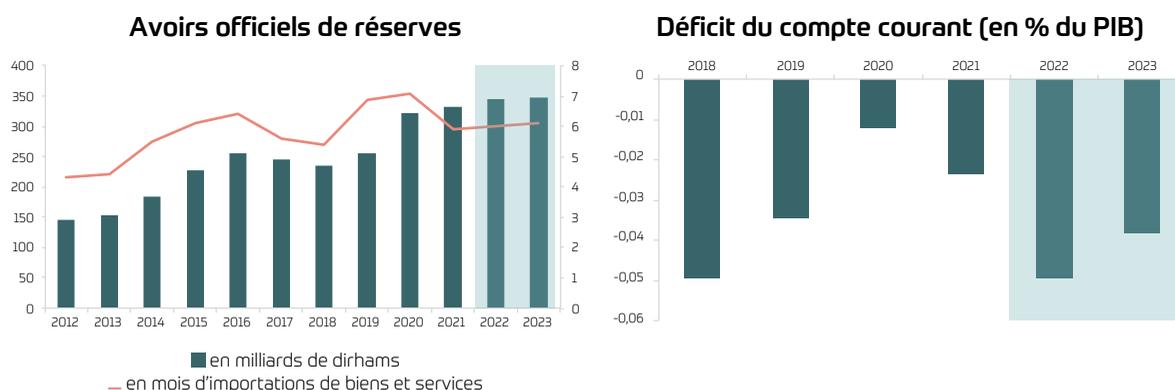


Les perspectives économiques pour les années 2022 et 2023 sont considérablement affectées par les répercussions du conflit russo-ukrainien qui intervient à un moment où l'économie marocaine est encore fragilisée par les perturbations persistantes de la crise sanitaire et la mauvaise performance attendue du secteur agricole. Dans ce contexte, la croissance connaîtrait une nette décélération à 1% en 2022, avant de s'accélérer à 4% en 2023 se traduisant essentiellement par le redressement prévu des activités agricoles. Quant à l'inflation, elle devrait grimper de 1,4% en 2021 à 5,3% en 2022, en raison de la hausse de sa composante sous-jacente et l'envolée des prix de l'énergie et des produits de base sur les marchés mondiaux dans le sillage de la crise russo-ukrainienne. L'inflation devrait ensuite décélérer à 2% en 2023.

### Reprise des échanges et creusement du déficit du compte courant en 2021

L'année 2021 s'est soldée par un creusement du déficit du compte courant à 2,3 % du PIB, contre 1,2% en 2020. Cette évolution est attribuée à la détérioration de 38,8 milliards de dirhams du déficit commercial dans le sillage de la reprise remarquable des importations comparativement aux exportations. Les transferts des MRE ont enregistré une progression exceptionnelle de 37,5 % à 93,7 milliards de dirhams en 2021 alors que les recettes de voyages ont affiché une nouvelle baisse de 5,9% à 34,3 milliards de dirhams après un repli de 53,7% en 2020, en lien avec la persistance des effets de la pandémie et le maintien des restrictions de voyages. Par ailleurs, le flux net des investissements directs étrangers au Maroc (IDE) s'est accru de 43,6% pour s'établir à 19,4 milliards de dirhams. Quant au flux net des investissements directs des marocains à l'étranger, il a légèrement augmenté de 4,5% à 4,6 milliards de dirhams.

Compte tenu de ces évolutions, les avoirs officiels de réserve se sont renforcés de 10,2 milliards de dirhams, pour s'établir à 330,8 milliards de dirhams au terme de l'année 2021, contre 320,6 milliards de dirhams un an auparavant. Toutefois, en termes de mois d'importations de biens et services, le taux de couverture a baissé de 7 mois et 4 jours en 2020 à 5 mois et 29 jours d'importations de biens et services en raison notamment de la hausse importante des importations aussi bien en volume qu'en valeur.

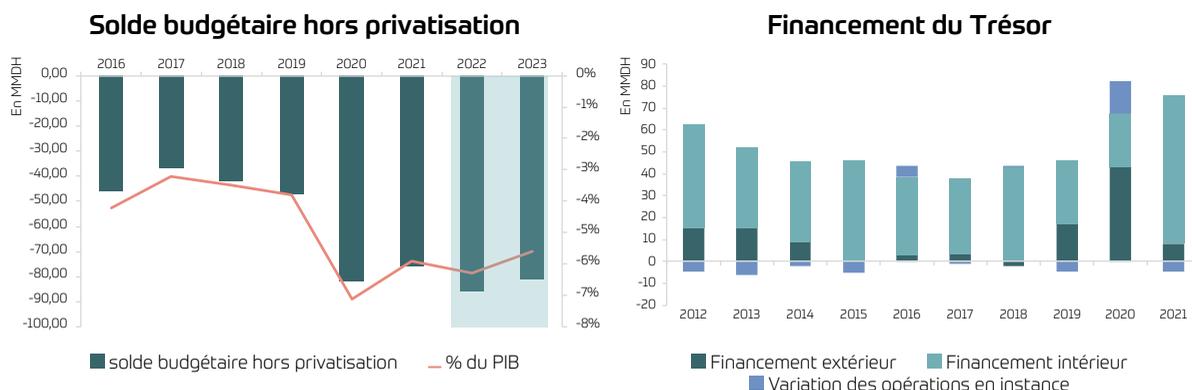


Source : BAM

Sous les hypothèses d'entrées de dons et des sorties prévues du Trésor à l'international, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 342,5 milliards de dirhams en 2022 et à 346,4 milliards de dirhams à fin 2023, soit l'équivalent d'environ 6 mois d'importations de biens et services.

## Atténuation du déficit budgétaire et baisse du ratio de la dette du Trésor sur le PIB

L'exécution de la loi de finances au terme de l'année 2021 a fait ressortir un déficit budgétaire hors privatisation de 5,9% du PIB, en baisse par rapport à l'année précédente (7,1% en 2020). Cet allègement reflète notamment une progression plus importante des recettes ordinaires (+10%) comparativement aux dépenses globales (+4,7%).

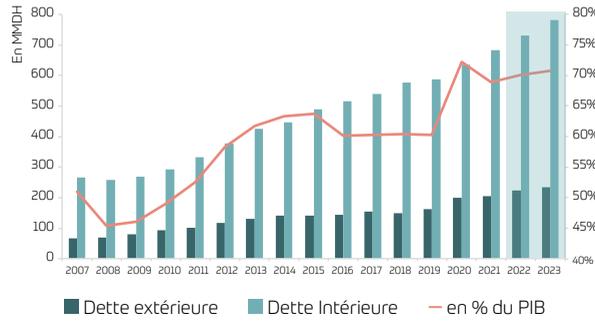


Source : BAM et MEF

Au regard d'une réduction du stock des opérations en instance d'un montant de 4,7 milliards, le déficit de caisse a atteint 81 milliards en 2021. Dans ces conditions, le besoin de financement du Trésor a été couvert par le recours aux financements intérieurs avec un flux net de 67,5 milliards de dirhams et au marché extérieur pour un flux net de 8,1 milliards de dirhams et par des rentrées de cessions des participations de l'Etat de 5,4 milliards provenant notamment de la cession de 35% du capital de Marsa Maroc. En conséquence, le ratio de la dette du Trésor a enregistré une légère baisse de 3,3 points de pourcentage passant de 72,2% du PIB à fin 2020 à 68,9% du PIB en 2021 suite au rebond du PIB ayant résulté du changement de l'année de base opéré par le HCP<sup>6</sup>. Cette situation d'endettement du Trésor se caractérise par une prédominance de la dette intérieure constituant 53,1% du PIB contre 15,9% du PIB pour la dette extérieure. L'encours de la dette intérieure du Trésor s'est élevé à 681,5 milliards de dirhams à fin 2021, en hausse de 7,7% par rapport à 2020. Quant à la composante extérieure, son encours a atteint l'équivalent de 203,8 milliards de dirhams, en hausse de 2% par rapport à 2020.

<sup>6</sup> Le HCP a en effet procédé, au niveau des comptes nationaux, au changement de l'année de base de 2007 à 2014 engendrant ainsi des révisions des agrégats de la comptabilité nationale et de leurs accroissements.

### L'encours de la dette du Trésor



Source : MEF

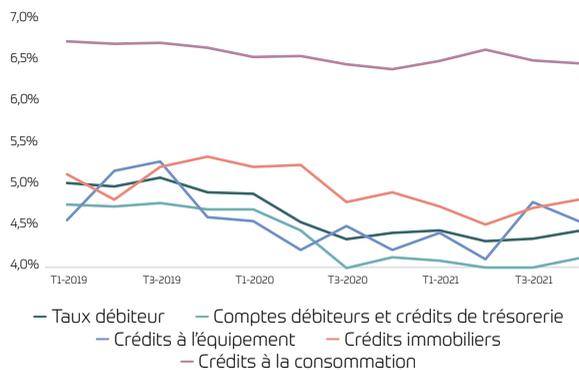
En termes de perspectives, le déficit budgétaire devrait se situer à 6,3% du PIB en 2022, sous l’hypothèse de la mobilisation des ressources découlant des mécanismes de financement spécifiques et des recettes de monopoles. En 2023, il s’atténuerait à 5,6% du PIB, en raison de l’amélioration prévue des rentrées fiscales.

Pour sa part, le ratio de la dette du Trésor sur le PIB devrait s'alourdir à 70,1% en 2022 et 70,7% en 2023. Cette dynamique haussière du ratio de la dette pourrait réduire les marges de manœuvre sur le plan budgétaire et accentuer davantage les vulnérabilités qui pèsent sur la stabilité financière.

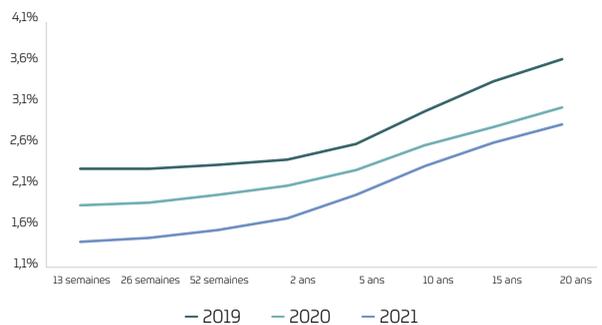
### Allègement du besoin en liquidité des banques et poursuite du ralentissement du crédit malgré la tendance baissière des taux d'intérêt débiteur

Les conditions monétaires à fin 2021 ont été marquées par un repli du taux débiteur global qui s’est établi en moyenne à 4,39% contre 4,55% un an auparavant, s’inscrivant ainsi dans la tendance baissière observée sur les quatre dernières années. Ce recul concerne principalement les taux applicables aux crédits immobiliers et aux comptes débiteurs et crédits de trésorerie. De même, les taux d’intérêt sur le marché secondaire des bons du Trésor, au titre de l’année 2021, ont poursuivi leur tendance baissière, notamment pour les maturités courtes.

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



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



Source : BAM

Le besoin en liquidité des banques s'est atténué à 64,4 milliards de dirhams en moyenne au quatrième trimestre 2021 traduisant notamment l'amélioration des réserves de change et le maintien d'une politique monétaire accommodantes. Il devrait se creuser à 78,2 milliards de dirhams à fin 2022 puis à 91,9 milliards à fin 2023.

S'agissant de la croissance du crédit accordé aux agents non financiers, elle a décéléré à 3,1% après 4% en 2020, en relation avec la baisse des prêts octroyés aux entreprises privées et publiques. Sur l'horizon de prévision, elle devrait maintenir un rythme modéré autour de 4%.

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

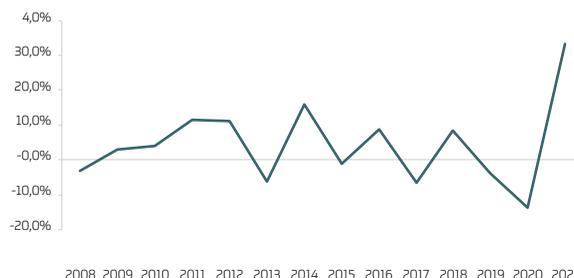
Sur l'ensemble de l'année 2021, les prix des actifs immobiliers se sont inscrits en baisse de 3,3% par rapport au niveau de l'année précédente. Cette dépréciation recouvre des replis de 4% des prix des actifs résidentiels, de 1,9% de ceux des terrains et de 4,6% de ceux des biens à usage professionnel.

De son côté, le nombre de transactions a enregistré une forte hausse de 33,1% en 2021, et ce, après avoir accusé une baisse de 13,6% en 2020 consécutive à l'impact de la crise de la Covid-19. Ce rebond a concerné l'ensemble des catégories de biens immobiliers, avec des taux de progression de 26,4% pour le résidentiel, de 50,3% pour le foncier et de 46,3% pour les biens à usage professionnel.

Variation annuelle de l'IPAI, en %



Evolution du nombre de transactions, en%

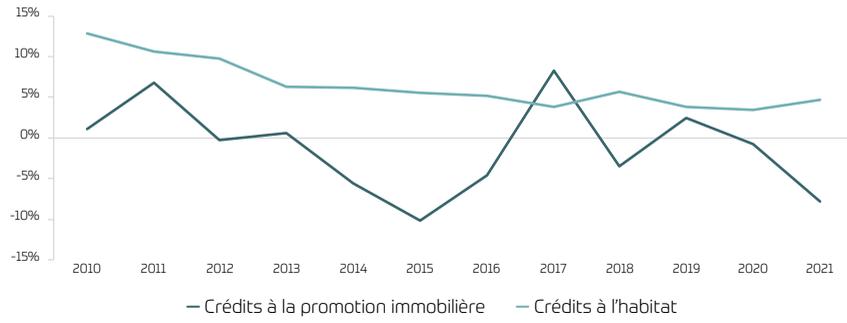


Source : BAM

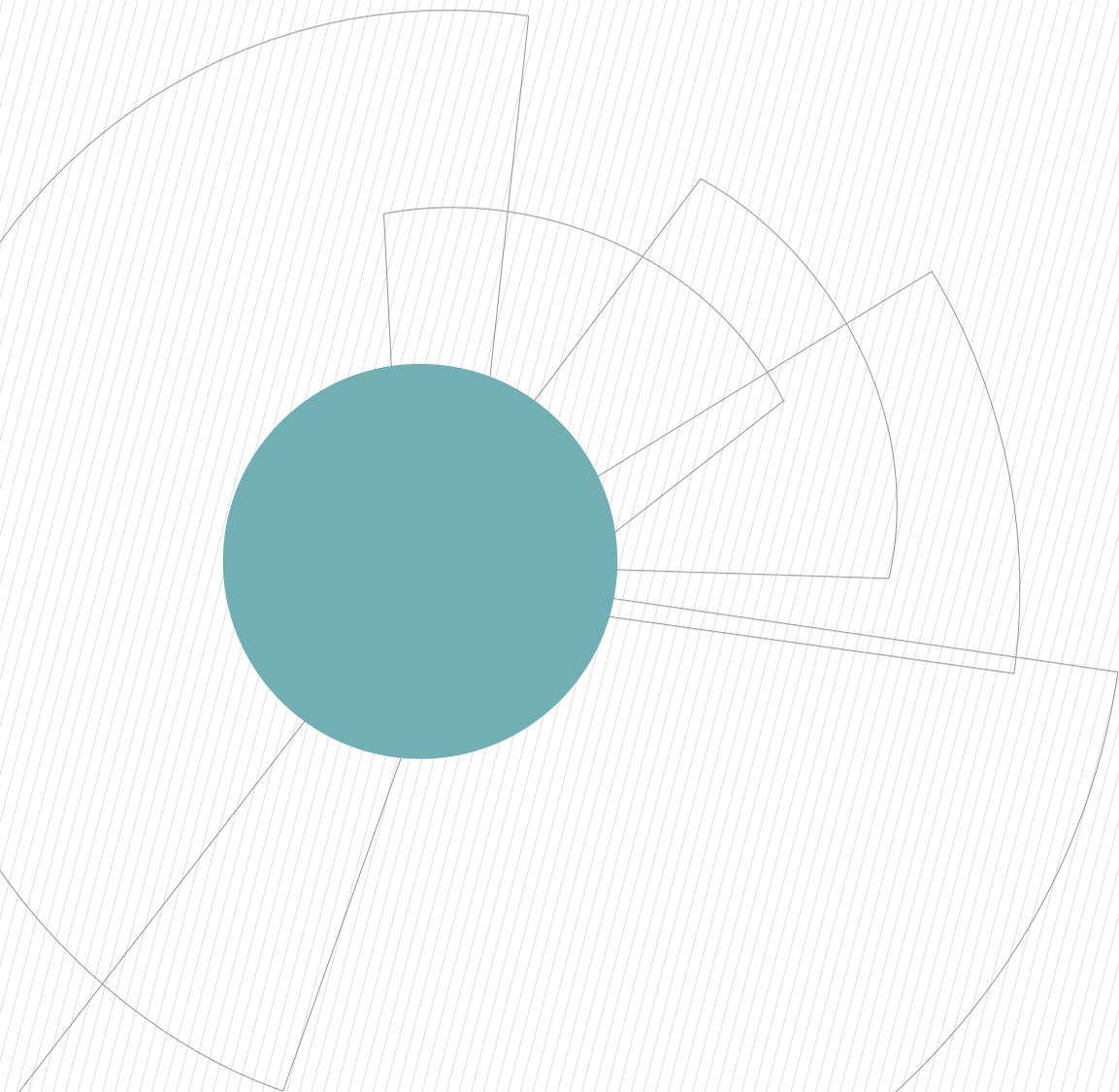
Pour sa part, l'encours des crédits immobiliers s'est apprécié de 2,4% pour s'établir à 291,1 milliards de dirhams à fin 2021. Cette évolution est due notamment à la progression des crédits à l'habitat (+4,7%), encouragés par le tassement des taux d'intérêt immobiliers et le maintien au titre du 1<sup>er</sup> semestre de l'année 2021 de certains avantages fiscaux<sup>7</sup> sur les droits d'enregistrement. En revanche, l'encours des crédits à la promotion immobilière a accusé une baisse de 8% à fin 2021, traduisant particulièrement la poursuite de l'écoulement des stocks des invendus amenant les promoteurs à limiter leur endettement.

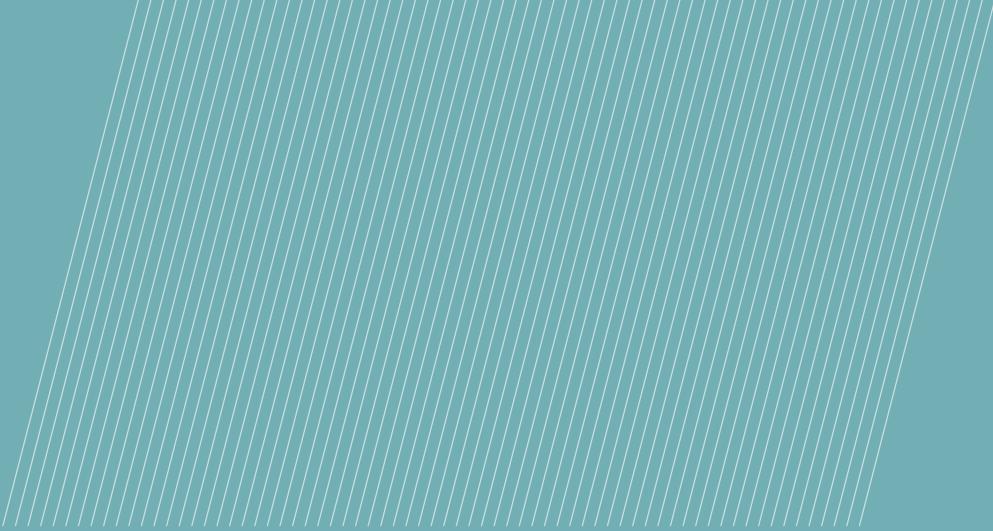
<sup>7</sup> Prolongation jusqu'au 30 juin 2021 de la réduction des droits d'enregistrement pour les achats immobiliers instaurée dans la loi de Finances rectificative au titre de l'année 2020.

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



Source : BAM





# Situation financière des agents non financiers



Chapitre



## Aperçu

*Au titre de 2021, le patrimoine financier des ménages a poursuivi sa progression au même rythme que l'année dernière, enregistrant une croissance de 5% après 5,1% en 2020 et 5,5% en moyenne sur la période 2015-2019. Son montant global s'élève à 919,5 milliards de dirhams, dont 754 milliards de dirhams sous forme de dépôts bancaires.*

*Pour sa part, la dette des ménages a atteint 386 milliards de dirhams, en hausse de 4,8% contre 2,7% en 2020, reprenant son niveau de progression d'avant crise. Leurs créances en souffrance ont totalisé 38,8 milliards de dirhams, en augmentation de 9,3% contre 20,9% une année auparavant et représentant 10,1% du total des crédits accordés aux ménages contre 9,6% en 2020 et 7,6% en moyenne sur la période 2015-2019.*

*Les Entreprises Non Financières (ENF) publiques et privées, quant à elles, ont vu leur dette financière (bancaire, obligataire et extérieure) décélérer de nouveau à 1,6% en 2021 contre 2,4% en 2020, représentant ainsi 69,3% du PIB. Ce ralentissement recouvre un repli de 2% de l'endettement des entreprises publiques dont la dette financière s'est inscrite en baisse depuis 2015 et une décélération de l'endettement financier des entreprises privées à un rythme de 3,2% en 2021, en lien notamment avec le ralentissement de sa composante bancaire.*

*Par ailleurs, les créances en souffrance des ENF se sont accrues de 6,6% en 2021 à 61 milliards de dirhams, après un accroissement de 11,3% en 2020, maintenant ainsi leur taux de défaut à 11,3%.*

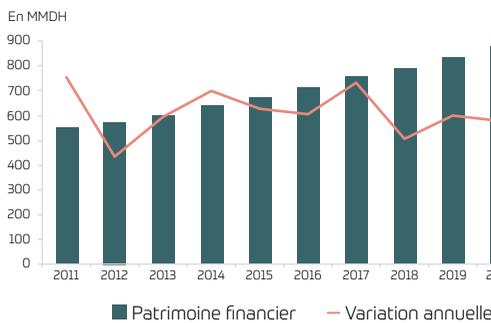
*L'étude de l'endettement d'un échantillon composé de 74.238 entreprises non financières publiques et privées, cumulant au terme de l'année 2020, un chiffre d'affaires (CA) de 584 milliards de dirhams, fait ressortir un montant des dettes de financement moyen et long terme de près de 350 milliards de dirhams, soit 48% de leurs capitaux permanent et des dettes à court terme de près de 50 milliards de dirhams, soit un taux de 9% du chiffre d'affaires. Cette étude révèle aussi la persistance de l'allongement des délais de paiement atteignant plus de 200 jours de chiffre d'affaires pour le segment TPE en allongement de près de 50 jours par rapport à l'année précédente. Au plan sectoriel, les secteurs d'activité les plus impactés par la hausse des délais de paiement, sont les secteurs « Industrie manufacturière », « Transport et entreposage » et « Activités immobilières ».*

## II.1. Ménages

### Le patrimoine des ménages a progressé au même rythme que l'année 2020

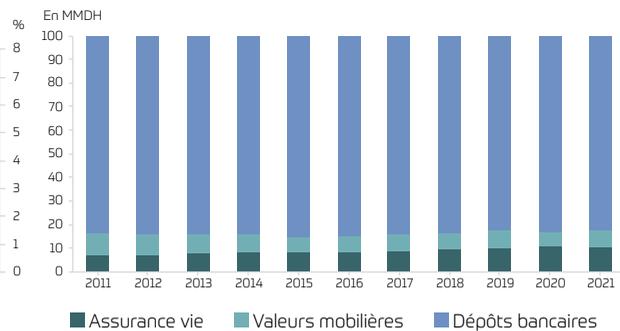
Le patrimoine financier des ménages<sup>8</sup> a poursuivi sa progression à un rythme semblable à celui de l'année dernière, enregistrant une croissance de 5% contre 5,1% en 2020 et 5,5% en moyenne sur la période 2015-2019. Son montant global s'élève à 919,5 milliards de dirhams composé à hauteur de 82% de dépôts bancaires<sup>9</sup> contre 11% pour les placements en assurance vie et 7% sous forme de valeurs mobilières. Cette structure reste quasiment inchangée d'une année à l'autre.

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



Source : BAM

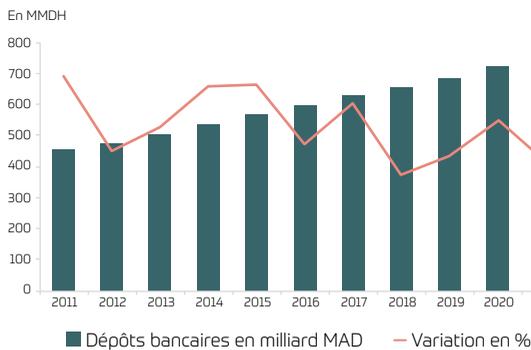
**Structure du patrimoine financier des ménages, en %**



Source : ACAPS et BAM

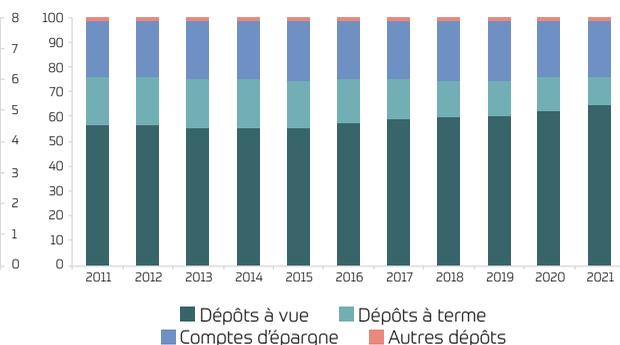
Les dépôts bancaires des ménages ont progressé au titre de l'année 2021 de 4,1% contre 5,5% en 2020, atteignant un montant de 754 milliards de dirhams. Par catégorie, les dépôts à vue ont connu une augmentation de leur part dans le total des dépôts, pour s'établir à 65% après 63% une année auparavant, tandis que les dépôts à terme ont vu leur part reculer de 1,4 point à 12%. Les comptes d'épargne ont maintenu leur proportion stable autour de 23%.

**Evolution des dépôts bancaires**



Source : BAM

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



Source : BAM

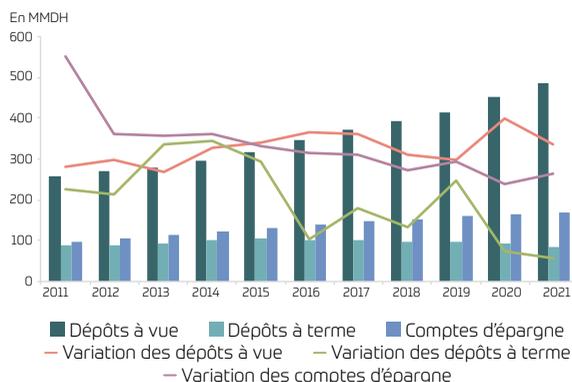
<sup>8</sup> Hors monnaie fiduciaire  
<sup>9</sup> Y compris ceux auprès des banques et fenêtres participatives

Les dépôts à vue ont ainsi totalisé un montant de 487 milliards de dirhams, avec un surplus de 31 milliards de dirhams, traduisant une hausse de 6,8% après 10% une année auparavant.

La contraction des dépôts à terme s'est encore confirmée au terme de l'année 2021 et s'est établie à 7,1% après 6,4% en 2020. Le manque d'intérêt vis-à-vis de ce produit émane de la tendance baissière des taux de rémunération, observée depuis 2015. D'une année à l'autre, les taux de rémunération des dépôts à 6 mois se sont réduits de 2,51% à 2,19% et de 2,80% à 2,53% pour les dépôts à 12 mois.

Les comptes d'épargne, pour leur part, se sont accrus de 3,1% à 172 milliards de dirhams, contre 1,9% un an auparavant. Cette croissance demeure en deçà du rythme de progression moyen (5,2%) observé sur la période 2015-2019.

### Evolution des composantes des dépôts bancaires



Source : BAM

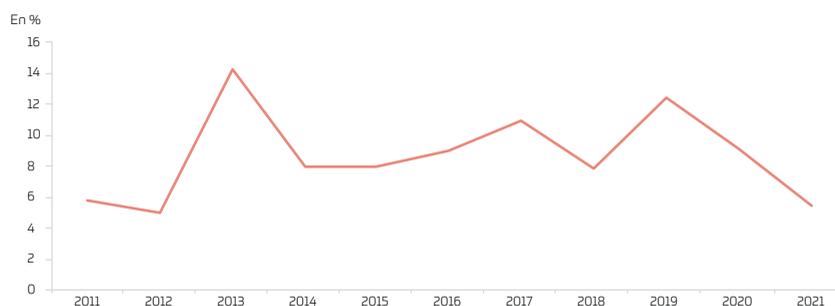
### Evolution des taux rémunérateurs des dépôts à terme, en %



Source : BAM

Les placements des ménages sous forme de contrat d'assurance vie ont augmenté de plus de 5 milliards de dirhams d'une année à l'autre, pour totaliser 99,4 milliards de dirhams en 2021, soit une progression de 5,4% contre 9,1% enregistrée une année auparavant. Malgré son rythme soutenu, les souscriptions à ce type de placement se sont inscrites depuis 2015 dans une tendance baissière, exception faite de l'année 2019 où leur croissance s'est élevée à 12,4%.

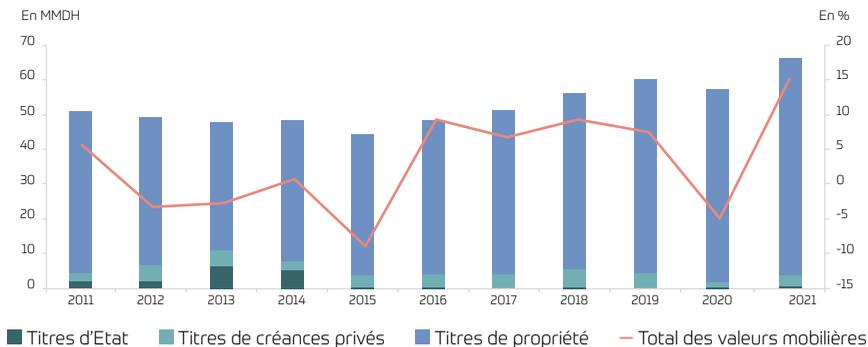
### Evolution des placements des ménages en assurance vie



Source : ACAPS, Calculs BAM

En termes de valeurs mobilières, les placements des particuliers ont réalisé une croissance notable de 15,2% en 2021 après une baisse de 5% en 2020, cumulant ainsi un montant global de 66 milliards de dirhams. Cet accroissement est dû, notamment à la progression de 12% des titres de propriété, dont le montant s'est élevé à 62,3 milliards de dirhams, suivis des titres de créances privées qui ont doublé par rapport à 2020, passant de 1,7 milliard à 3,4 milliards de dirhams. De leur part, les placements des ménages en titres d'État ont légèrement progressé en 2021 et ce, après un retrait remarquable depuis 2016. Leur encours s'est établi à 0,3 milliard de dirhams, représentant 0,5% dans le total des valeurs mobilières détenues par les ménages.

### Evolution des valeurs mobilières détenues par les ménages



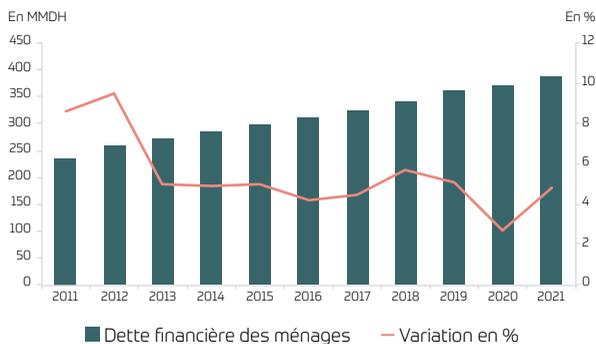
Source : BAM

### La dette globale des ménages a repris sa progression observée avant 2020

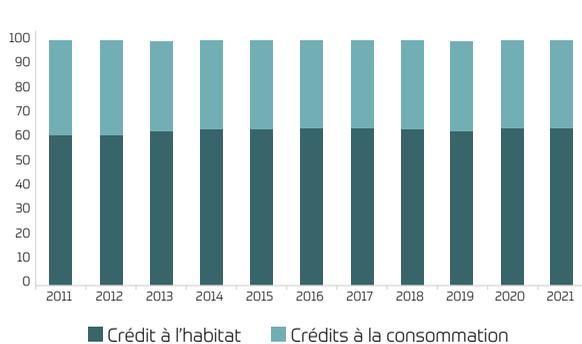
La dette globale des ménages a atteint un montant de 386 milliards de dirhams, dont 13,3 milliards de dirhams proviennent du financement participatif. Elle a augmenté de 4,8% contre 2,7% en 2020, se rapprochant ainsi de son niveau de progression moyen de 4,9% observé sur la période 2013-2019.

Composée à hauteur de 65% des crédits à l'habitat et 35% des crédits à la consommation octroyés par les banques et les sociétés de financement, la dette globale des ménages continue de représenter plus d'un tiers du portefeuille des crédits de ces établissements.

#### Evolution de la dette financière des ménages



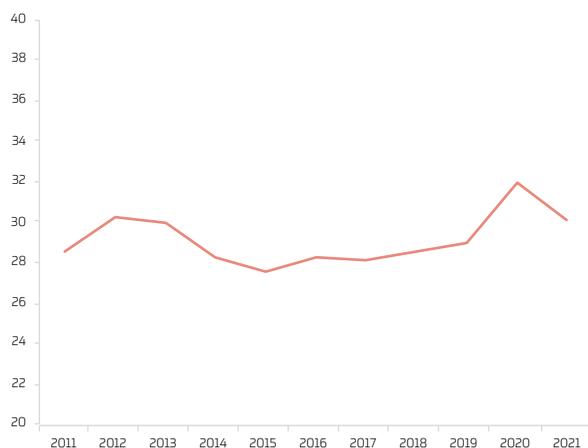
#### Composition de la dette financière des ménages, en %



Source : BAM

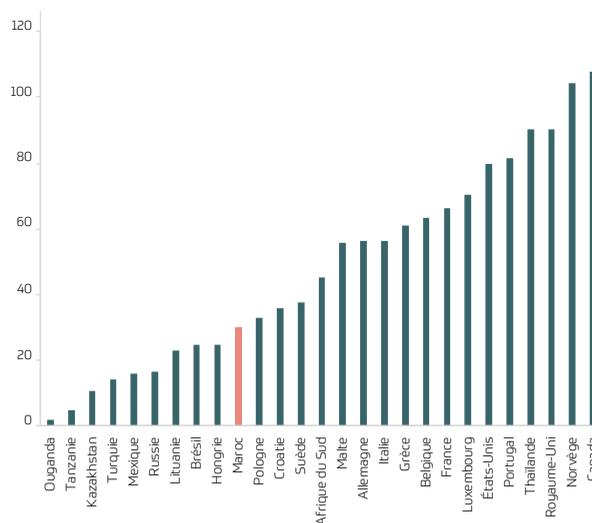
La dette globale des ménages rapportée au PIB a baissé de 32% à 30% à fin 2021, en lien avec le redressement du PIB après sa forte contraction observée en 2020. Comparativement à d'autres économies, ce ratio demeure à un niveau largement inférieur à celui observé dans plusieurs pays, notamment les économies développées.

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



Source : BAM

**Dette des ménages en % du PIB**



Source : FMI

L'endettement des résidents, représentant une part dominante dans la dette globale des ménages<sup>10</sup>, a atteint 366 milliards de dirhams avec une progression annuelle de 4,7% contre 3,2% enregistrée une année auparavant. Rapporté au PIB, il a reculé de 30% à 28%.

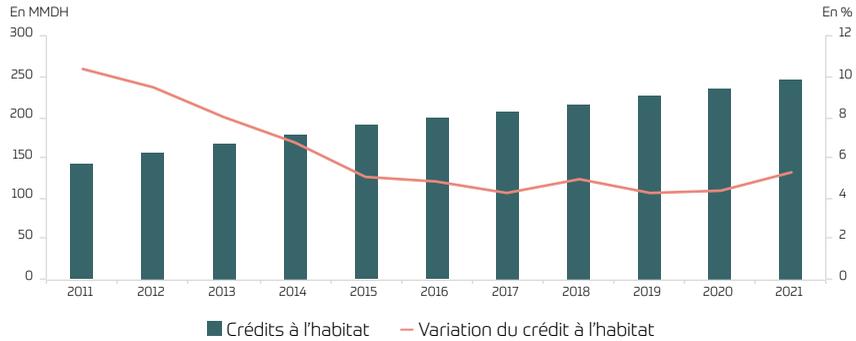
Celui des Marocains résidant à l'étranger a cumulé près de 20 milliards de dirhams, avec une progression de 6,7% après le repli de 5,1% enregistré en 2020. Cette dette représente 28,9% de leurs transferts contre 27,5% une année auparavant.

### **Le crédit à l'habitat est accordé majoritairement à un taux fixe, ce qui représente un risque de taux pour les banques**

L'encours du crédit à l'habitat au terme de l'année 2021 s'est établi à 248,4 milliards de dirhams, avec une progression de 4,5% contre 4,6% en 2020 et 4,7% en moyenne sur la période 2015-2019. Comparativement à la dernière décennie, son rythme de croissance a largement décéléré en lien notamment avec la morosité du marché immobilier constatée ces dernières années.

<sup>10</sup> Une moyenne de 93% depuis 2005

### Evolution du crédit à l'habitat

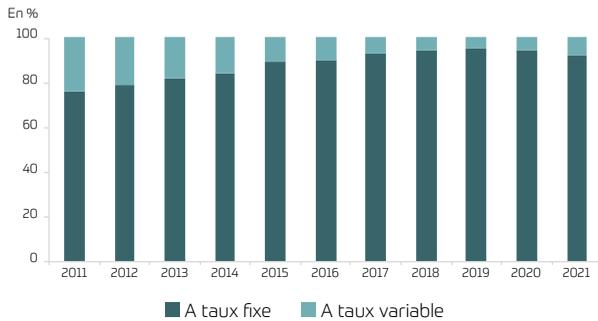


Source : BAM

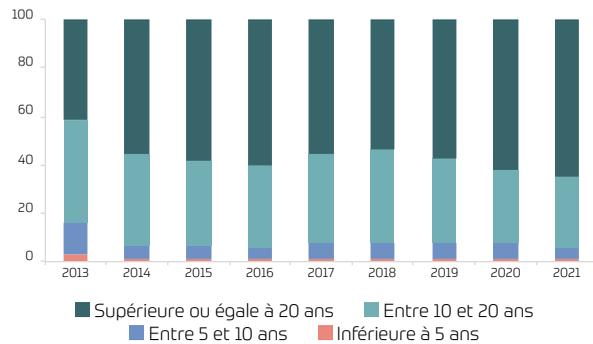
La quasi-majorité des crédits d'habitat est accordée à un taux d'intérêt fixe, soit 92% de l'encours global des crédits distribués. La durée d'échéance de ce type de crédit s'est allongée de plus en plus au cours des dernières années ; celle supérieure ou égale à 20 ans en représente actuellement plus que la moitié.

L'allongement des échéances des crédits à l'habitat augmente la capacité d'endettement des bénéficiaires, toutefois la prédominance des crédits accordés à taux fixe constitue un risque pour les banques, notamment en cas de hausse des taux d'intérêt dans le futur.

### Répartition des crédits habitats par type de taux d'intérêt



### Répartition des crédits habitats par durée de l'échéance en %



Source : BAM

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

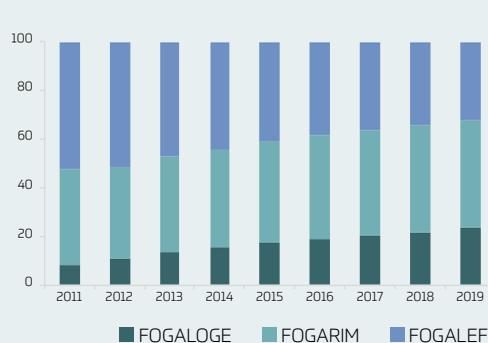
A fin 2021, les prêts encouragés par l'État représentent près de 18% du total des prêts au logement.

Ceux octroyés dans le cadre de « Damane Assakane » sont passés de 31 milliards de dirhams à 33 milliards de dirhams, soit une hausse de 6,7% contre 4,8% en 2020. Cette évolution recouvre une progression de 13% des prêts FOGALOGÉ<sup>11</sup>, suivie de 3% des prêts FOGARIM<sup>12</sup> pour atteindre respectivement des montants de 13 milliards et 20 milliards de dirhams.

En revanche, les prêts FOGALEF<sup>13</sup> ont baissé de 12%, atteignant un montant de 11 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 46,2% du total des prêts encouragés par l'État, suivis des crédits FOGALOGÉ et FOGALEF avec des parts respectives de 28,9% et 25%. Cette répartition a changé progressivement sur les dix dernières années, où ce sont les crédits FOGALEF qui représentaient auparavant plus que la moitié du portefeuille de ces prêts.

Répartition des crédits encouragés par l'État, en %



Evolution des crédits encouragés par l'État



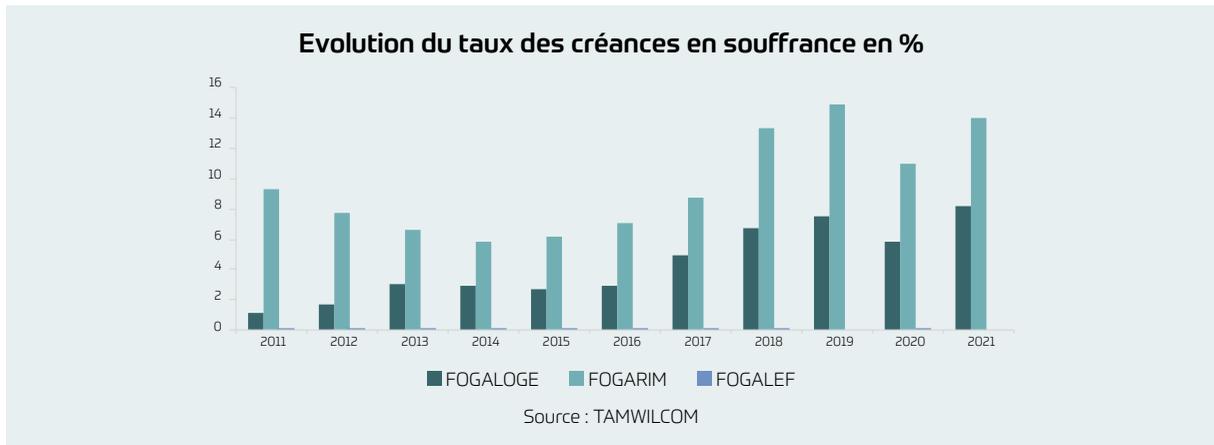
Source : TAMWILCOM

Le taux des créances en souffrance des prêts FOGARIM s'est accru de presque 3 points de pourcentage pour passer à 13,8% après 10,9% en 2020. Les prêts FOGALOGÉ et FOGALEF enregistrent respectivement des taux de défaut de 8,1% et de 0%.

<sup>11</sup> Fonds de garantie des prêts au logement en faveur du personnel du secteur public

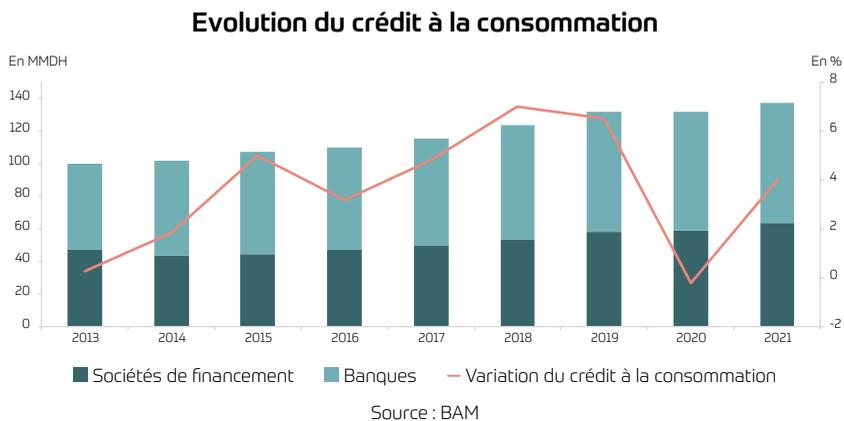
<sup>12</sup> Fonds de garantie pour les revenus irréguliers et modestes

<sup>13</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



## L'encours du crédit à la consommation reprend son élan après sa contraction en 2020

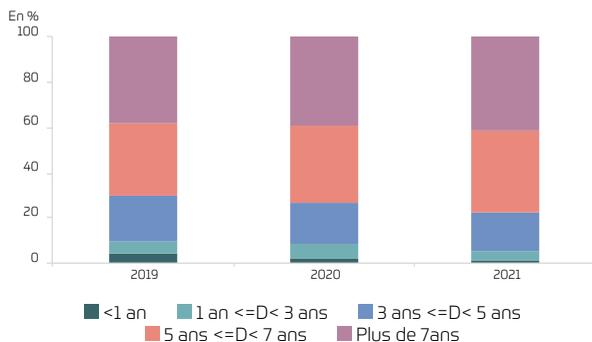
Après une rétraction de 0,7% en 2020 due notamment au recul de la demande et à la détérioration des conditions financières des ménages, suite aux répercussions de la crise sanitaire, l'encours des crédits à la consommation a réalisé une progression de 5,3% en 2021, totalisant 136 milliards de dirhams, dont 54% sont accordés par les banques.



Selon l'enquête annuelle de Bank Al-Maghrib sur les crédits aux ménages, les prêts personnels représentent la part prépondérante avec 70% des crédits accordés, suivis par le crédit automobile (14%), les crédits à l'équipement domestique (11%) et les cartes (4%).

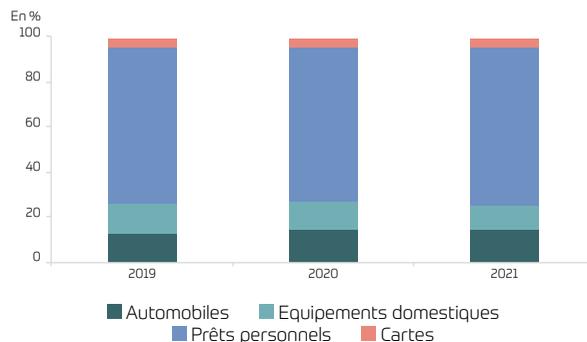
La durée de remboursement des crédits à la consommation s'est de plus en plus allongée ces dernières années. Les crédits accordés pour une durée dépassant 5 ans représentent 78% en 2021, contre 74% en 2020 et 71% en 2019.

### Structure par tranche d'échéance des crédits à la consommation



Source : Enquête BAM

### Structure des crédits à la consommation par objet



Source : Enquête BAM

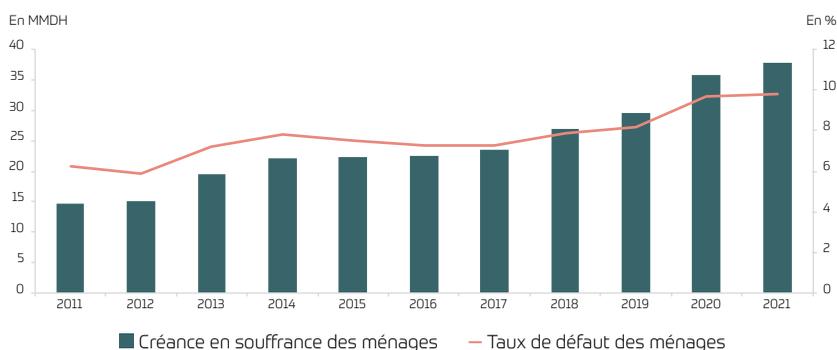
## Poursuite de la hausse du taux de défaut des ménages en 2021

L'encours des prêts en souffrance des ménages a progressé de 9,4% contre 20,9% enregistrée en 2020 pour atteindre un montant de 38,9 milliards de dirhams. Le taux du défaut s'est ainsi établi à 10,1% contre 9,6% une année auparavant et une moyenne de 7,6% sur la période 2015-2019.

Les créances en souffrance des résidents ont cumulé 37,1 milliards de dirhams, avec une progression de 10,2% contre 20,8% en 2020. Leur taux de défaut s'est établi à 10,1% contre 9,6% en 2020 et une moyenne de 7,6% sur la période 2015-2019.

Les marocains résidant à l'étranger, quant à eux, ont vu leurs créances en souffrance baisser de 8% pour s'établir à 1,7 milliard de dirhams, après avoir enregistré une hausse de 23% en 2020.

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



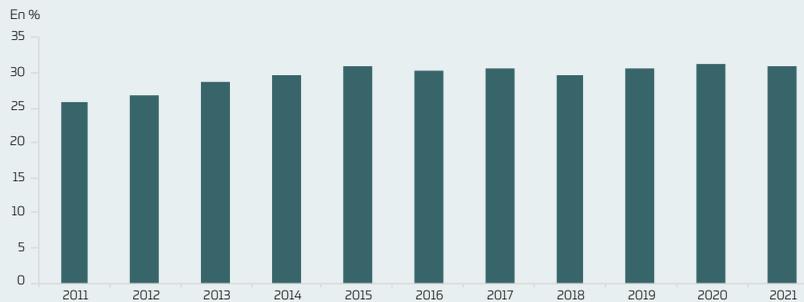
Source : BAM

### Encadré n°2 : Analyse de l'endettement des particuliers et leurs caractéristiques socio-professionnelles

Une analyse des caractéristiques des bénéficiaires de crédits accordés au cours de l'année 2021 (nouveaux crédits ou renouvelés) est présentée ci-après, selon leur catégorie socio-professionnelle, leur groupe d'âge et leur tranche de revenu, avec un focus sur les individus dont la charge d'endettement dépasse 40% de leur revenu. Cette analyse est basée sur les données collectées auprès des établissements de crédit\*, totalisant près de 400 000 dossiers de crédit.

Le taux d'endettement moyen calculé à partir de ce lot de données s'est établi à 31%, soit un niveau comparable à celui des années précédentes.

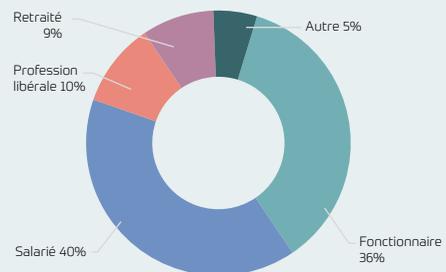
#### Taux d'endettement moyen



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

Ventilé par catégorie socio-professionnelle, le taux d'endettement moyen se situe à des niveaux différents. Les salariés constituent 40% des bénéficiaires avec un taux d'endettement moyen de 27,4%. Les fonctionnaires occupent une part de 36% et leur taux d'endettement moyen est de 36,6%. Les personnes exerçant une profession libérale et les retraités représentent, pour leur part, une proportion de 10% et 9% respectivement, avec des taux d'endettement moyens de 26% et 28,9%.

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

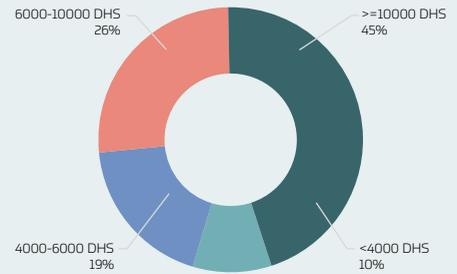


(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2021

Par tranche de revenu, le montant total des prêts attribués durant l'année 2021 est détenu à hauteur de 71% par les bénéficiaires, dont le revenu dépasse 6 000 dirhams, leur taux d'endettement moyen est de 31,6%. Les bénéficiaires dont le revenu varie entre 4 000 et 6 000 dirhams et ceux dont le revenu est inférieur à 4 000 dirhams ont bénéficié respectivement de 19% et 10% du montant global des prêts octroyés, leurs charges de dette moyenne s'élèvent respectivement à 32% et 28,4%.

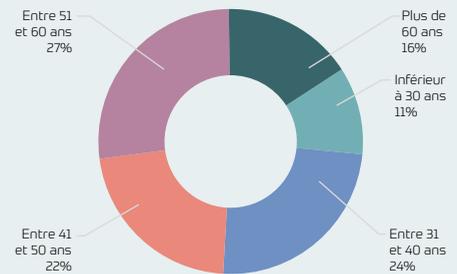
Par groupe d'âge, les bénéficiaires âgés entre 31 et 40 ans constituent 24% de l'ensemble des dossiers examinés et leur charge de dette par rapport à leur revenu est de 28,3% en moyenne. Cette charge s'établit à 32,4% pour la tranche d'âge de 41 à 50 ans et à 36,6% pour la tranche d'âge de 51 à 60 ans, dont les parts représentées sont respectivement de 22% et 27%. Les emprunteurs âgés de moins de 30 ans s'accaparent 11% des dossiers analysés et leur niveau d'endettement est de 24,5%. Les personnes dépassant 60 ans occupent une part de 16% et leur charge moyenne d'endettement est de 29,5%.

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



(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2021

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

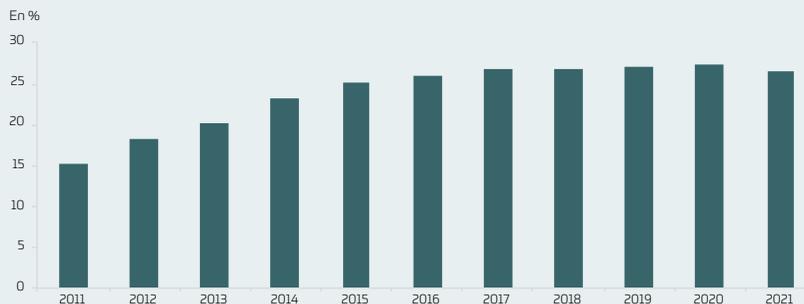


(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2021

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

Sur la base des dossiers analysés, la proportion des bénéficiaires ayant des taux d'endettement dépassant 40% de leur revenu s'élève à 26,4% contre 27,3% un an auparavant.

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



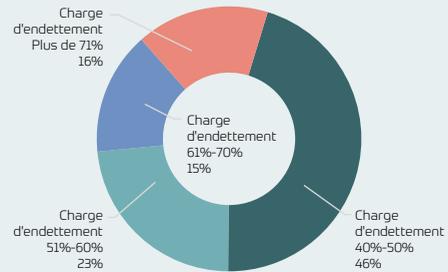
(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2021

L'analyse de la répartition des bénéficiaires ayant un taux d'endettement supérieur à 40% révèle une part de 46% des personnes dont la charge de la dette est comprise entre 40% à 50% de leur revenu, suivies de celles ayant un taux d'endettement entre 51% et 60% avec une part de 23%. Les individus dont le taux d'endettement est entre 61% et 70% et ceux ayant une charge de dette supérieure à 71% détiennent respectivement des proportions de 15% et 16%.

Les fonctionnaires et les salariés représentent la quasi-totalité des individus les plus endettés, ils détiennent une proportion de 85,3% et concentrent plus de 80% du montant total des crédits accordés à cette catégorie d'emprunteurs. Le taux d'endettement moyen est de 58,5% pour les fonctionnaires et de 51,2% pour les salariés. Les personnes exerçant une profession libérale et les retraités ont respectivement des parts de 4% et 7% avec des taux d'endettement moyens de 52,7% et 54,6%.

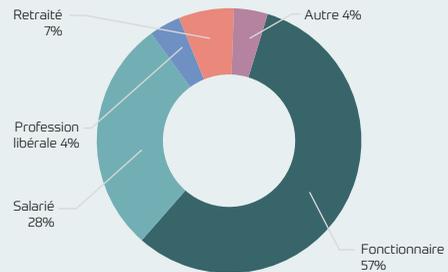
Les personnes dont le revenu dépasse 6 000 dirhams constituent 56% des individus endettés à taux supérieur à 40% de leur revenu et ont bénéficié de 68,6% du total des crédits accordés à cette catégorie. Leur taux d'endettement moyen s'élève à 56,1%. Les particuliers à revenu compris entre 4 000 et 6 000 dirhams et ceux ayant un revenu inférieur à 4 000 dirhams représentent respectivement des parts de 29% et 15% et bénéficient de 22,2% et 9,1% du montant global des prêts avec des taux d'endettement moyens de 56% et 54%.

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



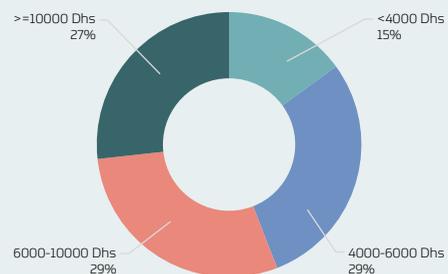
(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2021

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



(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2021

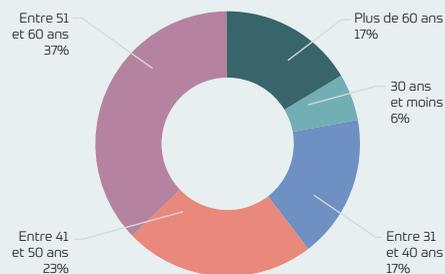
### Répartition des bénéficiaires \*\* ayant un taux d'endettement supérieur à 40% par tranche de revenu



(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2021

Selon la tranche d'âge, la plus grande proportion est représentée par les personnes âgées entre 51 et 60 ans (37%), leur taux d'endettement moyen est de 58,8%. Les personnes âgées entre 41 et 50 ans viennent en deuxième position avec une part de 23% et un taux d'endettement moyen de 55,4%, suivies des individus dont l'âge est compris entre 31 et 40 ans et ceux de plus de 60 ans occupant chacun des deux une part de 17% avec des charges de dettes moyennes de 52,2% et 54% respectivement. Les moins de 30 ans représentent, pour leur part, une proportion limitée de 6% et leur taux d'endettement moyen est de 49,4%.

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



(\*\*) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2021

## II.2. Entreprises non financières

La quasi-totalité des entreprises marocaines ont été fortement impactées en 2020 par les effets de la crise sanitaire, ce qui a conduit à une baisse importante de leur activité et de leur chiffre d'affaires. En dépit du fort rebond de l'activité économique en 2021, la viabilité future de certaines entreprises demeure empreinte d'incertitudes du fait de la persistance des problèmes d'approvisionnement et des niveaux élevés des prix des matières premières causant potentiellement un ralentissement de leurs activités. Les perspectives économiques étant assombries par les conséquences de la crise en Ukraine, la montée des pressions inflationnistes et les mauvaises conditions climatiques.

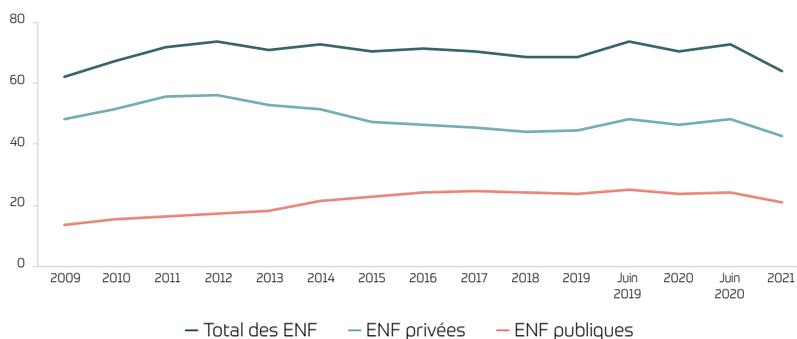
### Après l'achèvement de la phase d'octroi des programmes de prêts garantis mis en place en réponse à la crise sanitaire, l'endettement financier des entreprises non financières (ENF) a connu une croissance modérée tirée principalement par l'endettement des ENF privées

Après une évolution de 3,9% en 2019 et 2,7% en 2020, le rythme d'évolution annuelle de l'endettement financier des entreprises non financières, a progressé de 1,3% totalisant près de 821 milliards de dirhams.

Cette évolution recouvre principalement une baisse, d'une année à l'autre, de l'endettement des entreprises publiques de 2% à 271 milliards de dirhams contre 277 milliards de dirhams en 2020, et une augmentation de l'endettement des entreprises non financières privées de 3,1% à 550 milliards de dirhams.

Considérant la forte croissance du PIB en 2021 (soit 7,9%), la dette financière des entreprises non financières rapportée au PIB a accusé une baisse à 63,9% à fin 2021 après sa forte hausse à 70,3%, revenant ainsi à son niveau d'avant-crise.

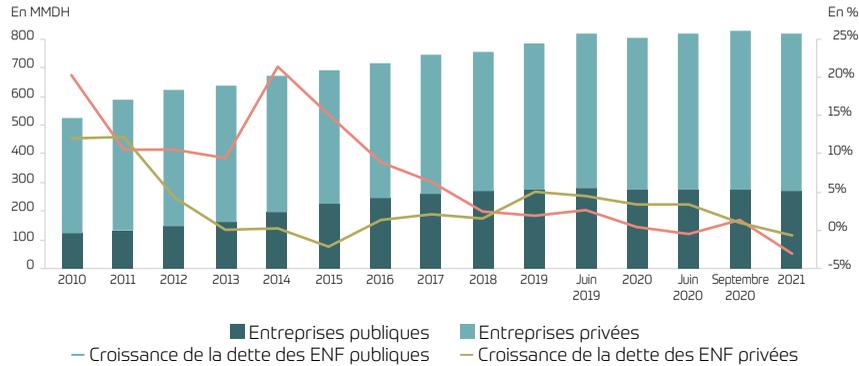
Evolution de la dette financière des entreprises non financières, en % PIB



Source : BAM

L'endettement financier des entreprises privées, constituant les deux tiers de la dette financière globale des entreprises non financières, a enregistré une hausse de 3,1% contre 3,9% en 2020 pour s'établir à plus de 550 milliards de dirhams à fin 2021, soit 42,9% du PIB. Cette évolution s'explique essentiellement par le ralentissement de leur endettement bancaire, passant de 3,8% à 3,6% d'une année à l'autre, qui continue de constituer leur principale source de financement (90%).

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



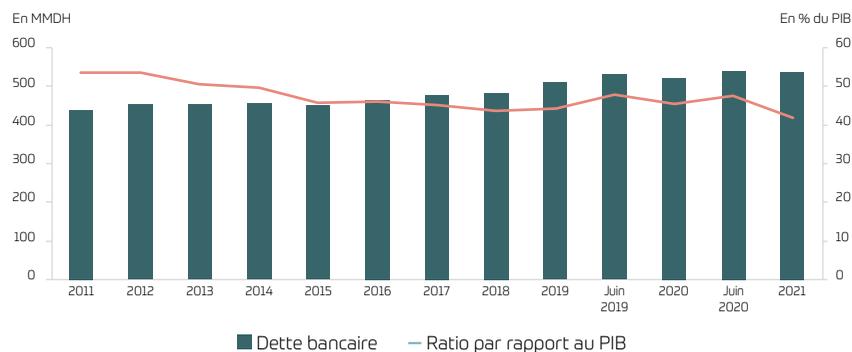
Source : BAM

S'agissant de la dette financière des entreprises publiques, son rythme de progression poursuit sa tendance baissière entamée depuis 2015, en marquant un repli de 2% en 2021 pour atteindre 270,7 milliards de dirhams, soit 21,1% du PIB après 24% à fin 2020. Cette diminution est imputable principalement au recul de 13% de la composante bancaire de leur endettement financier (après une baisse de 1% en 2020).

## Décélération de la dette bancaire des entreprises non financières, leur principale source de financement, conjuguée à la poursuite de la baisse de leur endettement extérieur

Les emprunts bancaires des entreprises non financières ont augmenté de 1,9% pour s'établir à 540 milliards de dirhams, contre une progression de 3,6% en 2020. La part de la dette bancaire de ces entreprises s'est maintenue autour de 66% de leur endettement financier global.

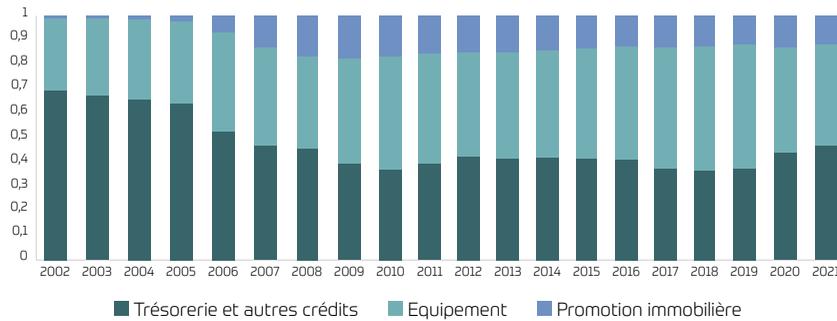
## Evolution de la dette bancaire des entreprises non financières



Source : BAM

La dette bancaire contractée pour des besoins de financement des biens d'équipement (représentant 47% de la dette bancaire globale à fin 2021) ainsi que celle destinée à financer la promotion immobilière ont marqué respectivement une baisse notable de 4,4% et 5,6%, après avoir connu un recul de 2,6% et de 0,5%, en 2020.

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



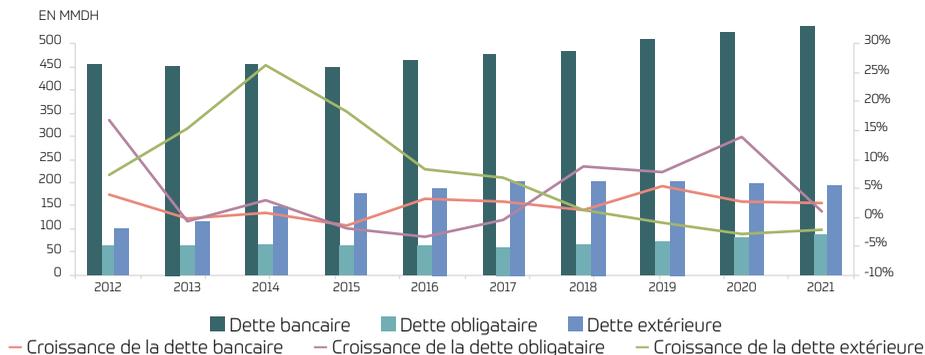
Source : BAM

L'importante progression des crédits de trésorerie (+9,3%) conjuguée à la baisse des emprunts d'investissement des entreprises non financières reflète notamment leurs difficultés de trésorerie dans le sillage de la crise sanitaire et la tendance prévisible à reporter les projets de développement et d'investissement dans un contexte de fortes incertitudes.

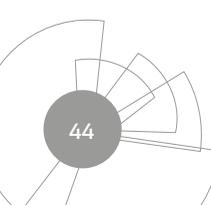
S'agissant de la composante extérieure de l'endettement des entreprises non financières, représentant une part de 24% de leur dette financière globale, elle a poursuivi sa tendance baissière avec une contraction en 2021 de 2,1%, après celle de 2,8% enregistrée un an auparavant, pour s'établir à 194 milliards de dirhams. Portée principalement par les entreprises non financières publiques, la dette extérieure rapportée au PIB s'est établie à 15%, contre 17% en 2020.

Par ailleurs, le recours des entreprises non financières à la dette obligatoire a décéléré de 5% à près de 88,1 milliards de dirhams à fin 2021, après avoir marqué une hausse importante de 13,9% l'année précédente. Toutefois, cette dette ne représente que 11% de la dette financière des entreprises, avec une part de 63% destinée au financement des entreprises publiques.

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



Source : BAM



### 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

Outre l'évaluation classique de l'endettement des entreprises<sup>14</sup>, une nouvelle démarche baptisée « Debt at Risk - DaR » commence à être utilisée par les institutions financières internationales (FSB, FMI, Banque Mondiale...) et les Banques centrales pour évaluer le degré de vulnérabilité de la dette des entreprises dans le cadre de l'approche par les risques.

L'approche « Debt at Risk - DaR » consiste à analyser un ou plusieurs des quatre critères ci-après :

- **Critère de solvabilité** : mesuré par le ratio de levier financier, cet indicateur qui correspond au rapport entre la dette financière et le total bilan, permet d'apprécier le niveau d'endettement d'une entreprise et sa capacité à mobiliser d'autres financements.
- **Critère de liquidité** : capté par le ratio quick (actif circulant sur passif circulant), il détermine la capacité de l'entreprise à faire face à ses engagements de court terme à travers ses actifs les plus liquides.
- **Critère de rentabilité ROA (Return On Assets)** : il correspond au rapport entre le résultat net et le total bilan et évalue la capacité de l'entreprise à générer une rentabilité suffisante.
- **Critère relatif à la capacité 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 (avant intérêts et taxes) « *Interest Coverage Ratio : ICR* ».

Sur la base de l'évaluation de ces critères, un indice de vulnérabilité des entreprises CVI « Corporate Vulnerability Index » est ainsi déterminé. Une dette est considérée comme risquée ou vulnérable lorsque le critère financier étudié est supérieur au 90<sup>ème</sup> centile pour le ratio de levier et inférieur au 10<sup>ème</sup> centile pour les trois autres ratios. Ainsi et après avoir déterminé la DaR des entreprises vulnérables selon les quatre critères précités, le CVI est calculé comme suit :

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

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

<sup>14</sup> Appréciation du niveau de la dette financière à moyen et long terme par rapport aux capitaux permanent et celui de la dette de trésorerie par rapport au chiffre d'affaires.

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

Le déploiement de la démarche DaR a porté sur un panel non cylindrique de 334 675 entreprises non financières marocaines privées et publiques<sup>15</sup>, sur une période allant de 2006 à 2020. Les principales conclusions sont les suivantes :

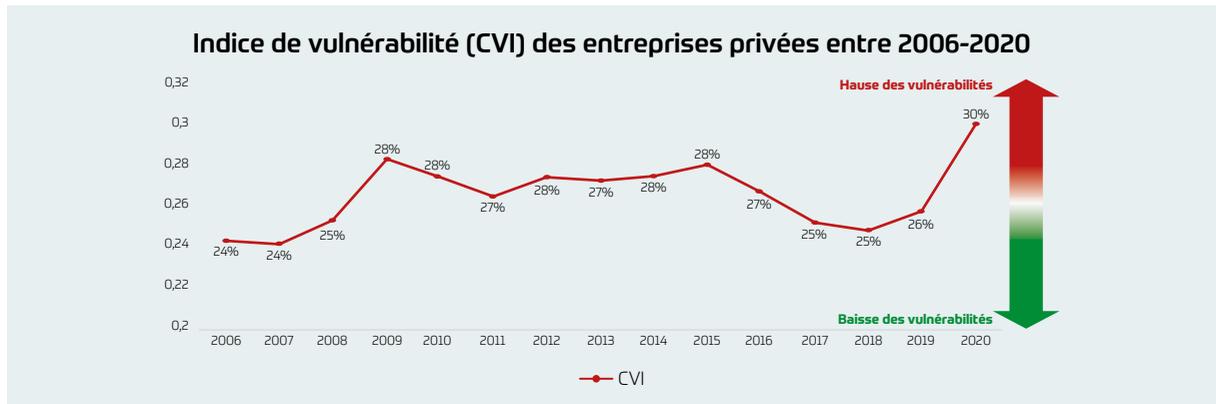
- Une tendance au désendettement financier des entreprises privées<sup>16</sup> a été constatée durant la période 2014-2018, voire une baisse du volume de l'endettement notamment pour le secteur de l'immobilier. Une part non négligeable de cet endettement a été, en revanche, substituée par la dette commerciale, en particulier chez les grandes entreprises.
- Cette tendance s'est interrompue en 2019 et 2020 (année de la crise sanitaire). La reprise de l'endettement financier des ENF privées et publiques a été tirée principalement par les mesures de soutien anti-Covid 19 :
  - En ce qui concerne **les ENF privées de l'échantillon**, leur endettement a augmenté de 40 milliards de dirhams en 2020 à 185 milliards par rapport à 2019. Cette hausse s'est accompagnée d'une baisse de la rentabilité des actifs à 3% (contre 4% en 2019 et 5% en 2018) et d'un recul de la capacité de ces entreprises à couvrir leurs charges d'intérêts par leur résultat opérationnel. Ce dernier couvrait en moyenne 5 fois la charge d'intérêt contre 8 fois en 2019.
  - S'agissant **des entreprises publiques**, l'endettement en 2020 n'a progressé d'une année à l'autre que de 4 milliards de dirhams à 274 milliards de dirhams et leur rentabilité s'est repliée en 2020 à des niveaux proches de zéro, voire même négatifs et ce, à cause des répercussions de la crise sanitaire altérant leur capacité à faire face à leurs charges d'intérêts.
- Au plan de l'indice de vulnérabilité susvisé (CVI), celui-ci s'est déprécié de 26% à 30% entre 2019 et 2020 pour les ENF privées et de 24% à 28% pour les entreprises publiques. L'analyse par source de vulnérabilité révèle qu'environ 61% des ENF privées (contre 23% pour les entreprises publiques) sont vulnérables à au moins un critère de vulnérabilité en 2020. Il s'agit notamment du critère en relation avec les difficultés des ENF privées ou publiques à couvrir leur charge d'intérêts par leur résultat d'exploitation.

L'analyse par catégorie d'entreprise et par secteur d'activités montre, d'une part, que la hausse de la vulnérabilité a concerné les trois segments (GE, PME et TPE) et, d'autre part, que les entreprises privées opérant dans les secteurs « Hôtels et restauration », « Activité Immobilière » et « Construction » sont les plus fragiles, en particulier en 2020, tandis que le secteur de transport (RAM, ONDA et ONCF) demeure le plus vulnérable pour les entreprises publiques<sup>17</sup>.

<sup>15</sup> Soit au total 1 380 438 bilans et 92 000 entreprises en moyenne par an. Pour les entreprises publiques, les données concernent 39 entreprises dont les données sont disponibles à compter de 2018.

<sup>16</sup> Par désendettement, on entend principalement une baisse du ratio d'endettement par rapport au total actif.

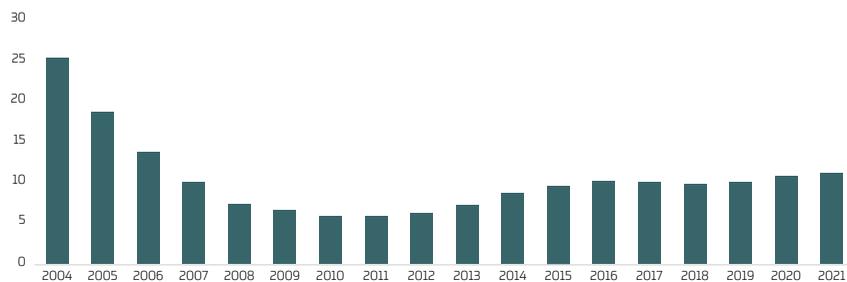
<sup>17</sup> La Dette à Risque des entreprises publiques du secteur de transport (RAM, ONDA et ONCF) a atteint des niveaux très élevés, soit 41 milliards de dirhams (près de 4% du PIB national).



Dans une conjoncture difficile (séquelles de la crise sanitaire, fin de la phase des prêts garantis par l'Etat,...), l'encours des Créances en Souffrance (CES) des entreprises non financières s'est hissé à 61 milliards de dirhams contre 57,3 à fin 2020, soit une progression de 6,6% après un accroissement de 11,5% enregistré en 2020.

Le taux de défaut des entreprises non financières, correspondant à la part des créances en souffrance dans le total de la dette bancaire des entreprises, a enregistré une hausse de 50 points de base pour s'établir à 11,3%.

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



Source : BAM

Ce niveau élevé de la sinistralité concerne la plupart des secteurs d'activité, mais de manière inégale. Ainsi, les entreprises opérant dans le secteur du « Tourisme et hôtellerie » ressortent, en moyenne, avec le taux de dette en souffrance le plus élevé, se situant à 23,9%, suivies par celles des secteurs de l'industrie manufacturière et du commerce avec des taux de défaut respectifs de 15,7% et 12,8%.

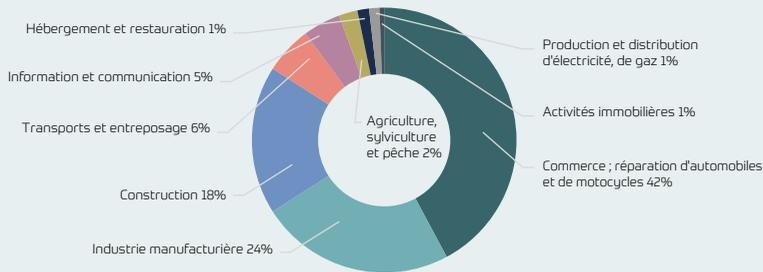
#### Encadré n°4 : Analyse de l'endettement d'un échantillon d'entreprises non financières

Cette étude porte sur l'analyse de l'endettement d'un échantillon composé de près de 74.238 entreprises non financières cumulant au terme de l'année 2020, un chiffre d'affaires (CA) de 584 milliards de dirhams, une dette financière de 400 milliards de dirhams (soit 43% de la dette globale des ENF<sup>18</sup>) et une dette commerciale de 179 milliards de dirhams.

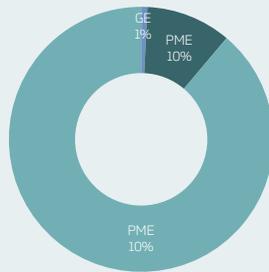
L'analyse de la situation financière des entreprises de l'échantillon à travers l'appréciation de l'évolution de leur endettement financier et commercial s'étend sur une période de 5 années allant de 2016 à 2020, date la plus récente des états financiers disponibles.

L'échantillon couvre les différents segments d'entreprises et les différents secteurs d'activité suivant la répartition suivante :

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



#### Répartition du nombre d'entreprises de l'échantillon selon la taille



L'analyse détaillée de l'évolution des principaux indicateurs d'endettement financier et des délais de paiement inter-entreprises est reprise, ci-dessous, selon la taille d'entreprises et le secteur d'activité.

<sup>18</sup> Hors engagements crédit-bail

### Endettement financier des entreprises non financières :

L'examen de l'échantillon fait ressortir que près d'un tiers seulement des entreprises affichent un endettement financier.

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

Le montant global des dettes de financement des entreprises à MLT s'est élevé à fin 2020 à près de 350 milliards de dirhams, soit un taux d'endettement à MLT de 42% en hausse de 5% par rapport à l'année précédente. Ce ratio est de 48% pour les entreprises endettées.

Selon la catégorie d'entreprise, les grandes entreprises (GE) de l'échantillon avec une dette à MLT cumulée de plus de 302 milliards de dirhams, soit 86% du total de l'échantillon, ont un taux d'endettement de 48% en moyenne, en hausse de 2% par rapport à l'an dernier. Les petites et moyennes entreprises (PME), elles, totalisent une dette financière de 36 milliards de dirhams, soit 10% de la dette de financement de l'échantillon, représentant globalement 26% de leurs capitaux permanents en hausse de 4 points de pourcentage (36% si l'on exclut les entreprises non endettées). Par ailleurs, les très petites entreprises (TPE), avec un total de dettes de financement de 11 milliards de dirhams, affichent globalement un niveau d'endettement de 23% à fin 2020 contre 17% en 2019 et 20% en 2018. Pour les TPE bénéficiant de crédits bancaires, leur taux d'endettement se situe à près de 59% contre 55% en 2019, soit une progression de 4% due principalement aux politiques de soutien mises en place par les pouvoirs publics et la banque centrale pour alléger les répercussions de la crise sanitaire.

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

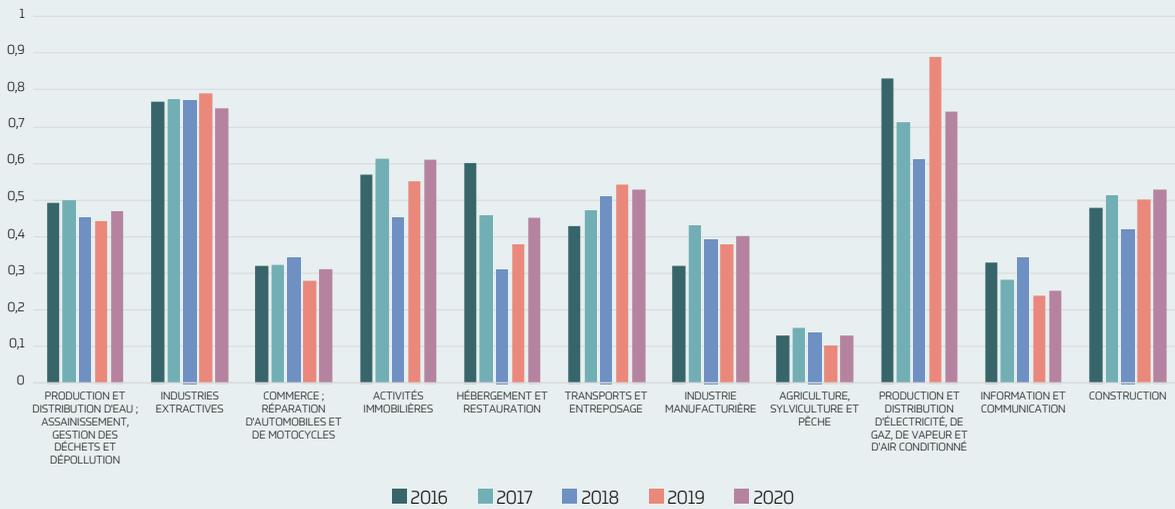
#### Evolution du taux d'endettement à moyen et long terme des entreprises de l'échantillon ayant une dette de financement non nulle - par taille



Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

L'analyse par secteur d'activité fait ressortir des évolutions différenciées. Les niveaux d'endettement (dette financière rapportée aux capitaux permanents) les plus importants sont observés chez les entreprises relevant des secteurs « Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné », « Industries extractives » et « Activités immobilières », avec des taux moyens respectifs de 86%, 80% et 63% à fin 2020. En revanche, les entreprises opérant dans les secteurs d'activité « Agriculture, sylviculture et pêche » et « Information et communication » affichent des niveaux faibles, soit respectivement 10% et 23%.

### 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

En termes d'évolution, le secteur « Hébergement et Restauration », a enregistré un accroissement important du taux d'endettement à moyen et long terme, passant de 38% en 2019 à 46% à fin 2020, suivi par le secteur « Activités Immobilières » (55% contre 63%).

### Endettement financier à court terme :

En sus de l'endettement financier à moyen et long terme, les entreprises de l'échantillon ont eu recours aux crédits de trésorerie, pour un encours global de près de 50 milliards de dirhams, soit globalement 9% de leur chiffre d'affaires (CA) à fin 2020 (16% en moyenne si l'on exclut les entreprises non endettées). Le taux d'endettement à court terme<sup>19</sup> a enregistré une hausse qui a concerné les trois segments d'entreprises, soit 16%, 17% et 16% respectivement pour la GE, PME et TPE contre 15%, 14% et 12% en 2019.

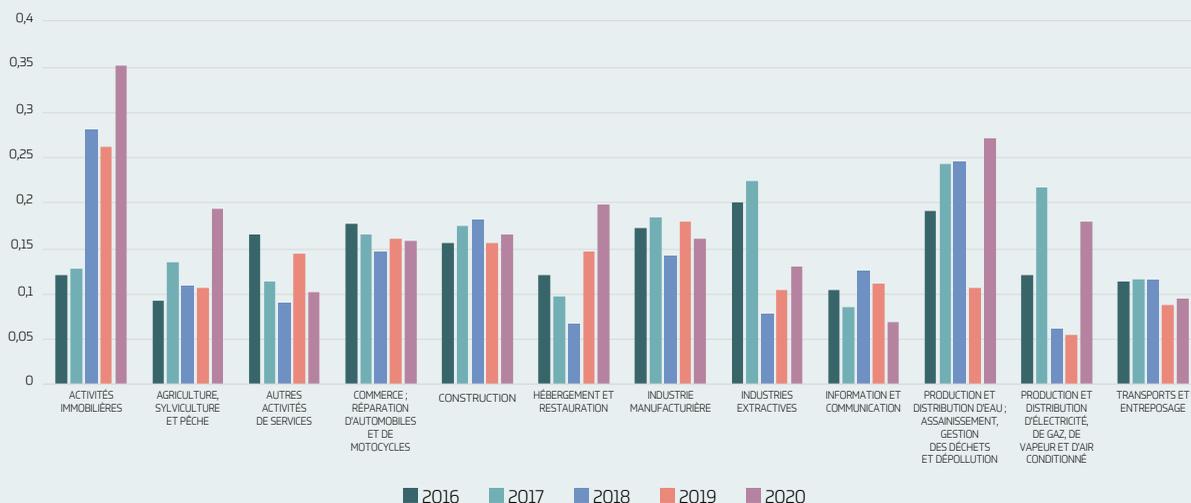
<sup>19</sup> Le taux d'endettement à court terme correspond au rapport entre la dette de trésorerie contractée par une entreprise et son chiffre d'affaires

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



Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

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



Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

En 2020 et en lien avec le contexte de crise, les entreprises opérant dans le secteur « Hébergement et Restauration » ont enregistré une hausse sensible de leur dette de trésorerie qui a progressé de 13 points de pourcentage, s'établissant ainsi à 20% en 2020. En revanche, la plus forte baisse de l'endettement de trésorerie a été observée chez les entreprises opérant dans le secteur « Information et Communication », soit un recul de 7 points de pourcentage pour se situer à 13% à fin 2020.

Sur la période 2016 à 2020, les grandes entreprises (GE) continuent d'afficher des niveaux d'endettement de trésorerie les plus élevés avec en moyenne, 15% de leur chiffre d'affaires contre 14% pour la PME et 12% pour la TPE.

## Endettement inter-entreprises des entreprises non financières

### Délais de paiement inter-entreprises par taille :

Dans un contexte de crise, les délais de paiement se sont allongés pour atteindre des niveaux inquiétants. Ainsi, les délais de paiement moyens clients et fournisseurs ont atteints au terme de l'année 2020, respectivement 193 jours de chiffre d'affaires (JCA) et 123 jours d'achats (JA).

Par taille, l'examen des délais de paiement en 2020 fait ressortir que les GE continuent, malgré un allongement des délais de paiement client (109 JCA en 2020 au lieu de 95 JCA), d'accorder des délais de paiement courts comparativement aux autres segments (PME, TPE), tout en bénéficiant de délais plus élevés auprès de leurs fournisseurs, atteignant 181 JA en 2020, en allongement de 48j par rapport à 2019.

En revanche, les délais clients des très petites entreprises (TPE) se sont établis à des niveaux inquiétants de 201 JCA en moyenne, en allongement de près de 50j. Dans le même sens, les petites et moyennes entreprises (PME) ont continué d'afficher des délais de règlement élevés de la part de leur clientèle, poursuivant leur tendance haussière pour se situer à 120 JCA contre 108 JCA en 2019.

### Evolution des délais de paiement par taille



Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

S'agissant des délais fournisseurs, l'exercice 2020 a connu une dégradation qui a touché les différentes catégories d'entreprises. En effet, la dette fournisseurs se situe aux niveaux les plus bas dans le compartiment de la TPE, représentant 123 JA en 2020 contre 108 JA une année auparavant, suivi par la PME affichant un délai de règlement fournisseurs de 124 JA après 120 JA en 2019, tandis que la GE accuse les délais fournisseurs les plus longs avec 181 JA et qui se sont allongés de 48j en 2020 en lien avec les répercussions de la crise sanitaire.

Par taille d'entreprises, la répartition des paiements ventilés par tranche de délais, met en exergue le rapport de force en faveur des grandes entreprises dans leurs relations avec leurs partenaires commerciaux notamment de plus petite taille.

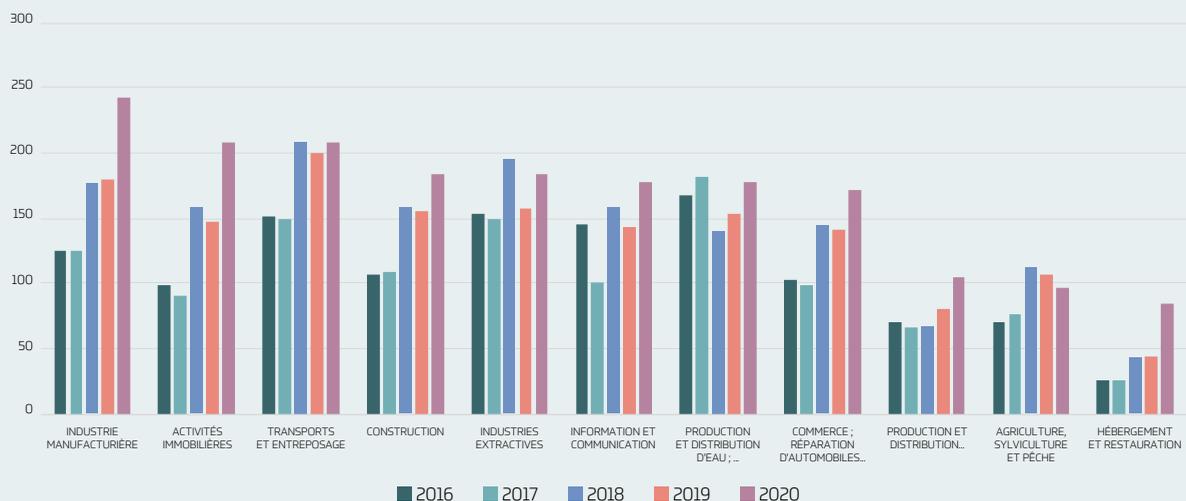
Globalement, les grandes entreprises retardent les paiements de leurs fournisseurs, notamment les plus petits. Ainsi, plus de deux grandes entreprises sur trois (74%) paient globalement leurs fournisseurs en retard (au-delà du délai réglementaire maximal de 60 jours), et 38% d'entre elles règlent leurs fournisseurs dans un délai supérieur à 120 JA, soit un retard de paiement supérieur à 60 jours.

Concernant le segment de la TPE, près de deux entreprises sur trois (61%) respectent le délai réglementaire de 60 jours pour régler leurs fournisseurs. Néanmoins, près de 25% d'entre elles accusent un retard de paiement fournisseurs supérieur à 2 mois.

### Délais de paiement par secteur d'activité :

S'agissant des délais de paiement clients, les progressions les plus importantes ont concerné les entreprises opérant dans le secteur « Industrie Manufacturière » qui ont subi les délais de règlement les plus longs se situant en moyenne à 243 JCA, suivi par celles des secteurs « Transport et entreposage » et « Activités Immobilières » avec un délai client moyen de 209 JCA. De même, le secteur « Hébergement et restauration » caractérisé en 2019 par des délais de paiement clients moins élevé (soit 44 JCA) a vu ses délais doubler à 86 JCA en 2020.

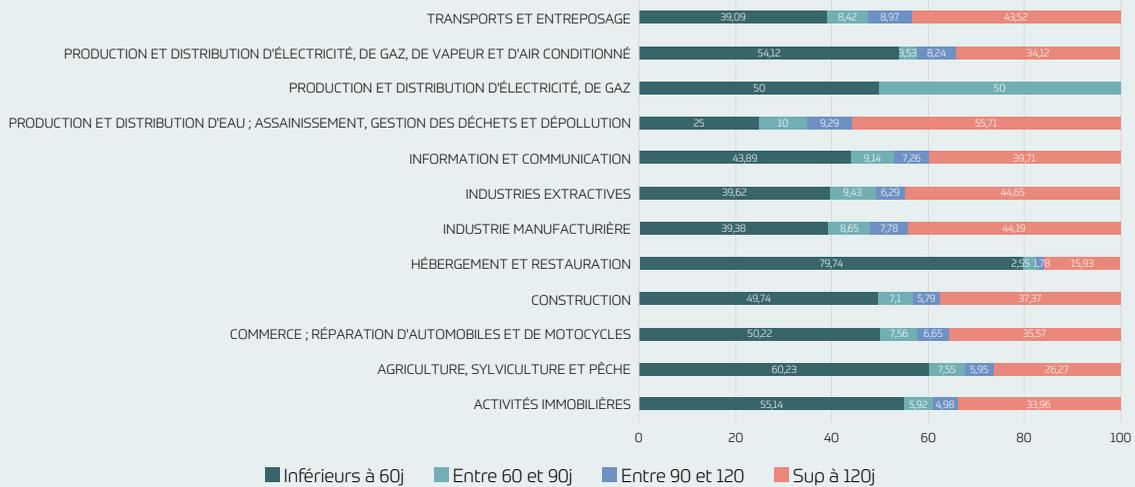
#### Evolution des créances clients en jours de Chiffre d'Affaires des entreprises de l'échantillon - par secteur d'activité



Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

Concernant les autres secteurs, certains ont vu leur délai de paiement s'allonger de près d'un mois. Il s'agit principalement des secteurs de la Construction (185 JCA), de l'Industrie Extractive (184 JCA), de l'Information et Communication (179 JCA) et du Commerce (173 JCA).

### Répartition des délais de paiement clients par tranche et par secteur d'activité en 2020, en %

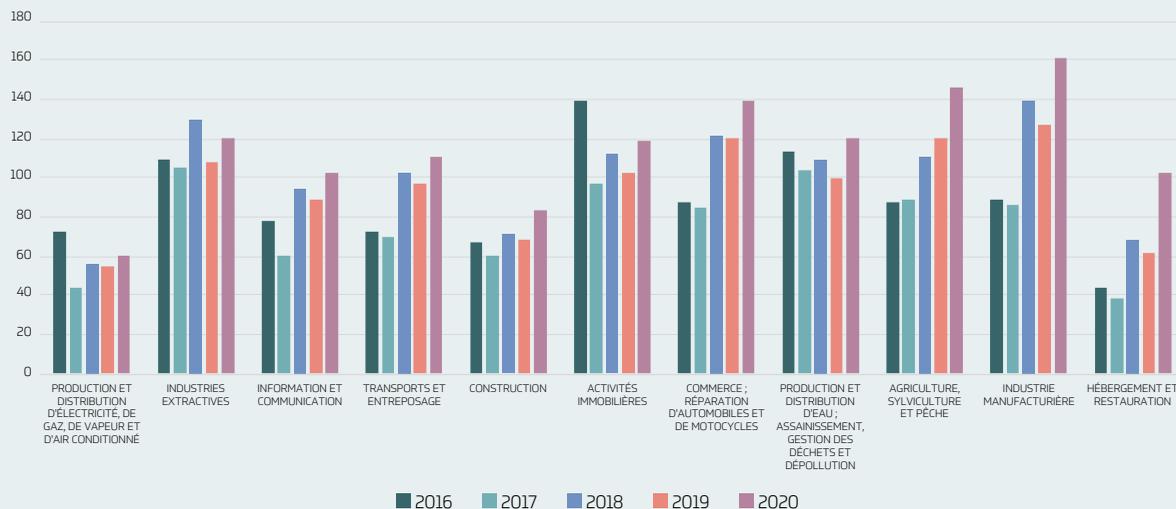


Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

Par ailleurs, les entreprises du secteur « Transports et entreposage », continuent de subir les plus importants retards de règlement de leurs clients, avec plus de 61% des paiements dépassant le délai réglementaire (60 JCA). Dans le même sillage, les plus importants retards des encaissements clients, supérieurs à 2 mois, impactent 44% des entreprises appartenant au secteur « Transports et entreposage » et touchent également les entreprises relevant du secteur « Production et distribution d'eau ; assainissement, gestion des déchets et dépollution » à hauteur de 56%. Pour sa part, le secteur « Hébergement et restauration », ayant un avantage structurel lié à la nature de sa clientèle, bénéficie d'une probabilité de retards de règlement très faible, avec 80% d'entreprises ne subissant pas de retards de paiement et seulement 16% d'entreprises recevant des règlements tardifs au-delà de 2 mois.

S'agissant des délais fournisseurs, les entreprises qui retardent le plus le règlement de leurs fournisseurs sont celles appartenant au secteur « Industries manufacturière » en affichant un niveau élevé de 161 JA, suivies par celles opérant dans les secteurs « Agriculture, sylviculture et pêche » avec un délais de 146 JA et « Commerce, réparation d'automobiles et de motocycles » avec un délai de paiement moyen se situant à 140 JA.

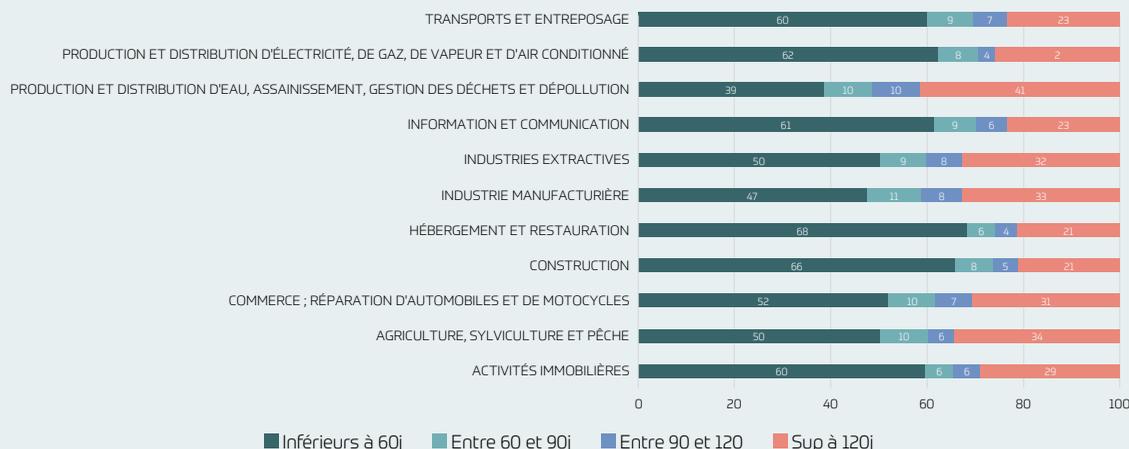
### Evolution de la dette des fournisseurs en jours d'achats des entreprises de l'échantillon - par secteur d'activité



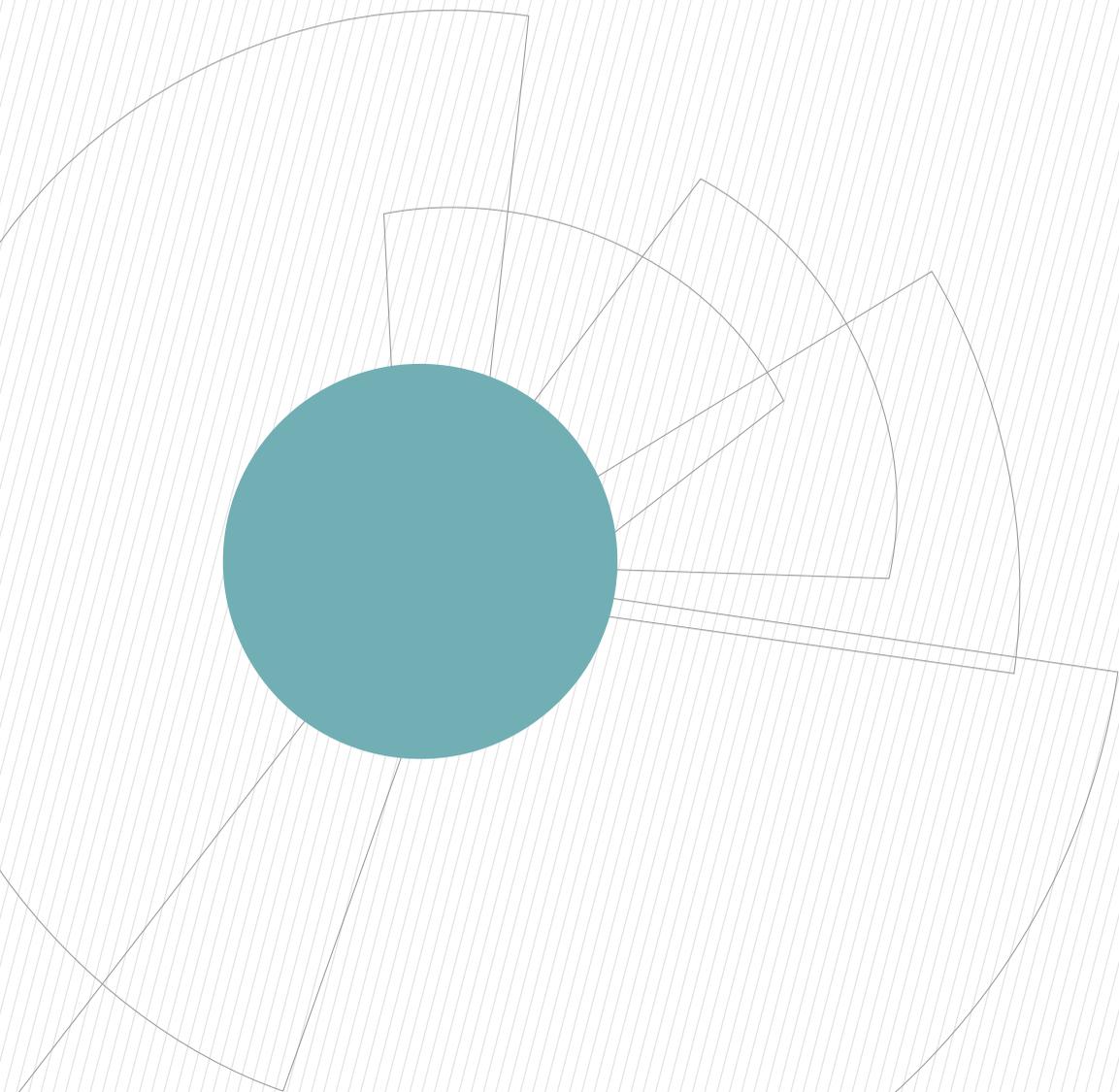
Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

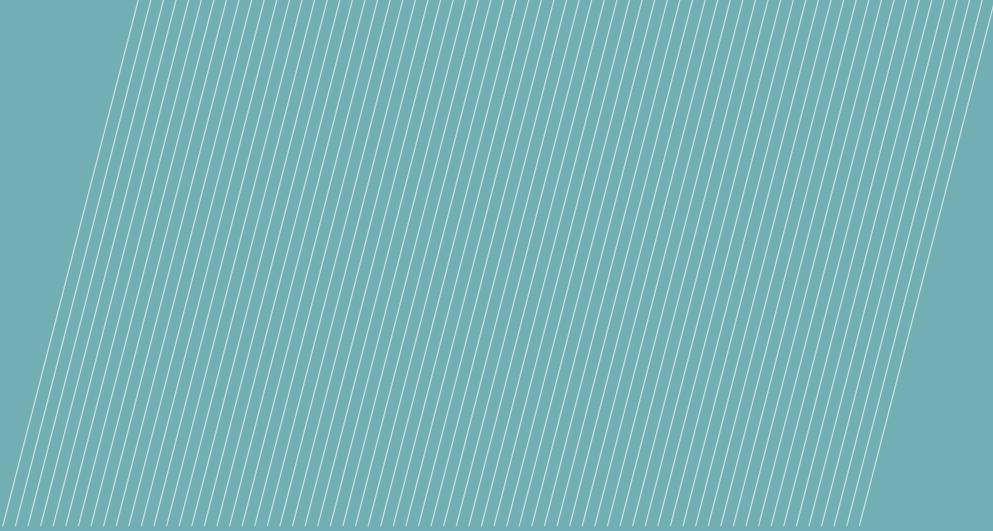
L'analyse des retards de paiement observés par secteur d'activité fait ressortir que les entreprises du secteur « Hébergement et restauration », affichent le taux de retard de paiement de leurs fournisseurs le plus bas de 31% (paiements au delà du délai réglementaire de 60 JCA). A contrario, les entreprises du secteur « Production et distribution d'eau ; assainissement, gestion des déchets et dépollution » présentent le taux de retard de paiement le plus élevé avec une part de 61% de leurs fournisseurs qui sont payés au delà des délais réglementaires.

### Répartition des délais de paiement fournisseurs par tranche et par secteur d'activité, en 2020



Source : OMPIC, MEF, calculs BAM





# Solidité des institutions financières



Chapitre



## Aperçu

*En 2021, le secteur bancaire est parvenu à consolider sa situation financière et a fait preuve de résilience. Ses principaux indicateurs montrent une activité globalement soutenue, une rentabilité en nette amélioration, une hausse de la sinistralité ralentie et une résilience aux chocs, comme l'attestent les résultats des stress-tests effectués, notamment ceux simulant la détérioration des conditions macroéconomiques.*

*En matière de rentabilité, les banques ont enregistré, dans un contexte de rebond de l'activité économique en 2021, une nette croissance du résultat net cumulé de 76,4%, après la contraction de 43,2% enregistrée en 2020. Cette forte évolution résulte principalement de la baisse notable du coût du risque de 17% et de l'effet de base induit par la contribution du secteur bancaire en 2020 au fonds Covid-19.*

*En ce qui concerne le portefeuille des créances en souffrance des banques, il a cumulé un montant de 85 milliards de dirhams. Son rythme de progression s'est atténué comparativement à 2020, revenant à 6,7% après 14%. Ce ralentissement de la sinistralité a concerné à la fois les prêts accordés aux ménages et ceux destinés aux entreprises non financières. Au total, le taux de défaut moyen du secteur bancaire s'est établi à 8,5% après 8,2% une année auparavant. Dans ces conditions, les banques ont augmenté leurs provisions spécifiques, assurant un taux de couverture moyen autour de 67%. Elles ont constitué également des provisions à caractère général pour couvrir les risques latents, d'un montant de 13,5 milliards de dirhams.*

*Les banques demeurent vulnérables aux chocs portant sur le défaut de leurs plus grandes contreparties. Leurs expositions brutes bilan et hors-bilan sur les grands débiteurs ont augmenté de 1,9% à fin 2021, atteignant 375,8 milliards de dirhams, dont 37% concernent les 10 plus grands groupes non financiers.*

*Au plan de la capitalisation, les ratios de solvabilité et de fonds propres de première catégorie des banques se situent, à fin 2021, à 15,8% et 12%, sur base sociale (contre 15,7% et 11,4 respectivement en 2020) pour des minimas réglementaires de 12% et 9%.*

*Les tensions sur la liquidité des banques se sont atténuées dans l'ensemble en 2021, suite notamment à l'amélioration du niveau des réserves de change. Ainsi, le recours des banques aux avances de la Banque centrale a totalisé un montant de 83 milliards de dirhams en moyenne journalière, en baisse de près de 14 milliards de dirhams par rapport à l'année 2020.*

*En ce qui concerne le secteur de l'assurance, il a pu reprendre une bonne dynamique pour atteindre un niveau de croissance de 9,9% contre 1% en 2020, dans un contexte d'amélioration générale de l'économie nationale, soutenu par les campagnes de vaccination. Dans l'ensemble, les indicateurs clés font état d'un retour à une situation pré-pandémie. Le résultat financier a rebondi de 64,7% profitant de la bonne performance du marché boursier tandis que la marge d'exploitation s'est repliée en raison notamment de l'augmentation de la sinistralité qui a retrouvé son niveau d'avant crise.*

*Ces évolutions ont permis de faire progresser le résultat net de 35% et hisser le taux de rendement des fonds propres (ROE) à 9,5%, un niveau proche de celui enregistré avant le déclenchement de la crise sanitaire. Enfin, le ratio des plus-values latentes sur les placements s'est amélioré en passant de 13% en 2020 à 15,5% en 2021.*

*Sur le plan prudentiel, le secteur continue de dégager une marge de solvabilité confortable par rapport au minimum réglementaire. Cette marge, qui ne couvre à ce jour que le risque de souscription, serait amenée à baisser avec l'entrée en vigueur du cadre prudentiel de Solvabilité Basée sur les Risques (SBR).*

*Dans un autre registre, les exercices de stress tests réalisés font ressortir une bonne résilience des entreprises d'assurances aux chocs sur le portefeuille actions et immobilier et aux conditions macroéconomiques et techniques défavorables.*

*Concernant les régimes de retraite, l'intégration des enseignants contractuels des AREF (Académies Régionales d'Éducation et de Formation) au régime des pensions civiles géré par la Caisse Marocaine des Retraites, devrait atténuer, sur le long terme, les déficits accumulés. Toutefois, du fait de l'horizon de viabilité très réduit de ce régime, l'intégration de ces enseignants n'aura pas d'impact significatif sur sa pérennité à court terme. La réforme paramétrique qu'a connue le régime général du RCAR a permis l'amélioration de ses horizons de viabilité sans permettre d'asseoir une tarification équilibrée des droits futurs. Le rétrécissement des marges de manœuvre d'une année à l'autre nécessite l'accélération de la mise en place de la réforme systémique des régimes de retraite.*

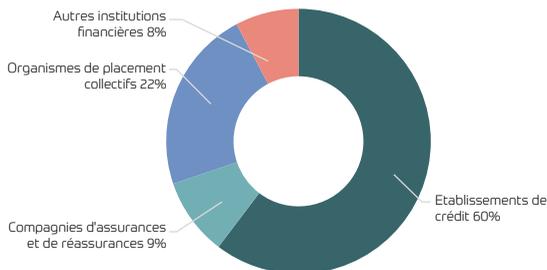
Le système financier marocain est constitué de sept catégories d'institutions financières à savoir 52 établissements de crédit (dont 19 banques conventionnelles et 5 banques participatives), 37 organismes assimilés<sup>20</sup>, 23 compagnies d'assurance et de réassurance<sup>21</sup>, 22 institutions de prévoyance sociale, 17 sociétés de bourse, 584 organismes de placement collectifs<sup>22</sup>, 48 sociétés gestionnaires et 5 infrastructures de marché.

En 2021, le total actif de ces institutions financières<sup>23</sup> s'est élevé à 2 836 milliards de dirhams contre 2 620 milliards de dirhams en 2020, représentant 221% du PIB national après 227%. Sa progression a été ainsi de l'ordre de 8,3% au lieu de 5,5% une année auparavant.

Parmi ces institutions, treize sont cotées en bourse, dont six banques, quatre sociétés de financement et trois compagnies d'assurance représentant près de 38% de la capitalisation boursière contre près de 41% en 2020.

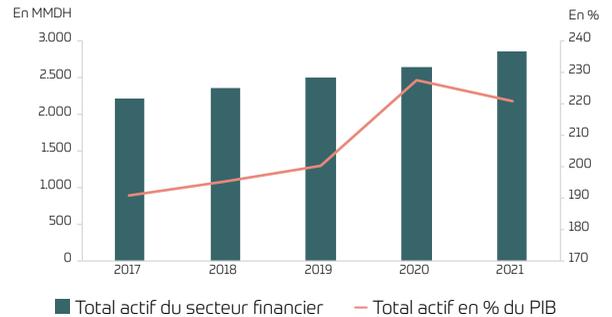
Les établissements de crédit représentent la principale composante du système financier et en constituent près de 60% en termes de total bilan, dont l'essentiel de leurs activités est axé sur les métiers traditionnels d'intermédiation financière.

#### Structure du système financier marocain en 2021, en termes du total bilan



Source : BAM, AMMC et ACAPS

#### Evolution du total actif du secteur financier



Source : BAM et HCP

<sup>20</sup> 6 banques off-shore, 12 associations de micro-crédit, 18 établissements de paiement, la Caisse de Dépôt et de Gestion et la Caisse Centrale de Garantie (actuelle Société Nationale de Garantie et de Financement de l'Entreprise dénommée «TAMWILCOM»).

<sup>21</sup> Compte non tenu des Intermédiaires d'assurances (Agents et Courtiers) au nombre de 2 114.

<sup>22</sup> 537 Organismes de placement collectifs en valeurs mobilières (OPCVM), 10 Organismes de Placement Collectif en Capital (OPCC), 16 Fonds de Placement Collectifs en Titrisation (FPCT) et 21 Organismes de placement collectif en immobilier (OPCI).

<sup>23</sup> Hors institutions de prévoyance sociale

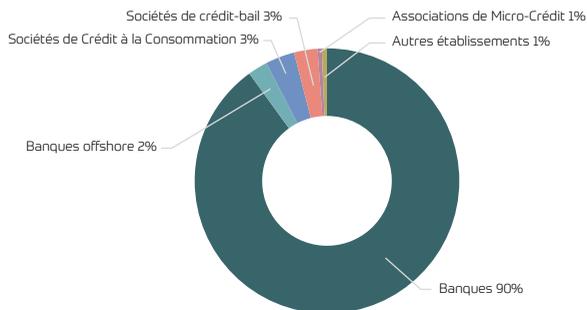
### III.1. Secteur bancaire<sup>24</sup>

En 2021, le secteur bancaire est demeuré solide et résilient avec une activité globalement soutenue, une rentabilité positive en amélioration, une sinistralité sur prêts en ralentissement et une résilience aux chocs, comme l'attestent les résultats des stress-tests effectués, notamment ceux du macro-stress test.

#### Structure du secteur bancaire sans grands changements

Le secteur bancaire est dominé par trois grandes banques revêtant une importance systémique à capital privé et majoritairement marocain <sup>25</sup>. L'évolution de celles-ci peut avoir des répercussions sur le système financier dans son ensemble en raison de leur taille et des interdépendances entre elles, avec les autres institutions du système financier et avec l'économie. A fin 2021, ensemble, ces banques ont contribué à hauteur de 62,4% dans le total des actifs agrégés du secteur bancaire contre 62,9% en 2020. S'agissant des activités de crédit et de dépôt au Maroc, ces trois banques jouent également un rôle notable et distribuent 60,7% du total des crédits et collectent 63,4% de l'ensemble des dépôts en 2021 contre respectivement 61,5 % et 63,7% en 2020. Elles disposent de 3 134 agences au niveau national, représentant 53,3%<sup>26</sup> du total des guichets ainsi que de 51 filiales et 22 succursales à l'étranger dont 45 filiales et 4 succursales en Afrique.

Composition du secteur bancaire - Part dans le total actif



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

En 2021, le total agrégé des actifs des banques conventionnelles et participatives a atteint 1 587 milliards de dirhams contre 1508 milliards de dirhams en 2020, en hausse de 5,2% et 5,7% en 2020, représentant 124% du PIB contre 131% une année auparavant. Ce ratio est en repli sous l'effet du redressement de la croissance nationale.

<sup>24</sup> Cette section fait ressortir les principaux indicateurs de solidité du secteur bancaire sur base sociale.

<sup>25</sup> Attijariwafa Bank, Banque Populaire et Bank of Africa.

<sup>26</sup> 53,3% si l'on prend uniquement les agences des banques conventionnelles.

## Evolution de la taille des banques



Source : BAM

### Les créances sur la clientèle, principale composante des emplois bancaires, poursuivent leur décélération pour la troisième année consécutive

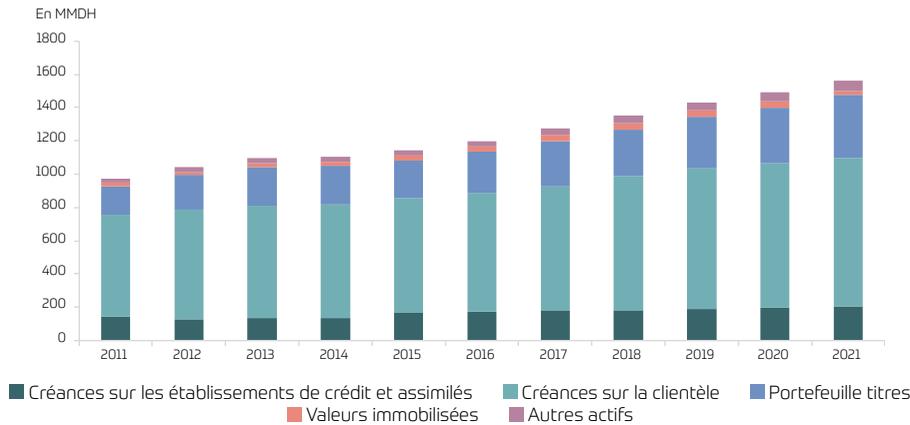
La structure des emplois fait ressortir que les crédits à la clientèle continuent d'en représenter une bonne part avec 57,7% en 2021, cumulant ainsi 916,4 milliards de dirhams contre 887 milliards de dirhams en 2020. Ces crédits poursuivent leur décélération à 3,3% en 2021 après 4,4% en 2020 et 5,9% en 2019. Ils intègrent les concours octroyés par les banques participatives à leur clientèle, pour un montant de 19,3 milliards de dirhams, en hausse de 42,9%, soit 5,8 milliards de dirhams de plus comparativement à l'année précédente.

Les créances sur les établissements de crédit ont progressé en 2021 de 6,1% contre 4,9% en 2020 pour s'établir à 207,6 milliards de dirhams. Elles ont représenté en 2021 une part de 13,1% quasi-inchangée par rapport à 2020 (13%). S'agissant des banques participatives, ces mêmes créances se sont élevées à 1,5 milliard de dirhams contre 1,7 milliard de dirhams en 2020.

Pour ce qui est du portefeuille titres des banques, il a représenté 23,5 % du total des emplois contre 22,2% en 2020, enregistrant une progression de 11,3% pour totaliser 373,4 milliards de dirhams. Il est composé à hauteur de 53,9% de bons du Trésor dont le rythme de progression s'élève à 11,9% en 2021 contre 11,6% en 2020.

Les actifs bancaires en devises ont enregistré une hausse de 2,6% comparativement à 2020, totalisant 131,3 milliards de dirhams, soit 8,3% du total des actifs du secteur.

### Evolution de la structure des emplois des banques



Source : BAM

### Les ressources des banques continuent d'être constituées principalement de dépôts de la clientèle

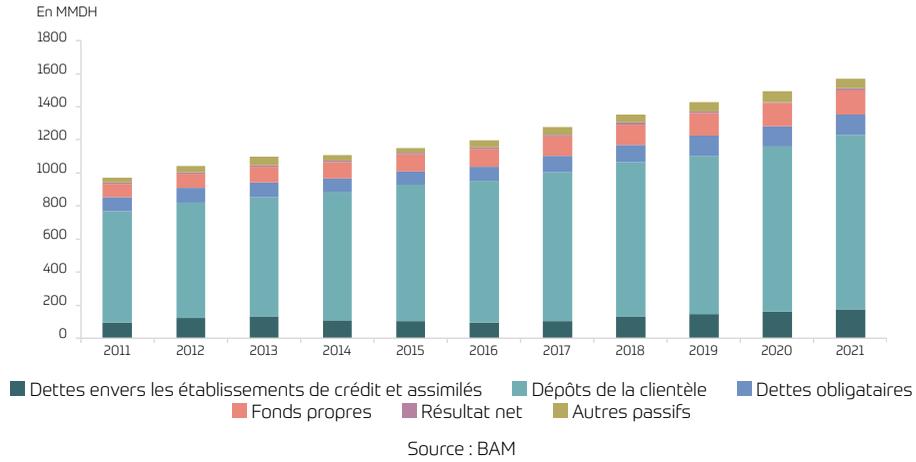
Les dépôts collectés auprès de la clientèle représentent en 2021 une proportion de 67% des ressources des banques contre 66,8% en 2020. Ces dépôts ont enregistré une hausse de l'ordre de 5,5% en 2021 contre 5,2% en 2020, pour un encours global de 1 063,3 milliards de dirhams. Ce montant intègre les dépôts collectés par les banques et les fenêtres participatives (y compris les dépôts d'investissement)<sup>27</sup>, qui s'élèvent à 7,5 milliards de dirhams en 2021 en hausse de 2,4 milliard de dirhams comparativement à l'année précédente.

Les dettes envers les établissements de crédit ont cumulé un montant de 175 milliards de dirhams en 2021, en hausse de 8,7% contre 15,6% en 2020, représentant une part de 11% dans le total des ressources. Près de 2,4 milliards de dirhams de ces dettes sont collectés par les banques participatives contre 1,7 milliard de dirhams en 2020.

S'agissant des fonds propres et des dettes obligataires émises par les banques, leurs volumes ont atteint en 2021 respectivement 151,3 et 120,1 milliards de dirhams.

<sup>27</sup> Incluant les dépôts à vue (5,2 milliards de dirhams), dépôts d'investissements (1,8 milliards de dirhams) et les autres comptes créditeurs (0,5 milliard de dirhams)

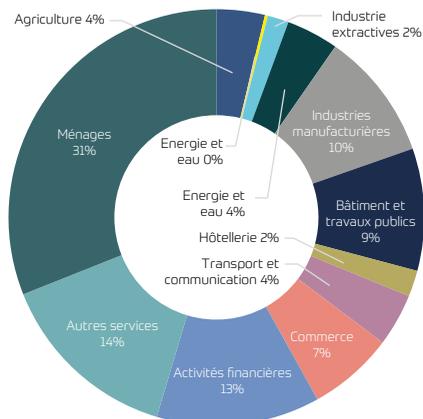
### Evolution de la structure des ressources des banques



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

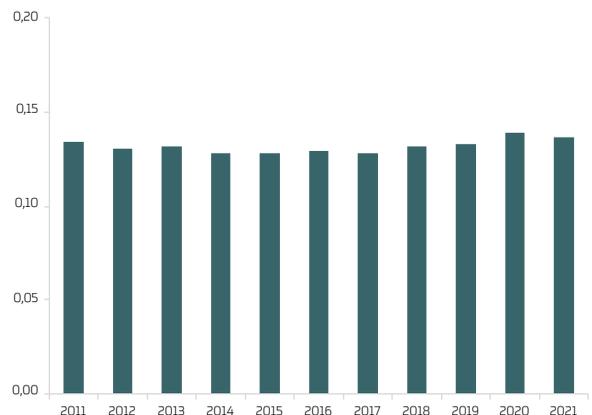
Le portefeuille crédits par décaissement des banques demeure diversifié sur les différents secteurs d'activité. Ainsi, les crédits aux ménages en représentent près d'un tiers, suivis par les crédits en faveur des « activités financières » et des « industries manufacturières » avec des parts respectives de 13% et 10%. Les secteurs des « bâtiments et travaux publics » et du « commerce » détiennent, pour leur part, près de 9% et 7% du total des crédits.

#### Répartition sectorielle des crédits par décaissement des banques à fin 2021



Source : BAM

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



Source : BAM

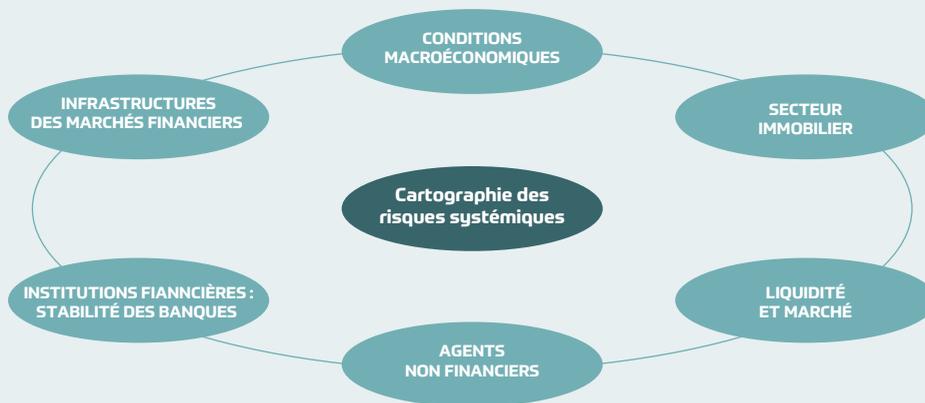
L'indice de concentration IHH<sup>28</sup>, mesurant la concentration, s'est établi à 0,138 en 2021, confirmant la diversification du portefeuille crédit dédié aux entreprises.

<sup>28</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.

### Encadré n°5 : Cartographie des risques systémiques

La cartographie des risques systémiques est un outil visant à identifier et évaluer les risques pesant sur la stabilité du système financier. Il s'agit d'un tableau de bord élaboré autour d'un ensemble d'indicateurs dans un objectif de monitoring des risques avérés ou latents. Les indicateurs retenus sont regroupés selon des critères de risques, eux-mêmes classés en 6 piliers de risques afin de bien structurer le cadre d'analyse. Leur évaluation est effectuée selon une démarche de scoring, qui repose sur des critères quantitatifs (niveaux, tendance, volatilité et distribution des valeurs) et qualitatifs (jugement d'expert).

#### Cartographie des risques systémiques



#### La démarche de scoring

La démarche de scoring retenue consiste dans un premier temps à fixer des seuils pour la liste des indicateurs sélectionnés selon l'une ou plusieurs méthodes statistiques. Sont pris en considération, dans la détermination de ces seuils, l'évolution historique de l'indicateur et sa nature, les changements structurels qui ont pu avoir lieu ou les changements au niveau de la réglementation.

#### Approches statistiques

- **Le z-score**

Cette méthode consiste à noter une observation en tenant compte du niveau de sa déviation par rapport à la moyenne. Il est noté sur une échelle de 1 à 5 le niveau du selon l'évolution de l'indicateur et le jugement d'expert. La formule de cette méthode s'écrit comme suit :

$$Z_t = \frac{(x_t - \bar{x})}{\sigma}$$

### • Les quantiles

Ce sont des mesures «q» qui permettent de noter une observation en se basant sur son positionnement par rapport aux différents quantiles calculés. Dans cette perspective, la relation de décision est de la forme suivante : si  $x \leq$  ou  $\geq q$ , le score est b

Le choix de a et de b dépend des types d'indicateurs et de la perception du risque par les experts.

### • Le rang percentile

Il est défini comme étant la proportion ou le pourcentage des données égales ou inférieures à un point spécifique dans la série de l'indicateur étudié. La note d'une observation est attribuée en fonction du classement de son rang percentile.

Pour chaque indicateur, une ou plusieurs de ces techniques sont appliquées. Les résultats peuvent dépendre de la profondeur historique disponible et différer légèrement d'une technique à l'autre.

Les scores issus de ces techniques statistiques sont examinés et confrontés au jugement à dire d'expert, tenant compte de deux éléments essentiels, à savoir d'une part, le seuil à partir duquel l'indicateur en question est jugé critique, et d'autre part, la persistance dans le temps dudit indicateur au-delà du seuil de tolérance défini.

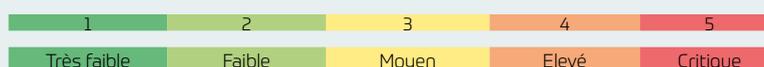
### Jugement d'experts

Le jugement d'expert permet de capter des informations qui échappent aux règles implémentées décrites précédemment, soit par manque de données ou bien en raison de la complexité de la relation entre certains indicateurs et la stabilité financière. Le jugement d'expert permet de finaliser le choix des seuils à retenir.

### Présentation des résultats et illustration graphiques

A un instant  $t$ , un score  $s^i_t$  est attribué à un indicateur donné  $i$  selon sa valeur à  $t$ . Le score varie de 1 à 5, selon le positionnement de la valeur de l'indicateur par rapport aux seuils préalablement définis. Le score d'un critère de risque est la moyenne arithmétique simple ou pondérée des scores des indicateurs le composant. Le score d'un pilier de risque, composé de plusieurs critères de risque, est la moyenne arithmétique simple ou pondérée des scores des critères de risques le composant.

Les scores pour chacun des piliers sont présentés sous forme de heatmap :



Ces scores sont assortis, parfois, d'une appréciation supplémentaire sous forme de signe (+) ou (-) afin de:

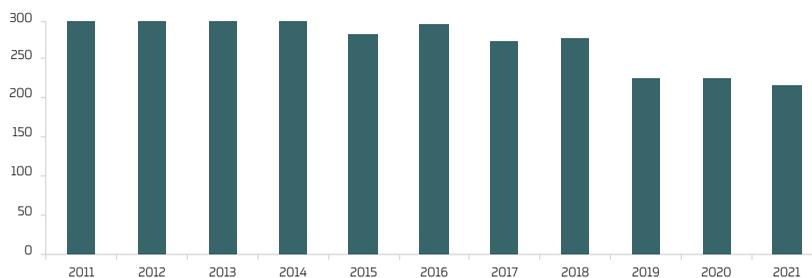
1. Refléter la tendance à venir du risque pour les indicateurs pour lesquels les perspectives sont disponibles.
2. Donner des scores intermédiaires permettant une appréciation plus fine pour certains risques.

## Les banques demeurent vulnérables aux chocs portant sur le défaut de leurs plus grandes contreparties

Les expositions brutes bilan et hors-bilan des banques sur les grands débiteurs ont augmenté de 1,9% à fin 2021, confirmant la reprise constatée en 2020 (+1,7%) après une baisse de 5,9% en 2019. Ces expositions se sont élevées à 375,8 milliards de dirhams en 2021, dont 37% concernent les 10 plus grands groupes non financiers.

Les prêts et titres de créance, représentant 88% des expositions bilan et 51% du total des crédits accordés aux entreprises, ont marqué une légère baisse de 2% après une hausse de 1% en 2020. Le niveau global de concentration s'est maintenu à 2,3 fois les fonds propres des banques.

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



Source : BAM

## Bien que le taux de défaut demeure à un niveau significatif, la sinistralité du secteur bancaire a ralenti et le risque y afférent reste bien couvert

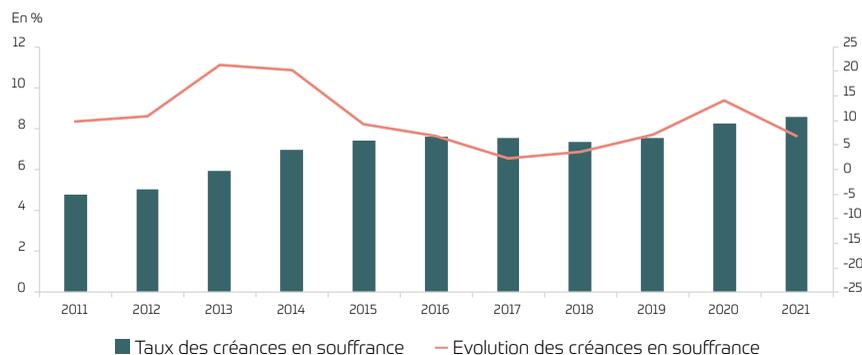
Le portefeuille des créances en souffrance des banques a décéléré en enregistrant une hausse de 6,7%, pour atteindre près de 85 milliards de dirhams, contre une augmentation de 14% un an auparavant. Ce ralentissement ayant concerné à la fois les prêts accordés aux ménages et ceux en faveur des entreprises non financières, serait lié à la reprise de l'activité économique.

Les créances non performantes des ménages, détenues par les banques, ont décéléré par rapport à 2020, passant d'une progression de 19,3% à 7,8% et culminant plus de 30 milliards de dirhams.

S'agissant des entreprises non financières, leurs créances en défaut ont augmenté de 6,6% contre 11,3% une année auparavant. Les secteurs d'activité les plus sinistrés sont ceux du BTP, des industries manufacturières et de l'hôtellerie, enregistrant respectivement des hausses de 17,3%, 9,1% et 30,1%, soit des créances additionnelles de 1,5 milliard, 1,3 milliard et 1,1 milliard de dirhams d'une année à l'autre.

Dans l'ensemble, le taux de sinistralité moyen du secteur bancaire s'est établi à 8,5% contre 8,2% une année auparavant. Pour les trois banques systémiques ensemble, ce ratio s'est établi à 7,9% en 2021 après 7,5% en 2020.

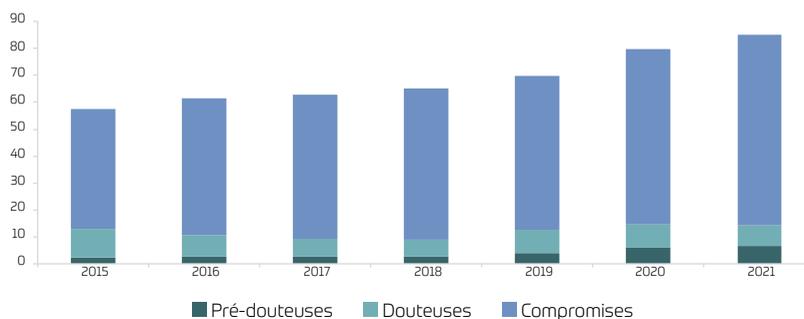
### Evolution des créances en souffrance des banques



Source : BAM

Par catégorie, l'encours des créances compromises, représentant plus de 83% des créances en souffrance, a connu une décélération, revenant à 8,7%, après 13,8% une année auparavant, pour s'établir à 70,8 milliards de dirhams. Les créances pré-douteuses ont augmenté de 12,8%, tandis que les créances douteuses ont enregistré une contraction de 12,5%. Celles-ci représentent respectivement 8% et 9% du total des créances en souffrance.

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

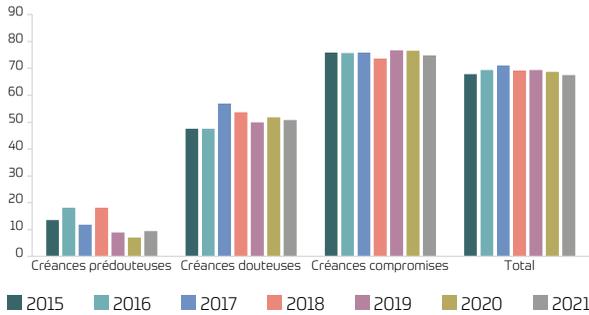


Source : BAM

Dans ce contexte d'augmentation de la sinistralité, les provisions spécifiques ont enregistré une hausse de 4,9% contre 12,9% en 2020, ramenant le taux de couverture moyen à près de 68% après 69%. Ce taux ressort à 74,8% pour les créances compromises, 50,7% pour les créances douteuses, et 9,4% pour les créances pré-douteuses. Pour les trois banques systémiques, le taux de couverture s'est établi autour de 67%.

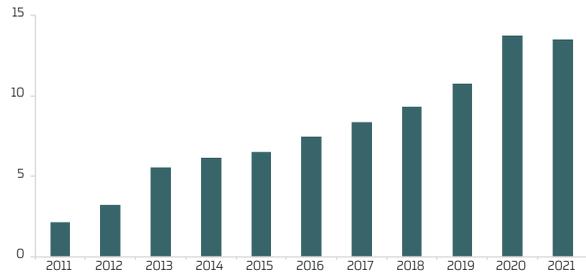
Les banques ont également constitué des provisions à caractère général, d'un montant de 13,5 milliards de dirhams, en légère baisse de près 1,9% par rapport à 2020. Ces provisions constituent pour les banques un volant de sécurité permettant de couvrir les risques latents.

### Evolution du taux de couverture des créances en souffrance, en %



Source : BAM

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

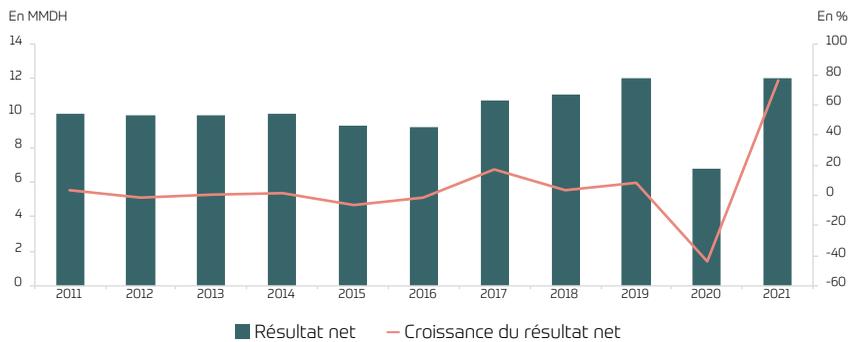


Source : BAM

## Amélioration de la rentabilité du secteur bancaire, à la faveur notamment de la baisse notable du coût du risque

La rentabilité du secteur bancaire a enregistré un résultat net cumulé en nette croissance de 76,4% après la contraction de 43,2% enregistrée en 2020. Cette forte évolution résulte, dans un contexte de reprise de l'activité économique en 2021, de la baisse du coût du risque d'environ 17% ainsi que de l'effet de base induit par la contribution du secteur bancaire en 2020 au fonds Covid-19.

### Evolution du résultat net des banques



Source : BAM

Le produit net bancaire (PNB) cumulé du secteur bancaire s'est accru de 6,5% d'une année à l'autre pour s'établir à 52,7 milliards de dirhams, recouvrant une hausse de la marge d'intérêt de 6%, une baisse du résultat des opérations de marché de 1,5% et une hausse de la marge sur commissions de 7,6%. Les trois banques systémiques, quant à elles, ont vu leur produit net bancaire grimper de 7,7% en 2021 après la contraction de 2,7%, enregistrée une année auparavant.

Par composante, la marge d'intérêt, principale source de revenus des banques avec une part de 69% en 2021, a totalisé 35,5 milliards de dirhams. Celle de la marge sur commissions est restée stable à 15% en 2021, tandis que la part du résultat des opérations de marché a, quant à elle, baissé très légèrement pour s'établir à 16%.

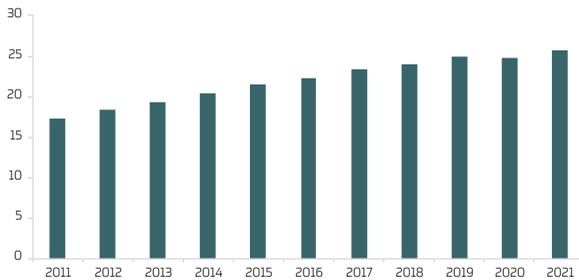
### Evolution des composantes de PNB des banques, en milliards de dirhams



Source : BAM

Les charges générales d'exploitation ont augmenté de 3,4% après une baisse de 0,4% une année auparavant, s'établissant à 25,6 milliards de dirhams. Le coefficient moyen d'exploitation ressort ainsi à 48,5% contre 50% en 2020.

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



Source : BAM

### Coefficient moyen d'exploitation, en %



Source : BAM

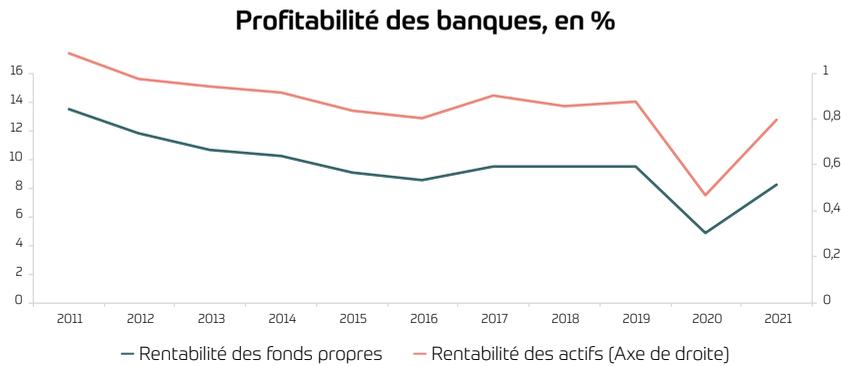
Après une hausse importante de 74,1% en 2020 sous l'effet de la crise sanitaire et de la montée du risque de crédit, le coût du risque des banques a baissé de 16,8% en 2021, pour s'établir à 10,4 milliards de dirhams. Rapporté au RBE, il s'est établi à 37% contre 47% une année auparavant. Sa part par rapport à l'encours des crédits est passée de 1,3% à 1% d'une année à l'autre.

### Coût du risque des banques



Source : BAM

La rentabilité moyenne des actifs (ROA) ressort en hausse à 0,8% après 0,5% en 2020 et celle des fonds propres (ROE) à 8,3% après 4,8% une année auparavant.



Source : BAM

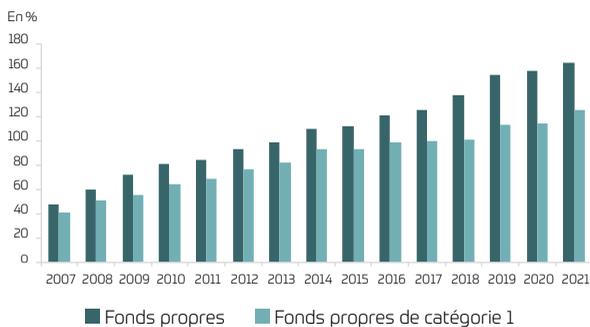
### Les banques continuent d'afficher des indicateurs de solvabilité supérieurs aux minimas réglementaires

Les fonds propres pruden­tiels des banques marocaines ont marqué une hausse de 4,7% à fin 2021 contre 2% en 2020, totalisant un montant de 165 milliards de dirhams. Par compo­san­te, les fonds propres de catégorie 1 ont enregistré une hausse de 9,3% du fait de la hausse des résultats et du ralentissement de la sinistralité. S'agissant des fonds propres de catégorie 2, ils ont baissé de 7,7% après une hausse de 5,5% un an auparavant.

Les actifs pondérés en fonction des risques, composés à hauteur de 82% du risque de crédit, ont augmenté de 4% à fin 2021 contre 1% une année auparavant.

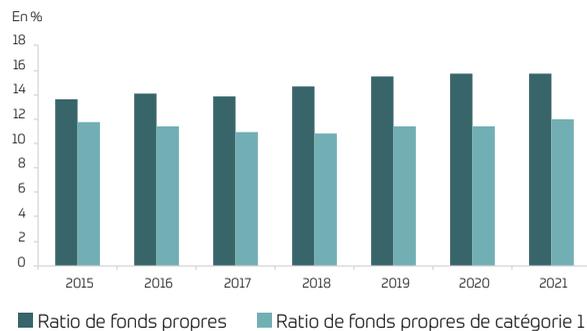
Dans ces conditions, les banques ont affiché un ratio de solvabilité moyen de 15,8% contre 15,7% une année auparavant, soit un niveau supérieur au minimum réglementaire de 12%. Pour sa part, le ratio Tier 1 s'est établi à 12% à fin 2021 contre 11,4% et 11,5% respectivement en 2020 et 2019. Pour les banques systémiques, les ratios pruden­tiels moyens se sont établis respectivement à 15,6% et 11,8% contre 15,4% et 11% une année auparavant.

**Fonds propres pruden­tiels des banques - base sociale**



Source : BAM

**Ratio de fonds propres des banques - base sociale**

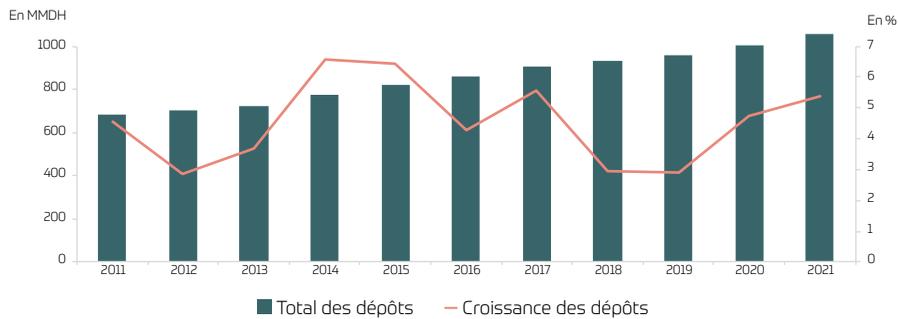


Source : BAM

## Progression soutenue des dépôts collectés par le secteur bancaire auprès de la clientèle

Constituant la composante prépondérante des ressources bancaires, avec une part de près de 67% en 2021, les dépôts de la clientèle se sont accrus de 5,4%.

### Evolution des dépôts collectés auprès de la clientèle

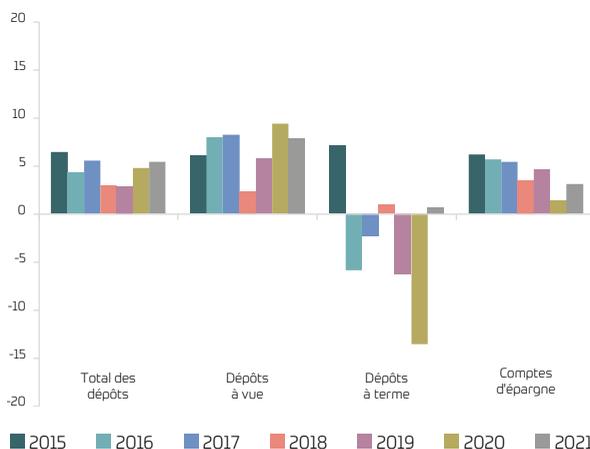


Source : BAM

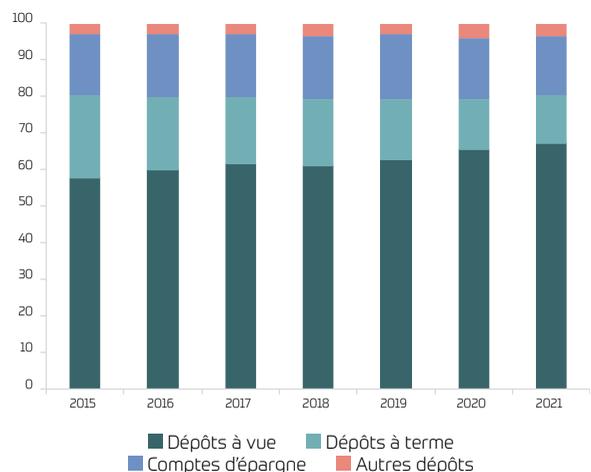
Par catégorie, les dépôts à vue poursuivent leur progression à un rythme soutenu. Leur croissance s'est ainsi établie à près de 8% en 2021 contre 10% une année auparavant. La part de cette catégorie s'est renforcée dans le total des dépôts, s'établissant à 67% après 66% en 2020 et 61% en moyenne entre 2015 et 2019.

Les comptes d'épargne ont également augmenté de près de 3,1% en 2021 contre 1,4% enregistré en 2020. Ils représentent 16,4% du total des dépôts, avec près de 174 milliards de dirhams, contre 16,8% en 2020. Parallèlement, les dépôts à terme, qui constituent 13% du total des dépôts, ont enregistré une hausse de 1,2% en 2021 après des baisses successives depuis 2016. Ce constat serait lié à la faible rémunération de ces dépôts à terme, conjuguée à la préférence de la clientèle pour les actifs à disponibilité immédiate.

### Evolution des dépôts par catégorie, en %



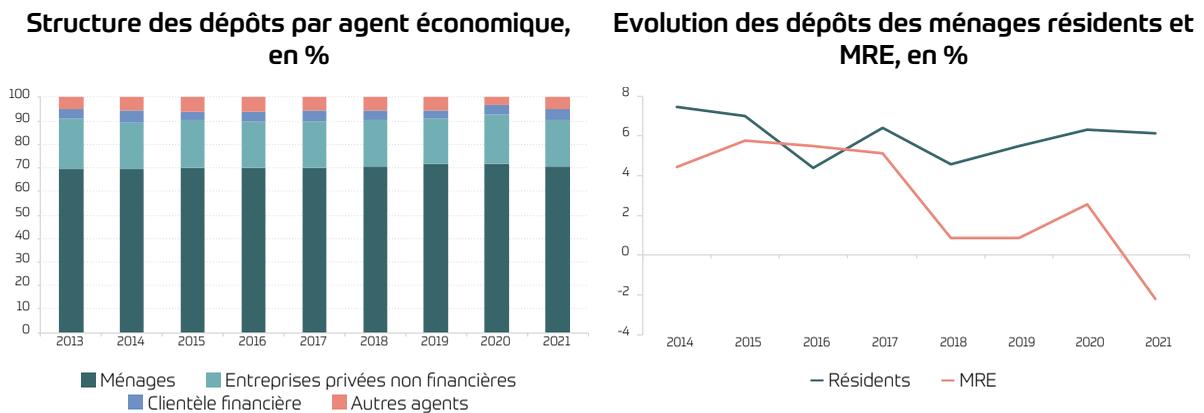
### Structure des dépôts par catégorie, en %



Source : BAM

Les dépôts bancaires des particuliers résidents, qui accaparent toujours près de 54% du total des dépôts, ont enregistré une hausse de 6,1%, s'élevant à 563,3 milliards de dirhams, contre 6,3% une année auparavant. Les dépôts des marocains résidant à l'étranger (MRE) ont enregistré une baisse de 2,2% pour atteindre 185,3 milliards de dirhams après une hausse de 2,6% une année auparavant. Ces dépôts représentent une part de près de 18%.

Les dépôts collectés auprès des entreprises non financières privées ont baissé de 1,2% à 208 milliards de dirhams, représentant près de 19,7% des dépôts contre 21% en 2020. Pour leur part, les dépôts de la clientèle financière continuent d'augmenter en enregistrant un taux de croissance de 16,9% contre 15,7% en 2020.



Source : BAM

### Le recours au refinancement obligatoire par les banques demeure comparable à celui de l'année précédente

L'encours de la dette obligatoire des banques a totalisé 120 milliards de dirhams en 2021, en hausse très limitée de 0,6% ou 0,7 milliard de dirhams, après la baisse de 2,5% en 2020. Les émissions obligataires en 2021 ont augmenté de presque 14,7 milliards de dirhams, confirmant ainsi l'accroissement de ce type de refinancement amorcé depuis 2016. Sa part dans l'ensemble des ressources du secteur bancaire a représenté 7,6%, contre 7,9% un an auparavant.

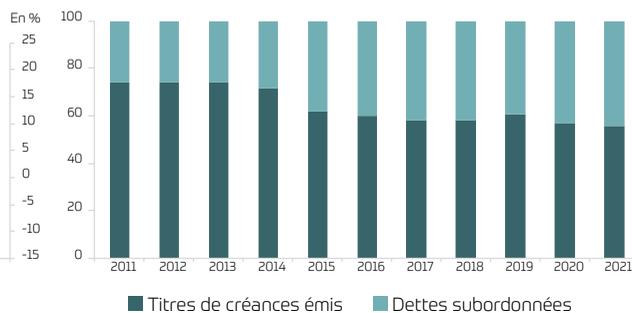
Sur ce total, les dettes subordonnées ont augmenté de 1,8 milliard de dirhams en une année, en progression de 3,6% pour s'établir à 53,2 milliards de dirhams, tandis que les titres de créances émis ont baissé de 1,7% ou 1,1 milliard de dirhams, pour atteindre près de 66,9 milliards de dirhams.

### Evolution de la dette obligataire



Source : BAM

### Structure de la dette obligataire par les banques, en %



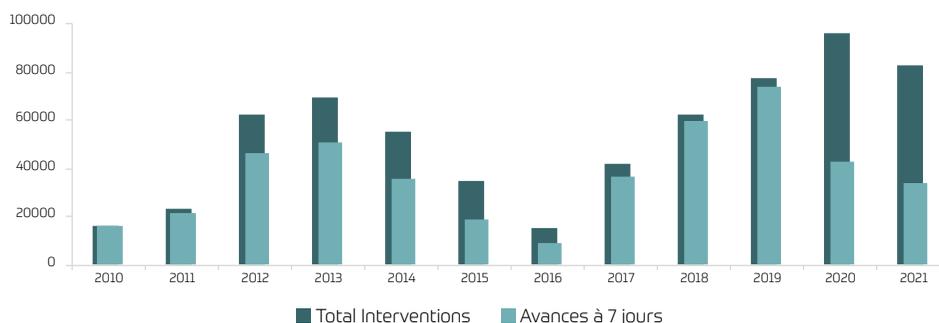
Source : BAM

## Allègement du déficit de liquidité bancaire, en lien essentiellement avec l'amélioration des réserves de change. Dans ce contexte, Bank Al-Maghrib a réduit le volume de ses injections de liquidité au profit des banques

En 2021, le besoin de liquidité des banques s'est globalement réduit, en lien essentiellement avec l'amélioration des réserves de changes, la bonne orientation des dépôts de la clientèle et la décélération de la circulation fiduciaire, en comparaison avec l'année précédente.

Sur l'ensemble de l'année 2021, le recours des banques aux avances de la Banque centrale a totalisé près de 83 milliards de dirhams en moyenne quotidienne, en baisse de 14 milliards de dirhams par rapport à l'année 2020. Ces injections de liquidité ont porté essentiellement sur les avances à 7 jours à hauteur de 35 milliards en moyenne ainsi que sur les opérations de pension livrée à long terme et des prêts garantis.

### Interventions de la Banque centrale, en milliards de dirhams (en moyenne)

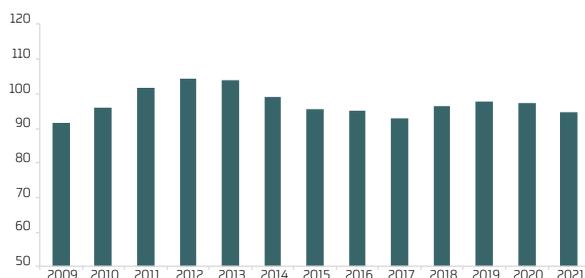


Source : BAM

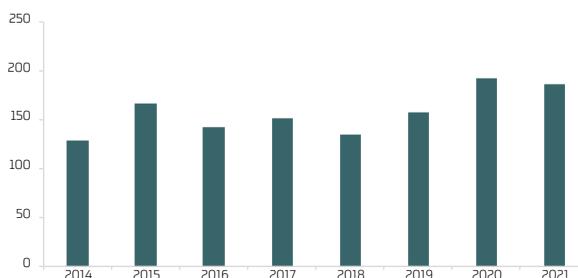
Le coefficient d'emploi, rapportant les prêts aux dépôts, s'est établi à 95% contre 97% en 2020, en amélioration de 2 points traduisant une évolution plus prononcée des dépôts comparativement à celle des crédits.

Aussi, le ratio de liquidité à court terme « LCR », rapportant les actifs liquides de haute qualité (HQLA) aux sorties nettes de trésorerie sur une période de 30 jours, s'est situé à 187% au terme de l'année 2021 contre 192% une année auparavant, soit un niveau largement supérieur au minimum réglementaire exigible.

**Evolution du coefficient d'emploi des banques, en %**



**LCR moyen, en %**



Source : BAM

**Encadré n°6 : L'évolution des principaux indicateurs du secteur bancaire sur base consolidée**

Sur base consolidée<sup>29</sup>, le total bilan cumulé des banques<sup>30</sup> s'est élevé à fin 2021 à 2 028 milliards de dirhams, en hausse de 5,3% après 5,1% en 2020 et 7,3% en 2019. Les trois groupes systémiques continuent d'en représenter une part de près de 70%.

Les emplois bancaires sont principalement composés des prêts et créances sur la clientèle, totalisant 1 205 milliards de dirhams, soit 59,5% du total actif en 2021 contre 60,5% en 2020 et 62% en 2019, enregistrant ainsi une hausse de 3,5% après 2,8% en 2020 et 6,9% en 2019. Ils sont suivis par les actifs financiers « à la juste valeur par résultat » avec un montant de 226 milliards de dirhams en 2021, en forte hausse de 16,5% et des actifs financiers « à la juste valeur par capitaux propres » dont la part se maintient autour de 7%.

Au sujet de la qualité du portefeuille de crédit sur base consolidée, les créances en souffrance sur la clientèle s'élèvent à 124,5 milliards de dirhams, en hausse de 6,3% par rapport à l'an dernier. Le taux de risque a évolué à 9,8% contre 9,5% en 2020 et 8,5% en 2019. Ces créances demeurent en moyenne couvertes à hauteur de 66%. Pour ce qui est des créances sensibles répondant aux critères de la norme IFRS 9, elles sont provisionnées à hauteur de 14,5% en moyenne contre 14,6% en 2020. D'un autre côté, les créances saines qui ne présentent pas d'indice de vulnérabilité, sont couvertes par des provisions à hauteur de 0,8% en moyenne contre 0,9% un an auparavant. Les grandes expositions des groupes bancaires ont augmenté de 8% contre 0,6% en 2020, soit 363 milliards de dirhams et 335 milliards de dirhams, représentant 1,8 fois des fonds propres bancaires contre 1,7 fois en 2020. Pour les trois groupes bancaires systémiques, le taux de risque moyen s'établit à 9,1% avec un taux de couverture de 68,5%.

<sup>29</sup> Données recueillies des états financiers des banques établis en normes IFRS.

<sup>30</sup> Sommation du total des bilans consolidés des 11 groupes bancaires assujettis à la consolidation et le total des bilans sur base sociale des 6 banques non assujetties à la consolidation.

Les ressources, demeurent prédominées par les dettes envers la clientèle avec une part de 65,6 % en 2021 pour un montant de 1 335 milliards de dirhams contre 1 264 milliards de dirhams, en hausse de 5,6% contre 5,2% en 2019. Elles sont suivies par les dettes envers les établissements de crédit et assimilés, qui ont progressé de 3,2% d'une année à l'autre, cumulant 206 milliards de dirhams. Concernant les capitaux propres, leur part s'est établie à 9,39 % contre 9,54 % une année auparavant.

En ce qui concerne les rubriques du compte de résultat, le bénéfice net a presque doublé, passant de 8 à 15 milliards de dirhams, Le résultat net-part groupe a également augmenté de 78%, en lien notamment avec l'amélioration des performances de certaines filiales africaines, totalisant 12 milliards de dirhams au lieu d'environ 7 milliards en 2020. Cette évolution s'explique aussi, par la baisse notable du coût du risque global, qui est revenu à 15 milliards de dirhams après 19 milliards de dirhams enregistré une année auparavant suite notamment à la réalisation des reprises de provision dans un contexte d'évolution favorable de l'économie. Le coût du risque a ainsi représenté 38% du résultat brut d'exploitation contre 55% au titre de l'année 2020. Les indicateurs de rentabilité des groupes bancaires se sont inscrits en amélioration, affichant une rentabilité moyenne des actifs (ROA) de 0,6% au lieu de 0,4% une année auparavant et une rentabilité moyenne des fonds propres (ROE) de 7,8% en 2021 après 4,6% en 2020.

En matière de solvabilité, les fonds propres consolidés des groupes bancaires ont atteint 203 milliards de dirhams contre 194 milliards de dirhams en 2020, dont près de 164 milliards de dirhams de fonds propres de catégorie 1, ramenant ainsi le ratio moyen de solvabilité global à 13,9% et le ratio moyen de fonds propres de catégorie 1 à 11,2% contre respectivement 13,7% et 10,6% en 2020 pour des minimas réglementaires de 12% et 9%. Pour les trois groupes bancaires systémiques ensemble, ces ratios se sont établis respectivement à 13,3% et 10,7% au terme de l'année 2021.

## Les banques ont démontré encore une fois leur capacité à faire face aux chocs macroéconomiques

Bank Al-Maghrib poursuit l'utilisation du macro-stress test comme outil d'évaluation de la résilience des banques aux chocs macroéconomiques. Le présent exercice, qui se base sur les données à fin 2021 des huit principales banques<sup>31</sup>, repose sur deux scénarii ; (i) un scénario central (Baseline) conforme aux prévisions macroéconomiques de Bank Al-Maghrib publiées en juin 2022 et (ii) un scénario extrême simulant la matérialisation de chocs macroéconomiques sévères mais plausibles.

Le scénario central suppose un ralentissement de la croissance à 1% en 2022 (pénalisée principalement par la chute de la valeur ajoutée agricole et les effets du conflit russo-ukrainien) puis son accélération à 4% en 2023. S'agissant du scénario extrême, l'escalade et l'enlisement des tensions entre l'Ukraine et la Russie, conjuguée à une perturbation plus sévère des chaînes d'approvisionnement ainsi qu'une nouvelle vague de la pandémie, pèseraient lourdement sur le PIB national qui devrait se contracter de 3,6% en 2022 avant de croître de 2,4% en 2023.

<sup>31</sup> Représentant près de 80% du total actif et 90% des crédits accordés par le secteur bancaire

En particulier, selon le scénario sévère, la croissance économique des partenaires étrangers du Maroc serait affectée par les tensions géopolitiques et le renchérissement remarquable des matières premières (en lien notamment avec les tensions relatives à la production et l'échange du pétrole, des denrées alimentaires et des engrais), d'où la contraction du PIB en zone euro et le ralentissement de sa croissance en Afrique Subsaharienne en 2022. Dans ce cadre, le Maroc subirait une baisse de la demande étrangère, un recul des recettes des IDE ainsi qu'une accélération plus que prévue de l'inflation. En 2023, Bien qu'un apaisement des tensions serait constaté, la croissance resterait globalement atone, et les prix des matières premières se maintiendraient à des niveaux assez élevés.

### Scenarii macroéconomiques

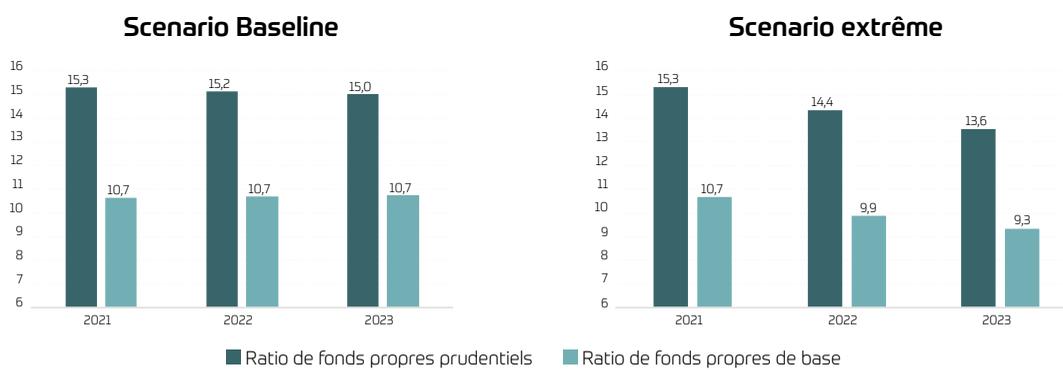
		2021	2022	2023
<b>Extérieures</b>				
Croissance zone euro (%)	Baseline	5,6	2,8	2,3
	Extrême	-	-1,3	1,9
Croissance Afrique subsaharienne (%)	Baseline	3,7	3,8	4,0
	Extrême	-	1,8	2,0
Prix du pétrole (%)	Baseline	67,4	42,0	-8,0
	Extrême	-	55,3	0,5
Prix des matières premières hors énergie (%)	Baseline	32,7	19,2	-8,8
	Extrême	-	26,1	1,7
<b>Intérieures</b>				
Croissance	Baseline	7,9	1,0	4,0
	Extrême	-	-3,6	2,4
Inflation (%)	Baseline	1,4	5,3	2,0
	Extrême	-	7,2	5,0
Transferts des MRE (%)	Baseline	37,4	-5,9	-3,8
	Extrême	-	-4,8	-2,8
Recettes IDE (%PIB)	Baseline	2,5	3,0	3,2
	Extrême	-	2,5	2,5

Les résultats du scénario de base révèlent que le taux moyen des créances en souffrance des huit banques soumises au test devrait s'établir autour de 10,2% pour les ménages et 11,4% pour les entreprises non financières (ENF), en moyenne en 2022-2023, avec des évolutions contrastées entre les banques. Par ailleurs, les banques devraient enregistrer une quasi- stabilisation du résultat net, en lien notamment avec une amélioration légère, voire stagnation de la marge d'intérêt et de la marge sur commissions. Dans ces conditions, le ratio moyen de fonds propres global s'établirait à 15,2% en 2022 et 15% en 2023, tandis que le ratio des fonds propres de base se stabiliserait autour de 10,7%.

Cependant, la dégradation des conditions économiques dans le cadre du scénario extrême, se traduirait par une accentuation du risque de crédit, avec un accroissement du taux moyen de créances en souffrance des ménages à 11,7% en 2022 puis à 12,9% en 2023, et celui des ENF à

12,2% en 2022 puis à 13,7% en 2023, reflétant principalement les effets de la baisse de l'activité et du pouvoir d'achat sur la situation financière des ménages et des entreprises non financières. En outre, le recul de l'activité conjugué à la hausse d'inflation et l'atonie du crédit, pénaliserait la rentabilité des huit principales banques de la place suite à la diminution du PNB et ses principales composantes (marge d'intérêt, marge sur commission et résultats des opérations de marché). Par conséquent, le ratio moyen des fonds propres pruden­tiels devrait se contracter de 180 points de base (pb) et celui des fonds propres de base de 130 pb, sur l'horizon de prévision. Malgré ces évolutions, les ratios des fonds propres pruden­tiels sur base sociale se maintiendraient en dessus des exigences réglementaires en 2022-2023.

### Evolution des ratios de fonds propres



#### Encadré n°7 : Détails méthodologiques du macro stress bancaire

En vue de procéder au renforcement du cadre analytique de la surveillance macropruden­tielle, Bank Al-Maghrib a procédé en 2019, avec l'assistance technique du FMI, à une revue approfondie du processus du macro stress test du secteur bancaire, qui avait pour principaux objectifs :

- L'amélioration de la méthodologie servant à concevoir les scénarios macroéconomiques extrêmes avec la technique du GaR (Growth at Risk) ;
- L'estimation de sept modèles satellites adéquats pour relier les facteurs de risques bancaires aux variables macroéconomiques.

La nouvelle démarche pour la conception du scénar­io extrême a été déployée courant juin 2019 et ses résultats ont été publiés au niveau du rapport sur la stabilité financière n°6. Bank AL-Maghrib, a par la suite, affiné les techniques des modèles satellites et testé leur qualité prédictive pour le scénar­io extrême. Ces travaux ont été menés avec l'appui à distance des experts de la mission du FMI.

L'élaboration des modèles satellites repose sur trois différentes techniques d'estimation en panel (MCO dynamique à effet fixe<sup>32</sup>, combinaison bayésienne de modèles alternatifs<sup>33</sup> (BMA) et Pooled Mean-Group estimator<sup>34</sup>) couvrant huit principales banques. Les modèles relatifs au risque de crédit (taux de créances en souffrance et taux de provisionnement) sont estimés sur la base de données trimestrielles, tandis que les modèles expliquant l'évolution des résultats des banques sont semestriels.

MCO dynamique à effet fixe	Modélisation Bayésienne	Pooled Mean-Group estimator
CES des ménages	Taux de provisionnement	Coût de financement
CES des Entreprises Non Financières		
Marge sur commissions	Résultat des opérations de marché	
Ratio du revenu d'intérêt au total des crédits		

La spécification du modèle est basée sur :

- Le signe correct et la signification statistique des coefficients.
- Le niveau élevé du R<sup>2</sup> qui mesure la qualité de la prédiction d'une régression linéaire.
- Une estimation correcte hors échantillon.

### Risque de crédit

Les variables explicatives retenues pour expliquer la variation du ratio des créances en souffrance des ménages sont, outre le retard de la variable dépendante, la croissance du PIB non agricole et la variation du taux d'intérêt réel de bons de Trésor, de sorte qu'une baisse d'un point de pourcentage de la croissance du PIB non agricole (réel) se traduirait par une hausse du ratio des CES des ménages de 0,26 point de pourcentage et une hausse d'un point de pourcentage du taux d'intérêt réel augmenterait le ratio des CES de 0,37 point de pourcentage pour cette catégorie de clientèle.

<sup>32</sup> La méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) dynamique à effets fixes est une régression linéaire en panel qui prend en considération le retard de la variable dépendante ainsi que l'existence d'un facteur constant dans le temps, particulier à chaque banque.

<sup>33</sup> La combinaison bayésienne de modèles alternatifs (BMA) : cette méthode permet de combiner les prévisions de plusieurs modèles pour palier à l'incertitude de l'estimation.

<sup>34</sup> Le Pooled Mean-Group estimator est utilisé pour remédier au problème de la non stationnarité des séries en considérant l'existence d'une relation de long terme entre les variables ainsi qu'une dynamique de court terme.

### Variation du ratio des CES des ménages (g.a)

Variation du ratio des CES des ménages (t-1)	0.6661*** (35.00)
Croissance du PIB non agricole réel	-26.3872** (-2.94)
Variation du taux de bons de Trésor	0.3742 (1.13)
Constante	0.9804** (2.66)
R <sup>2</sup>	0.55
Nombre d'observations	500
p-value du test de Fischer	0.00

Pour sa part, le modèle retenu pour expliquer l'évolution du taux des CES des Entreprises Non Financières (ENF) est un panel MCO dynamique à effet fixe, avec comme variables explicatives (i) la variation du ratio des CES retardé d'une période, (ii) le taux de croissance du PIB non agricole réel, (iii) la variation d'une année à l'autre du taux d'intérêt réel des bons du Trésor et (iv) la variation d'une année à l'autre du stock des capitaux étrangers (IDE et transferts des MRE). Les coefficients obtenus ont les signes intuitifs attendus. Ainsi, le taux de croissance du PIB non agricole réel devrait avoir un effet décroissant sur le ratio des CES des ENF, étant donné que la capacité de remboursement de la dette des emprunteurs augmente avec l'amélioration du revenu. De même, les entrées de capitaux devraient avoir un effet décroissant sur ce ratio vu qu'elles améliorent la liquidité bancaire, permettant aux banques de distribuer plus de crédit.

### Variation du ratio des CES des ENF (g.a)

Variation du ratio des CES des ENF (t-1)	0.7548*** (14.58)
Croissance du PIB non agricole réel	-14.9615*** (-3.83)
Variation du taux de bons de Trésor	0.1643 (0.76)
Variation du capital étranger (IDE et transferts des MRE)	-1.2028** (-2.29)
Constante	0.2981 (1.37)
R <sup>2</sup>	0.68
Nombre d'observations	448
p-value du test de Fischer	0.00

L'impact de la variation du taux des CES sur les résultats des banques dépend du niveau de provisionnement des flux des créances en souffrance, d'où l'estimation d'un modèle pour le taux de provisionnement. Une combinaison bayésienne de modèles alternatifs (BMA) a été utilisée pour minimiser le risque d'erreur du modèle et pour corriger la sensibilité des projections à une seule spécification. L'équation retenue inclut comme variables explicatives le taux de croissance du PIB non agricole réel et la variation d'une année à l'autre du taux d'intérêt réel des bons du Trésor.

<b>Variation du taux de provisionnement (g.a)</b>	
Croissance du PIB non agricole réel	0.7123*** (-3.64)
Variation du taux de bons de Trésor	-0.0106*** (-4.34)
Constante	-0.0269*** (-3.19)
Nombre d'observations	497

### Les produits d'intérêt

Le modèle utilisé est un panel MCO dynamique à effet fixe, sur base semestrielle, expliquant le ratio du produit d'intérêt sur total crédit, par sa valeur au cours de la période précédente, par le taux interbancaire nominal et par le taux d'inflation. Les deux dernières variables ont un impact positif sur l'évolution du ratio. En effet, une hausse du taux d'inflation et du taux interbancaire se traduisent par une augmentation des charges bancaires, incitant ainsi les banques à accroître les taux débiteurs pour maintenir leur marge d'intérêt nette.

<b>Revenu d'intérêt rapporté au total des crédits</b>	
(Revenu d'intérêt au total des crédits) (t-1)	0.7819 *** (10.77)
Taux interbancaire nominal	0.0554** (2.01)
Inflation	0.0059** (2.58)
Constante	0.4179*** (2.41)
R <sup>2</sup>	0.81
Nombre d'observations	256
p-value du test de Fischer	0.00

## Coût de financement

Afin de déterminer l'évolution du coût de financement des banques suite à la variation des conditions macroéconomiques, un modèle en panel a été estimé, sur base semestrielle, en considérant le ratio des charges d'intérêts sur le total des financements, comme variable proxy pour le coût de financement. Les variables explicatives sont le taux d'inflation et le taux nominal des bons de Trésor.

Étant donné que la série statistique de la variable dépendante n'est pas stationnaire, le coût de financement est estimé en utilisant le « Pooled Mean-Group estimator » afin de capter l'effet de la relation de long terme. Le coefficient du terme de correction d'erreur dans l'équation de court terme est négatif, confirmant la relation de cointégration. De plus, les coefficients de l'équation de long terme affirment la relation positive entre les coûts de financement des banques et le taux des bons du Trésor et le taux d'inflation.

<b>Charges d'intérêt sur le financement total</b>	
<b>Relation de long terme</b>	
Taux d'intérêt de bons de trésor nominal	0.4688*** (7.43)
Inflation	0.1436*** (3.04)
<b>Relation de court terme</b>	
Terme de correction d'erreur	-0.2930*** (-13.56)
Variation annuelle du taux bons de trésor nominal	-0.0768*** (-3.01)
Variation du taux d'inflation	-0.0159*** (9.63)
Constante	-0.2388*** (-9.72)
Nombre d'observations	248

## Marge sur commission

L'évolution de cette composante est estimée en utilisant un modèle MCO à effet fixe. Les variables explicatives comprennent la croissance annuelle du PIB réel, la variation d'une année à l'autre du taux interbancaire nominal et le taux d'inflation. La croissance du PIB et le taux d'inflation ont un effet positif sur la marge nette des commissions, étant donné que le volume d'affaires évolue en fonction de l'activité économique globale alors que le taux d'intérêt interbancaire devrait avoir un impact négatif, car il devrait ralentir les activités du marché.

<b>Variation de la marge sur commission</b>	
Croissance annuelle du PIB réel	1.2770*** (3.51)
Variation du taux interbancaire nominal	-0.2232*** (-9.81)
Inflation	0.0122*** (3.94)
Constante	-0.0358** (-2.31)
R <sup>2</sup>	0.34
Nombre d'observations	208
p-value du test de Fischer	0.00

### Résultat des opérations de marché

Ce modèle est estimé suivant une combinaison bayésienne de modèles alternatifs (BMA). Les variables explicatives comprennent la variation d'une année à l'autre du taux d'intérêt nominal des bons du Trésor ainsi que de l'IPC. Les signes des coefficients obtenus sont conformes avec la théorie. En effet, le taux d'inflation impacte positivement l'évolution du résultat des opérations de marché, car il reflète le dynamisme de l'activité économique et financière. En revanche, la variation du taux nominal du Trésor a une incidence négative sur ce résultat en raison (i) de la corrélation négative entre le taux d'intérêt et les cours des titres et de (ii) l'augmentation du coût des transactions financières suite à la hausse du taux d'intérêt de référence.

<b>Variation du résultat des opérations de marché</b>	
Variation du taux interbancaire nominal	-0.3307*** (-2.81)
Inflation	0.0396 (0.68)
Constante	0.0654 (0.60)
Nombre d'observations	205

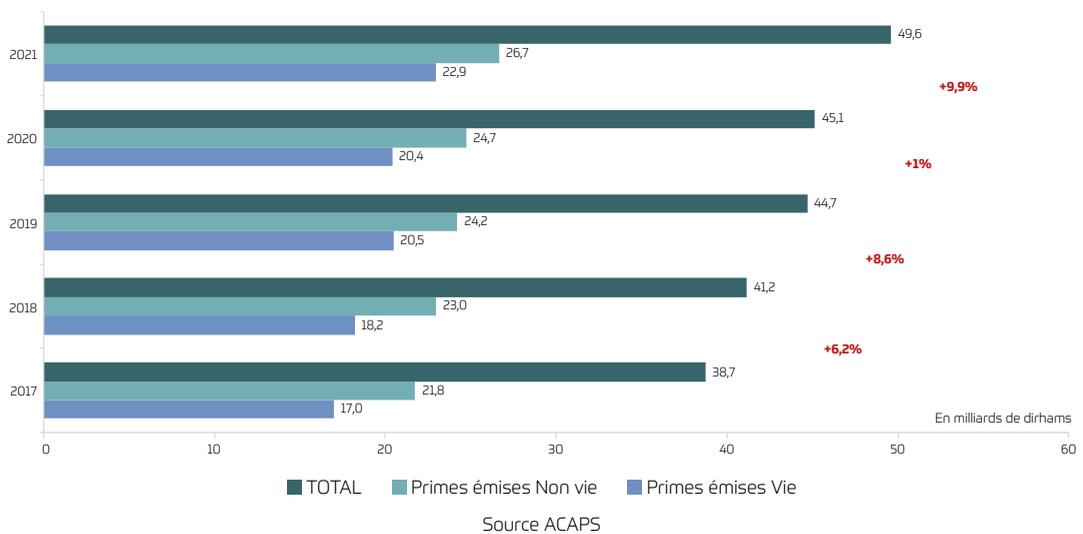
Les modèles satellites estimés ont permis d'établir les liens entre l'environnement macroéconomique et certaines composantes du bilan et du compte résultat des huit principales banques marocaines. Ils font l'objet, dans le cadre de la dynamique d'amélioration, d'un examen régulier et pourraient subir des ajustements en cas de besoin.

## III.2. Secteur des assurances

### Le secteur de l'assurance reprend son rythme de croissance

Après une année difficile de pandémie et ses répercussions néfastes sur l'activité économique, le secteur des assurances national a retrouvé sa dynamique d'avant crise avec un volume de primes émises (affaires directes) de 49,6 milliards de dirhams, en progression de 9,9% (contre 1% en 2020). Cette performance s'inscrit dans un contexte d'amélioration générale de l'économie nationale et marque une reprise de l'activité du secteur.

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



Bien qu'avec des proportions différentes, la bonne performance du chiffre d'affaires du secteur des assurances a concerné aussi bien la branche vie que la branche non-vie.

La branche vie a repris son rythme de croissance amorcé avant la crise pour atteindre 22,9 milliards de dirhams de collecte contre 20,4 milliards de dirhams un an auparavant, en augmentation de 12,5%. Cette embellie a profité à l'ensemble des segments de la branche vie : l'épargne en dirhams a enregistré une hausse de 12,2% à 18 milliards de dirhams, les unités de compte ont continué sur leur dynamique en progressant de 20% à 1,7 milliard de dirhams et l'assurance décès a renoué avec la croissance en réalisant une hausse de 10,2% à 3,2 milliards de dirhams.

Grâce à ces évolutions, l'assurance vie et capitalisation voit son apport dans le chiffre d'affaires total augmenter à 46,3% contre 45,2% un an auparavant.

En dépit de cette évolution positive, l'environnement des taux bas continue de peser sur les bilans des assureurs vie qui orientent progressivement leurs offres vers des contrats en unité de compte, à faible risque pour les assureurs.

De son côté, la branche non-vie a enregistré une hausse notable de 7,7% avec un volume d'émissions de 26,7 milliards de dirhams. Cette hausse est essentiellement portée par l'assurance automobile qui a réalisé un volume de primes de 13 milliards de dirhams et une croissance de 8,6%.

### 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

	2020	2021
<b>Assurances vie et capitalisation</b>	<b>45,2%</b>	<b>46,3%</b>
<b>Assurances non - vie</b>	<b>54,8%</b>	<b>53,7%</b>
Garanties contre les conséquences d'évènements catastrophiques	1,1%	1,1%
Automobile	26,5%	26,2%
AT & MP	4,9%	4,7%
Accidents corporels	9,8%	9,6%
Incendie	4,3%	4,1%
Assistance - crédit - caution	3,1%	3,1%
Autres	5,2%	5,0%
<b>Total</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Source : ACAPS

Sur un autre registre, les acceptations en réassurance accusent une baisse de 5,2% à 2,8 milliards de dirhams. Cette activité, qui est essentiellement concentrée en assurance non-vie (94%), continue à être dominée par les réassureurs exclusifs avec une part de marché de 78%.

Au global, le chiffre d'affaires du secteur des assurances, acceptations en réassurance comprises, a atteint 52,4 milliards de dirhams, en hausse de 8,9% par rapport à 2020.

En dépit du taux de croissance à deux chiffres des primes émises, le taux de pénétration de l'assurance<sup>35</sup> est resté quasiment au même niveau<sup>36</sup> que celui de 2020, soit 3,9%.

<sup>35</sup> Le taux de pénétration est calculé en rapportant les primes émises directes au PIB.

<sup>36</sup> La méthode de calcul du PIB a été revue par le HCP se traduisant par une forte croissance du PIB aux prix courants.

### Encadré n°8 : L'assurance Takaful au service de l'inclusion financière

L'assurance Takaful a franchi en 2021 une étape importante, avec la publication du reste du corpus réglementaire lié à ce type d'assurance et l'octroi des agréments aux premiers opérateurs Takaful.

L'entrée en vigueur de cette nouvelle activité, tant attendue par la communauté de la finance participative (banques et clientèles), vient compléter l'écosystème en proposant une offre assurancielle adaptée.

Au démarrage de cette activité, l'offre proposée portera essentiellement sur l'assurance décès/invalidité et l'assurance multirisque bâtiment, pour répondre à une demande manifeste des banques participatives. Elle portera également sur des produits d'assurances d'épargne dits « investissement Takaful ».

L'émergence de cette activité constitue une réelle opportunité d'inclusion financière en permettant d'intégrer les populations qui n'ont pas recours à l'assurance conventionnelle pour des convictions religieuses ou pour des raisons d'éthique.

Ce faisant, elle contribuera à améliorer le taux de pénétration d'assurance et à favoriser la dynamique du marché marocain de l'assurance.

Le développement de ce marché émergent reste, toutefois, tributaire de la mise en place d'un écosystème de la finance participative favorisant la disponibilité d'un large éventail d'actifs conformes aux avis du Conseil Supérieur des Oulémas (CSO).

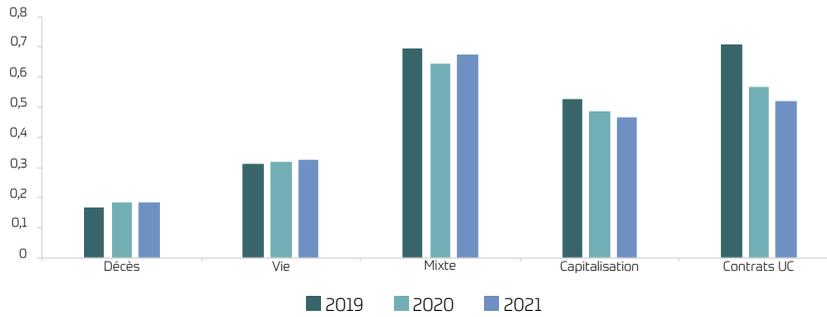
### Une concentration marché qui se maintient à son niveau moyen

En 2021, la structure du marché des assurances en termes d'effectif d'opérateurs et de parts de marché est restée quasiment inchangée. Par conséquent, la concentration du secteur des assurances, mesurée par l'indice Herfindahl-Hirshman, s'est maintenue à son niveau moyen en se situant à 0,117 contre 0,116 une année auparavant.

En assurance Vie, la concentration a gardé son niveau élevé avec un indice qui s'est établi à 0,177 (contre 0,178 en 2020). Le nombre réduit des acteurs actifs sur ce segment conjugué à une répartition asymétrique de leur part de marché continue à expliquer ce constat. Sur ce marché animé par seulement neuf acteurs, trois d'entre eux absorbent 66,7% de parts de marché.

Au sein de la branche vie, l'analyse de la concentration fait ressortir le même constat. En effet, toutes les catégories de cette branche affichent des niveaux de concentration élevés qui s'avèrent plus marqués pour les catégories « mixte » et « contrats UC ». Toutefois, une tendance à la baisse de la concentration des contrats UC se profile, sous l'effet de l'intérêt grandissant des acteurs à commercialiser ce type de contrats.

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

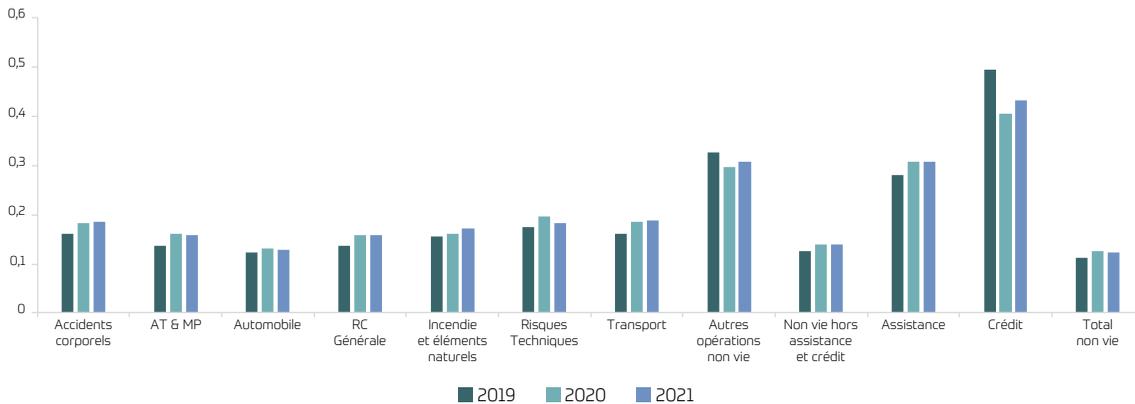


Source : ACAPS

Avec un IHH à 0,137, l'assurance non-vie (hors assistance et crédit) a préservé un niveau de concentration moyen. Le nombre d'acteurs sur ce marché demeurant stable et les parts détenues par les acteurs n'ont pas subi de changements significatifs.

Comparée à l'année 2020, la concentration intra-branche non-vie n'a pas changé. Les catégories « Automobile », « Responsabilité civile générale », « Incendie et éléments naturels » et « Accidents du travail et maladies professionnelles » affichent des niveaux de concentration moyens, tandis que les catégories « Accidents corporels », « Risques techniques », « Transport », l'assistance-crédit-caution et les autres opérations non-vie (grêle, mortalité du bétail, vol, risques climatiques) se démarquent par des niveaux de concentration élevés.

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



Source : ACAPS

## Une rentabilité qui reprend

En 2021, le secteur des assurances a vu sa rentabilité s'améliorer. Le résultat net a progressé de 35% pour s'établir à 3,9 milliards de dirhams. L'amélioration a concerné aussi bien le résultat technique (+ 0,8 milliard de dirhams) que le résultat non-technique (+0,3 milliard de dirhams).

Dans le détail, les deux branches vie et non-vie ont affiché un résultat technique en hausse respectivement de 30,9% (+234,0 millions de dirhams) et 16,8% (+596,9 millions de dirhams). La hausse provient des effets combinés :

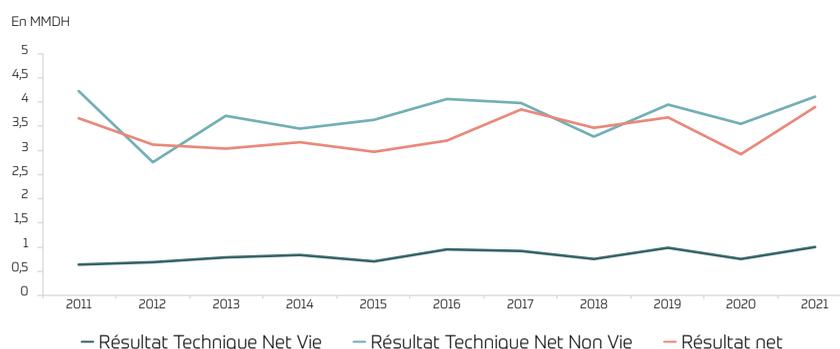
- Du rebond du solde financier de 64,7% (+2,4 milliards de dirhams) qui a profité de la bonne performance du marché boursier<sup>37</sup> ;
- Du repli de la marge d'exploitation de 23,3 %, (-445, 2 millions de dirhams), dû notamment à l'augmentation de la sinistralité en assurance automobile ;
- Du recul du solde de réassurance de 86,6 % (- 1,1 milliard de dirhams) en défaveur des assureurs. Ce recul s'explique par la baisse de la sinistralité ayant particulièrement concerné l'assurance incendie et l'assurance récolte.

### Evolution des composantes du résultat net des assureurs directs

	2020	2021	Variation
Primes acquises	45 358,5	49 888,1	10,0%
Charges de prestations	34 729,0	39 414,3	13,5%
Charges d'acquisition et de gestion nettes	8 718,9	9 008,4	3,3%
Marge d'exploitation	1 910,7	1 465,4	-23,3%
Solde Financier	3 645,3	6 004,0	64,7%
Résultat technique brut	5 555,9	7 469,5	34,4%
Solde de réassurance	-1 249,7	-2 332,4	-86,6%
Résultat technique net	4 306,2	5 137,1	19,3%
Résultat non technique	-406,0	-143,2	64,7%
Résultat avant impôts	3 900,2	4 993,9	28,0%
Impôts sur les résultats	990,1	1 064,4	7,5%
<b>Résultat net</b>	<b>2 910,2</b>	<b>3 929,5</b>	<b>35,0%</b>

Source : ACAPS

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



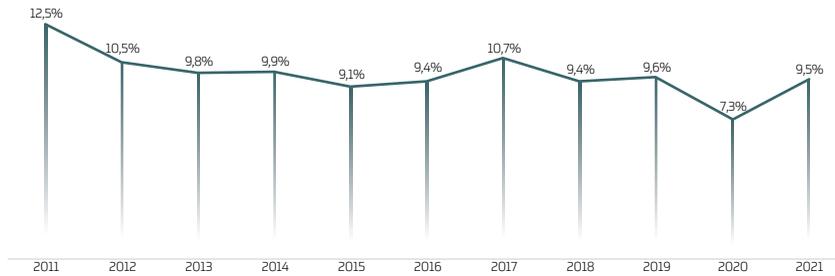
Source : ACAPS

En incluant les réassureurs exclusifs, le résultat net s'établit à 4,2 milliards de dirhams, en hausse de 31,4% par rapport à 2020.

<sup>37</sup> L'indice MASI a clôturé l'année avec une hausse de 18,35 %.

L'appréciation du résultat net de 35% combinée à une augmentation moins importante des capitaux propres de 2,9% a permis de hisser le taux de rendement des fonds propres (ROE) à 9,5% ; un niveau proche de celui enregistré avant le déclenchement de la crise sanitaire.

### Evolution du retour sur fonds propres (ROE) des assureurs directs



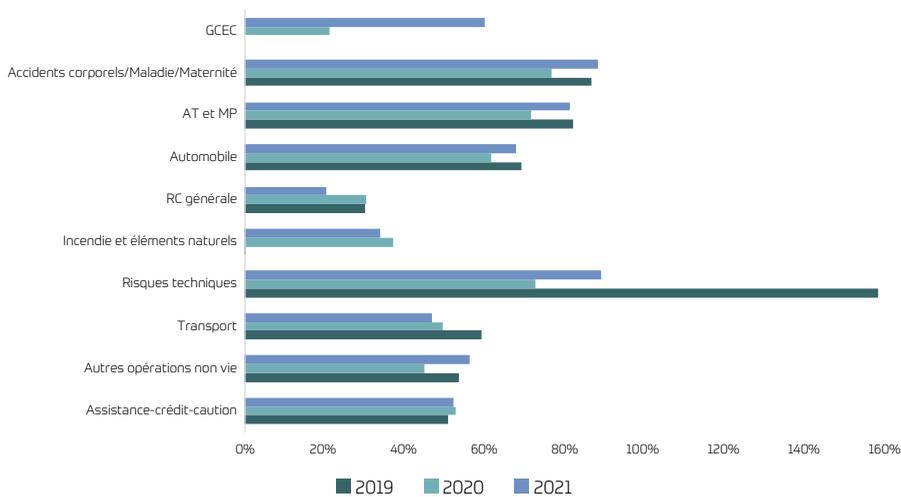
Source : ACAPS

### Une sinistralité qui augmente

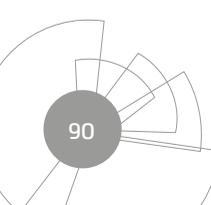
Le ratio de sinistralité S/P a augmenté de 6,5% pour atteindre 69,0% se rapprochant ainsi de son niveau d'avant la crise.

L'augmentation de la sinistralité a concerné une grande partie des catégories non-vie. Il s'agit notamment de l'assurance automobile dont le S/P s'est établi à 67,3% après une baisse importante constatée suite au confinement décrété en 2020. Il en est de même pour les catégories « Accidents corporels - Maladie - maternité » et « Accidents du travail et maladies professionnelles » dont le ratio de sinistralité a rebondi pour atteindre respectivement 87,7% et 80,6%.

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

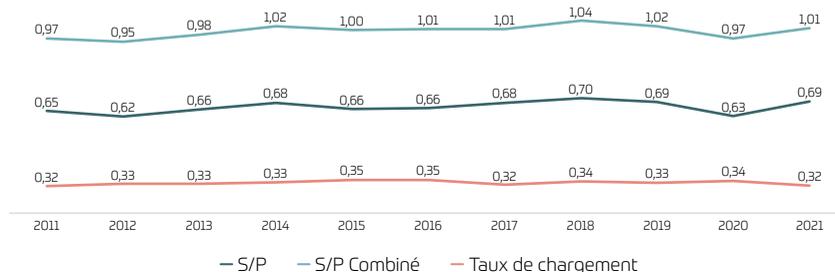


Source : ACAPS



Pour sa part, le ratio combiné non-vie, qui mesure la performance technique chargements<sup>38</sup> compris, a augmenté de 4,3 points pour atteindre 101,1%.

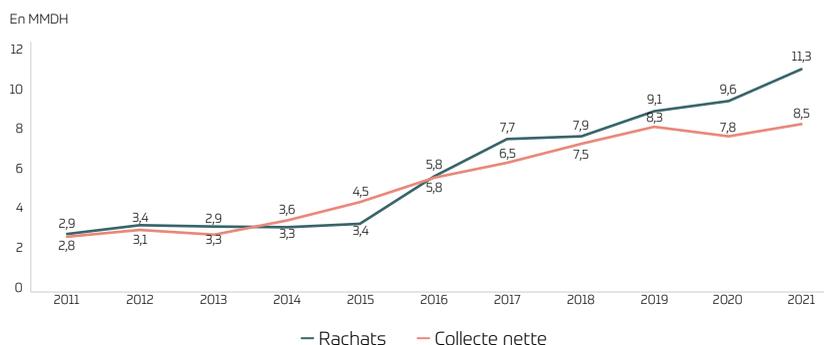
### Evolution des ratios de sinistralité non-vie nets de réassurance des assureurs directs



### Reprise de la collecte nette

Avec une collecte nette de 8,5 milliards de dirhams et une progression de 8%, l'assurance épargne s'est redressée tirant profit de l'amélioration de la capacité de l'épargne des ménages suite à la reprise de l'activité économique. Cette progression a concerné aussi bien l'épargne en dirhams que les supports en unités de compte qui ont atteint respectivement 7,2 milliards de dirhams (+6,3%) et 1,3 milliard de dirhams (+18,5%).

### Evolution de la collecte nette des assureurs directs



Source : ACAPS

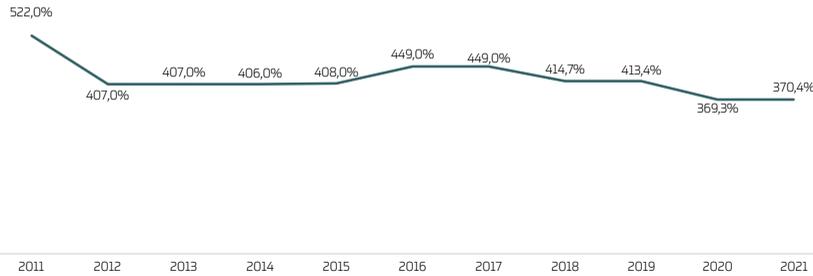
### Une marge de solvabilité largement au-dessus des exigences réglementaires sous le référentiel prudentiel actuel

En 2021, le taux de la marge de solvabilité du secteur des assurances reste quasi inchangé en passant de 369,3% à 370,4%.

Le taux de la marge de solvabilité reste largement au-dessus du niveau réglementaire. Sous le référentiel prudentiel actuel, cette marge n'intègre que le risque de souscription et sera amenée à diminuer après l'adoption du régime de Solvabilité Basée sur les Risques qui couvre une palette plus large de risques auxquels est exposé le secteur des assurances.

<sup>38</sup> Les chargements comprennent les frais de gestion et d'acquisition

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



Source : ACAPS

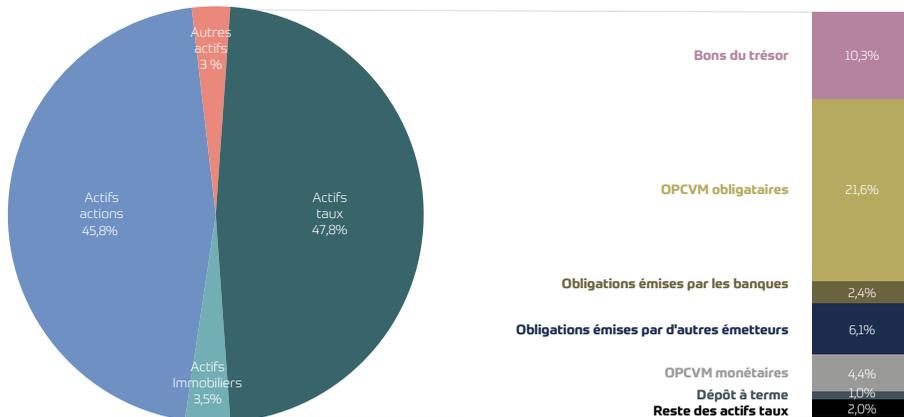
### Des placements en hausse mais fortement exposés au risque action

Les placements des entreprises d’assurances à fin 2021 en valeur d’inventaire ont cru de 7,7% pour atteindre 210,3 milliards de dirhams. En intégrant les réassureurs exclusifs, ils s’établissent à 221,3 milliards de dirhams en évolution de 7,5% par rapport à 2020.

Dans le détail, les placements affectés aux opérations d’assurances se sont appréciés de 7,1% à 185,7 milliards de dirhams au moment où les placements libres ont progressé de 12,4% à 24,6 milliards de dirhams.

L’analyse de la structure du portefeuille d’actifs fait état du maintien d’une forte exposition à la poche action. Celle-ci voit sa part augmenter de 0,4% pour s’établir à 45,8% du total d’encours. Les actifs de taux, quant à eux, demeurent le premier instrument de placement des entreprises d’assurances avec une part de 47,8%.

### Structure des placements des assureurs directs



Source : ACAPS

## Des plus-values latentes qui s'apprécient avec la bonne dynamique du marché financier

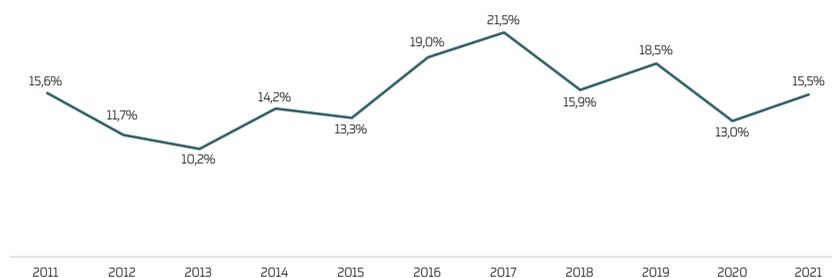
Suite à l'amélioration de la situation sanitaire et dans le sillage de la reprise globale de l'économie, le marché financier a regagné sa dynamique qui a conduit à l'amélioration de la valeur marché des placements des assureurs.

Ainsi, les plus-values latentes ont clôturé l'année avec une hausse de 28,4% pour un montant de 32,5 milliards de dirhams contre 25,3 milliards de dirhams une année auparavant.

La poche « action », une des principales composantes du portefeuille, a vu son niveau des plus-values latentes s'apprécier de 47,2% pour un montant de 23,7 milliards de dirhams, grâce à la performance du marché boursier (+18,35 % de l'indice MASI).

Il en résulte une amélioration du ratio des plus-values latentes sur les placements, qui passe de 13% à 15,5% à fin 2021.

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



Source : ACAPS

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

En simulant un stress test<sup>39</sup> avec des baisses de 10% et 25% sur la poche « actions », le taux de la marge de solvabilité le plus bas se situerait respectivement à 113% et 104%. Le taux moyen de cette marge devrait, quant à lui, se placer respectivement à 335% et 291%.

Le même exercice de stress test effectué sur la poche « immobilier » a montré que le taux de la marge de solvabilité le plus bas se situerait respectivement à 125% et 124%. Le taux moyen de cette marge devrait s'établir respectivement à 367% et 363%.

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

<sup>39</sup> Simulations réalisées hors une entreprise d'assistance

## Le risque de contrepartie demeure maîtrisé

### Exposition vis-à-vis des réassureurs

A fin 2021, la part des cessionnaires dans les provisions techniques a atteint 10 milliards de dirhams, en hausse de 1,8% par rapport à 2020.

Une portion de l'engagement cédé est couverte par des dépôts auprès des cédantes. Elle est estimée à 3,4 milliards de dirhams et représente 35,1% du total des cessions.

Le reste de l'engagement cédé se répartit entre les réassureurs nationaux et internationaux de la manière suivante :

- Les réassureurs nationaux détiennent une part de l'engagement s'élevant à 5,9 milliards de dirhams dont 2,9 milliards de dirhams au titre de la cession légale bénéficiant de la garantie de l'Etat. Les programmes de rétrocession des réassureurs nationaux sont majoritairement cédés aux réassureurs disposant d'une notation BBB et plus.
- Les réassureurs étrangers ont une part de l'engagement qui s'élève à 655,5 millions de dirhams. La quasi-totalité desdits réassureurs bénéficient d'une notation BBB et plus.

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

Le risque de contrepartie vis-à-vis des intermédiaires d'assurance et celui vis-à-vis des assurés se sont améliorés en 2021.

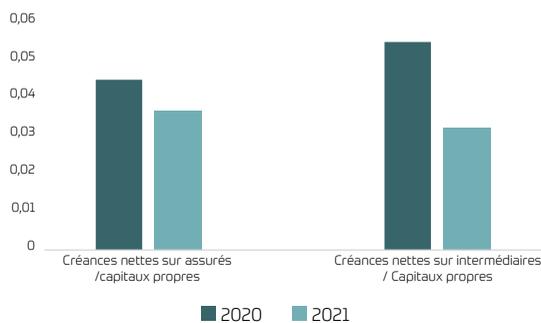
Le ratio mesurant le risque de contrepartie<sup>40</sup> vis-à-vis des intermédiaires d'assurance s'est établi à 3,2% contre 5,5%<sup>41</sup> en 2020. Cette amélioration est la résultante d'une diminution des créances sur les intermédiaires d'assurance combinée à une augmentation simultanée du niveau de provisionnement de 26,5% et des capitaux propres des entreprises d'assurance de 2,9%.

Pour les mêmes raisons précitées, le risque de contrepartie vis-à-vis des assurés a également baissé. Le ratio mesurant ce risque est ainsi passé de 4,5% à 3,7% en 2021.

<sup>40</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.

<sup>41</sup> Le calcul des ratios de 2020 a été revu pour tenir compte de retraitements comptables ad hoc effectués par une entreprise d'assurance de la place.

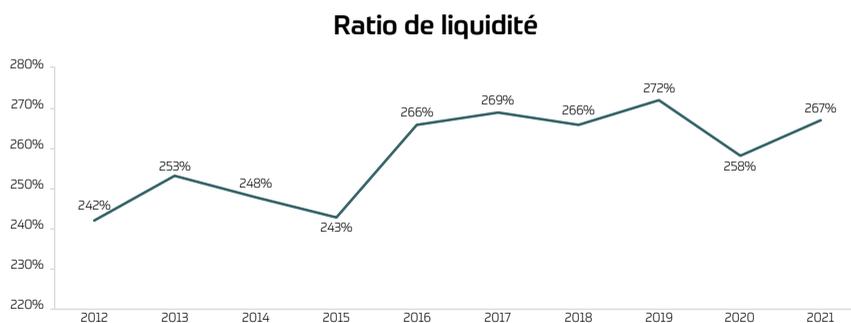
## Evolution du taux de créances sur assurés et intermédiaires d'assurances



Source : ACAPS

## Risque de liquidité : Un niveau confortable

Le ratio de liquidité, appréhendé par le rapport des actifs liquides sur les passifs exigibles, continue à se situer à un niveau confortable. Il a atteint à fin 2021 un niveau de 267% contre 258% un an auparavant.



Source : ACAPS

## Test de chocs macroéconomiques

Un exercice<sup>42</sup> de macro stress tests est réalisé avec un horizon de simulation sur deux ans couvrant les années 2022-2023. Cet exercice se décline en un scénario de base et un scénario extrême :

<sup>42</sup> Cet exercice est réalisé sur un échantillon représentant plus de 86% du total actif des entreprises d'assurances.

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

#### Hypothèses d'évolution de certaines variables économiques selon le scénario de base

Variables	2022	2023
Taux directeur Taux 2010 : 1,5%	Pas de changement (1,5%)	Pas de changement (1,5%)
Mortalité Base 2021	Même niveau de mortalité	Même niveau de mortalité
Rachat Base 2021	Même niveau de rachat	Même niveau de rachat
Croissance épargne Base 2021	+0%	+0%
Inflation Taux 2021 : +1,4%	+ 5,3%	+2%
Cours Bourse Base clôture 2021	-9%	+0%

Source : ACAPS

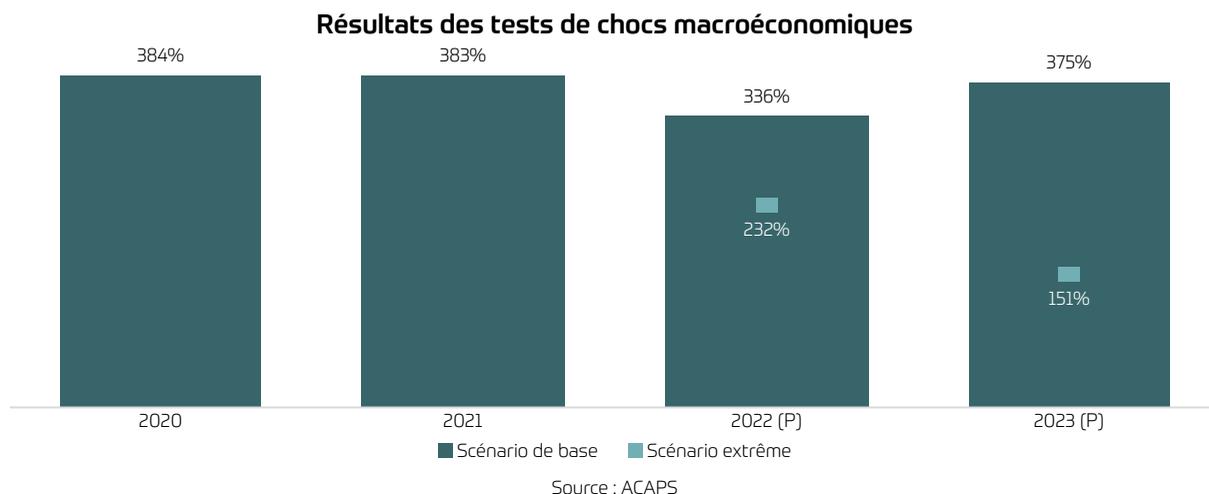
- Le scénario extrême supposant la détérioration des conditions économiques et financières et une aggravation des facteurs de risque assurantiels :

#### Hypothèses d'évolution de certaines variables économiques selon le scénario extrême

Variables	2022	2023
Taux directeur Taux 2021 : 1,5%	Pas de changement (1,5%)	Pas de changement (1,5%)
Mortalité Base 2021	+30%	+30%
Rachat Base 2021	+20%	+20%
Croissance épargne Base 2021	-2%	-2%
Inflation Taux 2021 : +1,4%	+7,2%	+5%
Cours Bourse Base clôture 2021	-25%	-25%

Source : ACAPS

Selon le scénario de base, le taux de la marge de solvabilité devrait baisser à 336% en 2022 et s'améliorer à 375% en 2023. Les chocs extrêmes se traduiraient par une baisse du taux de la marge sur les deux exercices, respectivement à 232% et 151%.



### Encadré n° 9 : La gestion des risques financiers liés au changement climatique et à l'environnement

L'année 2021 a été marquée par de nombreuses catastrophes climatiques avec des bilans très coûteux.

Selon les estimations de l'institut Swiss Re, la facture supportée par les assureurs liée aux événements météorologiques extrêmes s'estime à 105 milliards USD, en hausse de 17% par rapport à l'année 2020.

Le bilan ne peut que s'aggraver selon le Groupe d'experts intergouvernemental sur l'évolution du climat (GIEC) qui n'a pas manqué d'alerter dans son dernier rapport de 2021 sur l'ampleur et la rapidité du changement climatique.

Les effets dévastateurs du changement climatique et les réponses mondiales pour y faire face auraient inéluctablement des répercussions sur le fonctionnement de l'économie mondiale et sur le système financier.

Étant une source de risque financier, le changement climatique peut avoir un impact sur la résilience des institutions financières, y compris les assureurs, ainsi que sur la stabilité financière par le biais des risques physiques et des risques de transition.

Soucieuse des défis majeurs que présentent les risques induits par le changement climatique et l'environnement, l'ACAPS a initié un projet d'instruction relative à la gestion de ces risques pour le secteur des assurances.

Cette instruction devrait constituer un référentiel de saines pratiques pour la mise en place, par les entreprises d'assurances et de réassurance, d'un dispositif de gestion des risques financiers liés au changement climatique et à l'environnement. Elle fixe les principes devant être considérées par lesdites entreprises en lien notamment avec la stratégie et la gouvernance de l'entreprise, le système de gestion des risques, la communication et le reporting.

### III.3. Régimes de retraite

Les cotisations collectées par les régimes de retraite<sup>43</sup> ont atteint 54,2 milliards de dirhams en 2021, en hausse de 9,6% par rapport à 2020. Les prestations ont enregistré, quant à elles, une progression de 4,0% et se sont élevées à 59,8 milliards de dirhams.

Les réserves constituées par ces régimes se sont élevées à 330,8 milliards de dirhams en augmentation de 0,9% par rapport à 2020. Sur les cinq dernières années, ces réserves ont enregistré une progression annuelle moyenne de 3,3%. Les réserves du régime des pensions civiles (CMR-RPC) se sont situées à 75,0 milliards de dirhams enregistrant ainsi une baisse de 5,0% par rapport à 2020 et de 3,0% en moyenne annuelle sur les cinq dernières années. Les déficits techniques<sup>44</sup> cumulés du régime sur la même période ont totalisé un montant de 31,9 milliards de dirhams et, depuis l'enregistrement de son premier déficit technique en 2014, un montant de 40,1 milliards de dirhams.

Les placements des régimes de retraite ont atteint 322,8 milliards de dirhams en 2021, en hausse de 1,0% par rapport à 2020 et de 2,4% sur les cinq dernières années. Ces placements, hormis ceux de la branche long terme de la CNSS<sup>45</sup>, sont constitués à hauteur de 60,5% de titres obligataires et de 30,2% d'actions et parts sociales.

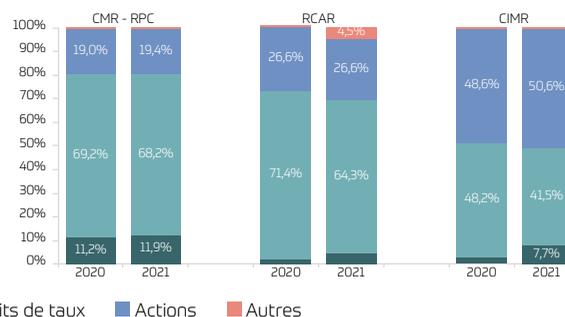
Evolution des réserves des régimes de retraite (en milliards de dirhams)



Evolution de la structure des placements des régimes de retraite



Structure des placements par caisse



Source : ACAPS

<sup>43</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>44</sup> Solde technique = cotisations - prestations

<sup>45</sup> Constitués principalement de dépôts auprès de la Caisse de dépôts et de gestion.

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

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

	Cotisations		Prestations		Solde technique		Solde global <sup>46</sup>	
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
<b>CMR-RPC</b>	25 285	25 493	32 647	33 211	-7 361	-7 718	-3 961	-3 998
<b>RCAR-RG</b>	4 052	3 800	6 690	7 088	-2 638	-3 288	2 534	1 810
<b>CNSS<sup>47</sup></b>	12 774	15 858	12 435	13 310	339	2 548	2 100	4 243
<b>CIMR</b>	8 642	9 095	5 704	6 190	2 937	2 906	4 856	5 727
<b>Total</b>	<b>50 752</b>	<b>54 247</b>	<b>57 475</b>	<b>59 799</b>	<b>-6 723</b>	<b>-5 892</b>	<b>5 529</b>	<b>7 783</b>

Source : ACAPS

L'effectif des actifs du CMR-RPC a enregistré en 2021 une forte hausse de 12,9% à la suite de l'intégration des enseignants contractuels des AREF (Académie Régionale d'Éducation et de Formation)<sup>48</sup>, qui depuis 2017 étaient affiliés au régime général du RCAR. Cette opération pourrait se traduire, du fait de la tarification favorable du régime, par une amélioration de ses indicateurs d'équilibre à long terme notamment son taux de préfinancement<sup>49</sup> et son taux de cotisation d'équilibre<sup>50</sup> qui se situent respectivement à 85,7% (+17 points) et 35,2% (- 19 points). Cependant, les flux de trésorerie générés par ces nouvelles affiliations ne généreraient pas d'amélioration significative de la viabilité du régime sur le moyen terme du fait de l'horizon réduit d'épuisement de ses réserves (de 5 à 6 ans). Pour l'exercice 2021, les cotisations du régime ont enregistré une hausse de 0,8%<sup>51</sup> contre une évolution des prestations de 1,7%. Dans ce contexte, les déficits technique et global du régime se sont dégradés pour se situer à 7,7 milliards et 4,0 milliards de dirhams respectivement.

Parallèlement, le changement du régime d'adhésion des AREF a généré une baisse des cotisations du régime général du RCAR (3,8 milliards de dirhams contre 4,1 milliards en 2020) aggravant ainsi son déficit technique pour se situer à 3,3 milliards de dirhams contre 2,6 milliards. Grâce à un solde des opérations financières de 5,2 milliards de dirhams, le solde global du régime s'est établi à 1,8 milliard de dirhams au lieu de 2,5 milliards de dirhams une année auparavant. Par ailleurs, le régime a connu la mise en place en 2021 d'une réforme paramétrique<sup>52</sup> qui a principalement introduit un changement du calcul du taux annuel de revalorisation des pensions servies et du taux de revalorisation des salaires de carrière pour les nouvelles liquidations de pensions<sup>53</sup>.

<sup>46</sup> Solde global = solde technique + produits financiers nets - frais de gestion.

<sup>47</sup> Les états financiers définitifs relatifs à l'exercice 2020 font état d'un montant de cotisations de 16,2 milliards de dirhams. La différence de 3,4 milliards de dirhams provient d'une ressource exceptionnelle et ponctuelle à la suite de l'assainissement du compte cotisants créditeurs relatif aux cotisations des exercices antérieurs.

<sup>48</sup> Loi n° 01.21 relative à l'assujettissement des cadres des Académies régionales d'éducation et de formation au régime des pensions civiles publiée au bulletin officiel le 26 juillet 2021.

<sup>49</sup> Somme des réserves disponibles à l'année de base et des recettes actualisées, rapportée aux dépenses futures actualisées sur l'horizon des projections.

<sup>50</sup> Le taux de cotisation permettant d'avoir des réserves excédentaires jusqu'à l'horizon des projections (2081)

<sup>51</sup> L'évolution de 0,8% des cotisations malgré une augmentation de l'effectif des cotisants de 12,9% est expliquée par la contribution exceptionnelle de l'Etat en 2020 d'un montant de 1,8 milliard de dirhams correspondant à la révision des pensions de certains retraités qui relevaient du Ministère chargé de l'Éducation Nationale.

<sup>52</sup> Décret n° 2-20-935 fixant les modalités d'application du Régime collectif d'allocation de retraite (régime général), publié au bulletin officiel le 27 juillet 2021.

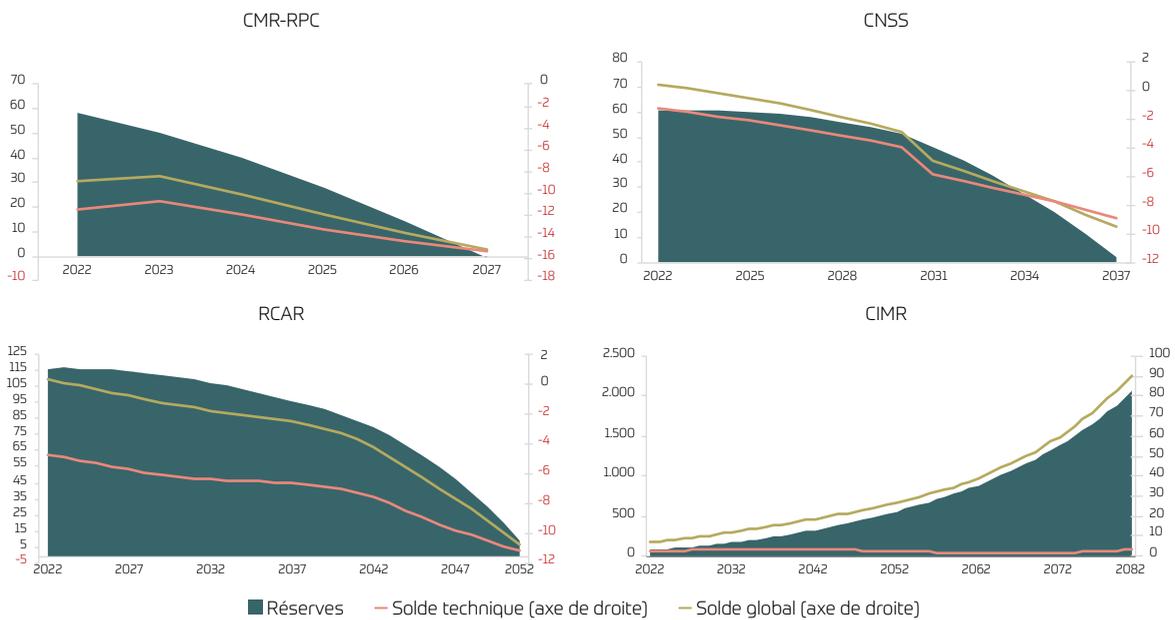
<sup>53</sup> Le taux de revalorisation des pensions et des salaires annuels moyens de carrière correspond, à partir de janvier 2022, au maximum entre le taux d'inflation et 2/3 du taux d'évolution de la masse salariale du régime. Ce taux correspondait, avant cette réforme, au taux d'évolution du salaire moyen du régime.

Sur le long terme, cette réforme a permis l'amélioration des indicateurs d'équilibre du régime, notamment le taux de préfinancement qui s'est établi à 75,8% (+8,9 points). Malgré l'effet positif de cette réforme, l'horizon d'épuisement des réserves et d'enregistrement du premier déficit ont globalement rétréci de quelques années à la suite de la réduction des flux des cotisations futurs induite par le changement du régime d'affiliation des enseignants contractuels des AREF.

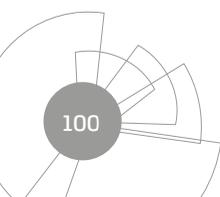
Par ailleurs, la relance de l'économie nationale en 2021 a impacté favorablement les soldes de la branche retraite de la CNSS. En effet, la masse salariale soumise à cotisation a progressé de 16,4% par rapport à 2020 pour atteindre 112,4 milliards de dirhams, en augmentation de 10,2% par rapport à son niveau avant la crise sanitaire. Malgré la reprise, plus rapide que celle retenue lors de la précédente évaluation actuarielle de la branche, les indicateurs de pérennité du régime accusent une dégradation par rapport à leur niveau d'avant crise notamment la réduction de l'horizon d'épuisement des réserves de huit années (2038 au lieu de 2046) et du taux de couverture des engagements du régime sur les soixante prochaines années (de 76,7% à 64,9%).

Au niveau de la CIMR et malgré la hausse de ses cotisations de 5,3%, le solde technique est resté pratiquement à son niveau en 2020 (2,9 milliards de dirhams) sous l'effet d'une hausse plus importante des prestations (8,5%). La performance de la gestion financière a permis de dégager un solde global de 5,7 milliards de dirhams en amélioration de 17,9% par rapport à 2020. 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



## Problématiques majeures des régimes de retraite de base

La réforme paramétrique du régime général du RCAR instaurée en 2021 a permis de réduire la sous tarification des droits acquis dans le régime sans toutefois instaurer une tarification équilibrée. En effet un dirham de cotisation génèrerait désormais 1,4 dirhams de pension en valeurs actualisées au lieu de 2,1 dirhams avant la réforme. Néanmoins, ladite réforme a apporté au régime plus de marges de manœuvre pour assoir une tarification équilibrée notamment par l'augmentation des taux de cotisation et le relèvement de l'âge de retraite qui peuvent être entrepris dans le cadre de la réforme globale de la retraite du pôle public.

L'urgence de cette réforme se fait plus ressentir pour le CMR-RPC, qui quoiqu'il jouisse d'une tarification équilibrée souffre de l'importance des engagements acquis avant sa réforme paramétrique de 2016. De ce fait, le retard dans la mise en place de cette réforme globale pourrait conduire à l'application de mesures plus drastiques et à un coût de financement plus important pour pouvoir assurer la viabilité du pôle public sur le long terme.

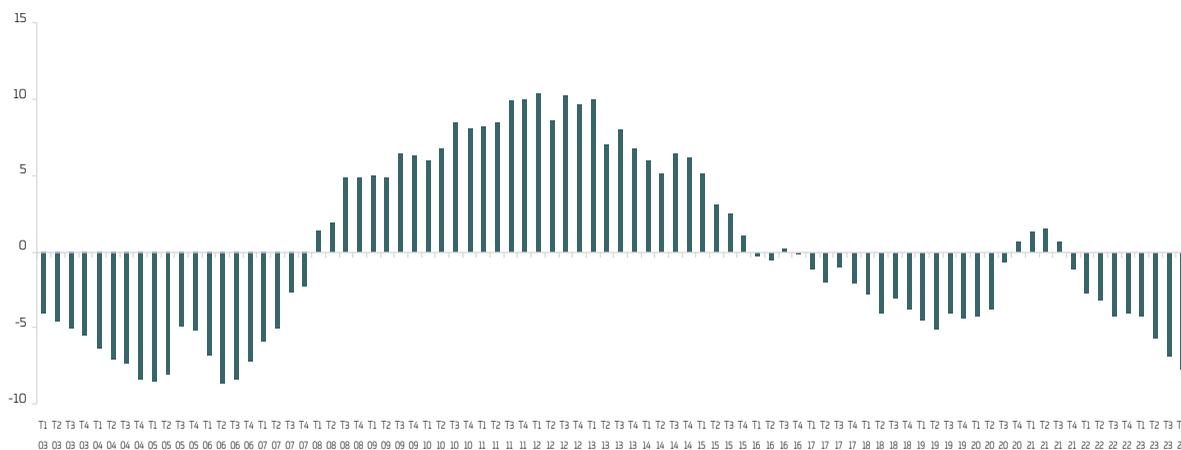
La branche retraite de la CNSS dispose de plus de marge de manœuvre pour redresser sa pérennité sur le long terme grâce notamment à la dynamique démographique observée dans le secteur privé. La révision de certains paramètres de fonctionnement dans le cadre d'une réforme paramétrique, notamment l'âge de retraite et le taux de cotisation, permettrait d'assurer sa pérennité sur le long terme. En plus de l'instauration d'une tarification équilibrée, cette réforme doit instaurer une équité parmi les cotisants du régime à travers la modification du mécanisme d'acquisition des droits. Lequel mécanisme est actuellement défavorable aussi bien pour les courtes que pour les longues carrières et excessivement généreux pour les carrières moyennes.

### III.4. Instruments de la politique macroprudentielle

#### A. Le coussin de fonds propres contracyclique

Le coussin contracyclique est un instrument de politique macroprudentielle. Il se définit comme une surcharge de fonds propres de base, calibrée entre 0 % et 2,5 % des actifs pondérés des risques (RWA). Il est activé en phase d'expansion excessive du crédit et servira à doter le secteur bancaire de fonds propres supplémentaires pour se couvrir contre les pertes potentielles liées à l'accumulation de risques à l'échelle du système. En revanche, en phase de ralentissement, associée généralement à une hausse du risque de défaut, cet instrument est desserré pour alléger les pressions qui s'exercent sur les banques leur permettant ainsi d'assurer une offre durable de crédit à l'économie réelle.

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



Source: BAM

À l'échelle nationale, le taux du coussin contracyclique est fixé à 0% depuis son introduction en juin 2016<sup>54</sup>. En effet, l'écart du ratio du crédit au secteur privé sur PIB par rapport à sa tendance demeure négatif, ce qui n'implique pas l'activation de ce coussin en cette phase baissière du cycle financier.

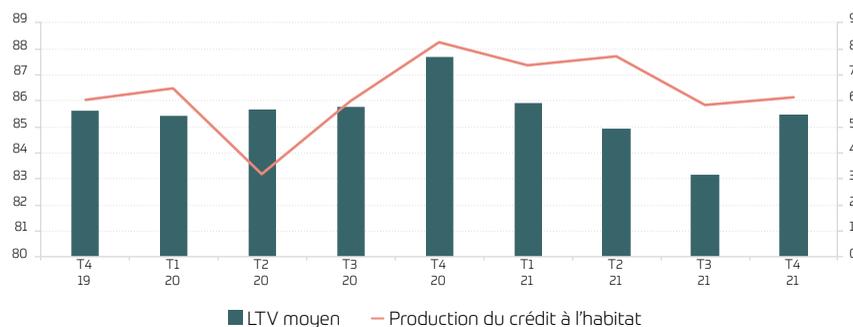
#### B. Le ratio « prêt sur valeur » relatif au crédit à l'habitat

Après la forte baisse de la production<sup>55</sup> du crédit à l'habitat au deuxième trimestre de l'année 2020, en lien avec les mesures de restriction induites par la crise sanitaire, une reprise notable a été observée aux troisième et quatrième trimestres 2020. Cette dynamique s'est globalement atténuée en 2021 avec notamment, une baisse de la production observée sur la deuxième moitié de l'année. Sur l'ensemble de l'année 2021, le montant de la production globale du crédit à l'habitat a ainsi totalisé 27 milliards de dirhams contre 24 milliards en 2020.

<sup>54</sup> Circulaire sur les fonds propres n°01/W/2016 du 10 juin 2016.

<sup>55</sup> Données analysées concernent les huit grandes banques de la place.

### Production du crédit à l'habitat et le ratio LTV moyen

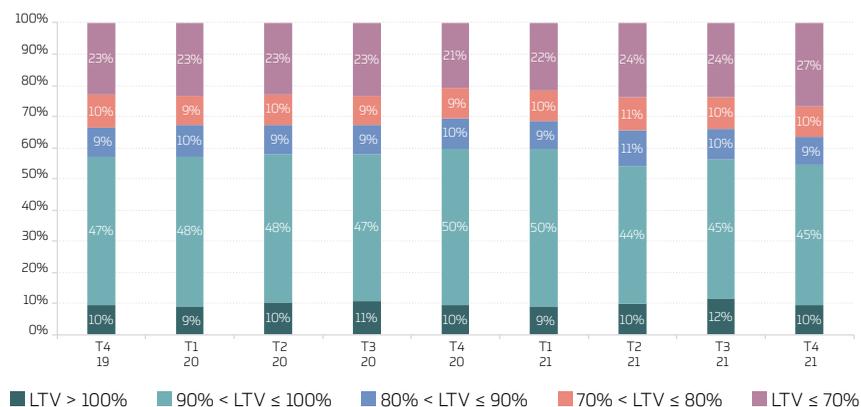


Source : BAM

La progression notable de la production du crédit observée entre le quatrième trimestre 2020 et le deuxième trimestre 2021 s'explique en grande partie par un effet de rattrapage sur la période de confinement sanitaire, favorisée par les mesures fiscales au profit du secteur immobilier<sup>56</sup> entreprises par l'Etat pour dynamiser le secteur.

Concernant, le ratio LTV moyen à l'octroi (Loan to Value ou le rapport entre le montant du crédit initial et la valeur d'acquisition du bien financé), il s'est stabilisé d'une année à l'autre autour de 85% en moyenne, avec un pic de 88% au quatrième trimestre 2020 et un creux de 83% au troisième trimestre 2021.

### Structure de la production par tranche de LTV



Source : BAM

La structure de la production par tranche de LTV a sensiblement changé au cours de l'année 2021. La part des prêts assortis d'un ratio LTV entre 90% et 100% a baissé légèrement en 2021 s'établissant autour de 45% en moyenne, tandis que les crédits ayant un ratio LTV inférieur à 70% ont vu leur proportion augmenter progressivement pour atteindre 27% au quatrième trimestre

<sup>56</sup> Exemption fiscale des droits d'enregistrement, totale ou partielle (50%) accordée par l'Etat au profit des actes d'acquisition des biens immeubles à usage d'habitation principale. Elle a concerné les logements ou terrains destinés à un usage d'habitation d'une valeur qui ne dépasse pas 2,5 millions de dirhams. Elle a été par la suite prolongée jusqu'à fin juin 2021 et étendue aux biens immobiliers allant jusqu'à 4 millions de dirhams. Les logements sociaux particulièrement ont bénéficié d'une exonération totale des droits d'enregistrement.

2021. Cette situation résulterait des effets de la crise sanitaire ayant fragilisé la solvabilité des emprunteurs et impacté par conséquent les conditions d'octroi de crédit. Quant à la proportion de la production, dont le ratio LTV est supérieur à 100% (sur-financement), elle s'est maintenue autour de 10% en moyenne.

La Banque continuera d'assurer le monitoring trimestriel de cet indicateur, dans une perspective de mise en place, sur le moyen terme, d'un cadre réglementaire de la limite LTV.

### C. Surcharge en fonds propres pour les banques d'importance systémique

A l'échelle internationale, l'examen des différentes expériences fait ressortir que la plupart des pays, ayant procédé à l'identification des banques d'importance systémique, ont activé la surcharge en fonds propres de manière progressive et étalée, sur une période de trois à quatre ans. Il convient aussi de souligner que plusieurs pays (Chypre, Canada, Portugal, Pays-Bas, EAU, ...) ont décidé en 2020 de relâcher entièrement ou partiellement ce coussin ou reporter sa mise en place, afin de limiter l'ampleur des répercussions de la crise sanitaire sur le financement de l'économie. Néanmoins, la plupart de ces pays ont établi en 2021 le calendrier de réactivation de ladite surcharge ; la date d'amorçage de sa mise en place progressive a été en particulier repoussée au plus tard début 2023.

Bank Al-Maghrib a procédé, comme à l'accoutumée, à l'actualisation de l'exercice relatif à l'identification des banques d'importance systémique, au calcul de leur score de systémicité ainsi que les travaux de calibrage de la surcharge en fonds propres à leur appliquer. En vue d'être au diapason des pratiques à l'international, la Banque Centrale poursuit les travaux préparatifs du cadre réglementaire concernant cet instrument macroprudentiel, qui devrait contenir des informations détaillées tant sur les niveaux de surcharge à appliquer que sur le timing de son déploiement et la durée de son étalement.

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

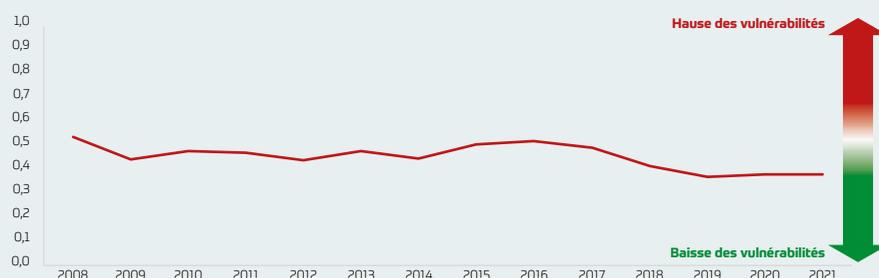
L'année 2021 a été marquée par un retour quasi généralisé de l'activité au Maroc, permettant l'amélioration des conditions économiques et des activités financières. Ainsi, l'indice de stabilité financière s'est maintenu à un niveau modéré (0,38) \*\*, attestant l'absence de risques majeurs pour le secteur financier.

Concernant les conditions économiques, le rebond de la croissance, combiné au renforcement des avoirs officiels et à l'atténuation du déficit budgétaire, ont contrebalancé l'aggravation du déficit courant et la hausse de l'inflation. Parallèlement, la diminution de la volatilité sur le marché de change et le marché obligataire, ont permis de réduire les risques émanant des conditions financières.

Les institutions financières ont, pour leur part, affiché une hausse de leurs résultats et leurs capitaux propres, et ce en dépit de l'augmentation de la sinistralité aussi bien dans le secteur bancaire que celui des assurances.

S'agissant des vulnérabilités des agents non financiers, elles demeurent globalement modérées, en lien avec le ralentissement, quoique faible, de l'endettement aussi bien du Trésor, des ménages que des entreprises non financières. Quant au secteur immobilier, la baisse des prix conjuguée à la hausse modérée du crédit laisse présager un niveau de risque modéré à élevé pour la stabilité financière.

### Evolution de l'indice de stabilité financière



\*\*l'historique fait l'objet d'une actualisation régulière en raison de l'utilisation des méthodes de lissage des séries statistiques.

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

### A. Innovations technologiques financières

Le développement rapide des marchés des crypto-actifs pourrait constituer une menace pour la stabilité du système financier, en raison de la vulnérabilité structurelle de ces marchés, leur interconnexion croissante avec le système financier traditionnel et l'absence d'une réglementation unifiée entre les juridictions.

Selon le FSB, Les vulnérabilités émanant des marchés crypto-actifs sont principalement associées à :

- la participation croissante des investisseurs institutionnels et des banques à l'écosystème des crypto-actifs ;
- l'accélération de l'adoption des crypto-actifs comme moyen de paiements grâce aux partenariats avec des entreprises de paiement ou des détaillants/réseaux sociaux ;
- l'accroissement de la taille, du rôle et des risques associés aux plateformes de négociation des crypto-actifs ;
- la croissance rapide de la DeFi<sup>57</sup> en l'absence d'intermédiaires ou de parties responsables de la gouvernance ;
- les lacunes en termes de données qui entravent l'évaluation des risques et le calibrage des options stratégiques.

Dans ce sens, et compte tenu du caractère transfrontalier des marchés des crypto-actifs, les autorités ont fourni des efforts considérables pour améliorer la surveillance et minimiser l'arbitrage réglementaire grâce à la coopération et au partage d'informations. Par ailleurs, le FSB s'est engagé à examiner en 2022 les implications réglementaires et prudentielles potentielles des crypto-actifs (dont les stablecoins), y compris les types de mesures que les juridictions membres du FSB ont prises ou prévoient d'entreprendre pour faire face à toute menace sur la stabilité financière.

En outre, pour contrer la montée des risques de cryptoisation des économies, de nombreux régulateurs mondiaux et Banques Centrales se sont de plus en plus orientés vers la Monnaie Digitale Banque Centrale (MDBC). Cette nouvelle forme de monnaie émise, contrôlée et réglementée par les Banques Centrales permettrait, entre autres, de maintenir leur souveraineté, renforcer l'inclusion financière et maintenir l'efficacité et la sécurité du système de paiement national. Dans ce cadre, la Banque des Règlements Internationaux (BRI) a mené une étude mettant en évidence que neuf Banques Centrales sur dix se penchent activement sur les MDBC, et que plus de la moitié développent ou mènent des expériences concrètes pour leur mise en circulation.

<sup>57</sup> Finance décentralisée (DeFi) : ensemble de marchés, de produits et de systèmes financiers alternatifs qui fonctionnent à l'aide de crypto-actifs et de « contrats intelligents » (logiciels) construits à l'aide d'un grand livre distribué ou d'une technologie similaire

S'inscrivant dans cette initiative mondiale, Bank Al-Maghrib a mis en place un comité chargé d'étudier les enjeux liés à la Monnaie Digitale Banque Centrale, afin d'évaluer l'opportunité d'émettre une MDBC de gros et/ou de détail, et étudier les objectifs auxquels elle pourrait contribuer, les risques associés, son impact sur l'écosystème financier ainsi que les différentes conceptions fonctionnelles et technologiques possibles. Ce comité est également chargé d'étudier les risques liés aux crypto actifs sur l'économie marocaine. A ce titre, un Groupe de Travail National sur les Crypto-Actifs (GTNCA), composée des représentants des membres du CCSRS, a été institué à l'effet notamment de définir le cadre législatif et réglementaire y afférent.

## B. Risques climatiques

La survenue d'événements climatiques extrêmes, ainsi qu'une transition désordonnée vers une économie à faibles émissions de carbone, pourraient avoir des effets déstabilisateurs sur le système financier. Ces deux facteurs de risques induisent, en cas de leur matérialisation, des effets sur le long terme, d'où la nécessité d'entreprendre des actions au niveau des entités individuelles et ceux pour le système dans son ensemble.

Dans ce cadre, le FSB a publié en 2021 une feuille de route pour aborder les risques financiers liés au climat, y compris les étapes et les échéanciers nécessaires pour le faire. Cette feuille de route vise à coordonner les travaux entre les différents organismes internationaux dans quatre principaux domaines :

- **Reporting** : s'assurer que les reporting sur les risques financiers liés au climat transmis par les entreprises sont cohérents et comparables à l'échelle mondiale, afin de fournir aux marchés financiers les informations dont ils ont besoin pour gérer les risques et saisir les opportunités découlant du changement climatique.
- **Base de données** : établir une base de données complètes, cohérentes et comparables pouvant être utilisées pour surveiller et évaluer les risques financiers liés au climat, auxquels sont confrontées les entreprises individuelles et le système financier.
- **Analyses des vulnérabilités** : fournir des efforts supplémentaires pour développer et affiner les outils analytiques utilisés pour évaluer les vulnérabilités liées au climat.
- **Pratiques et outils de réglementation et de surveillance** : intégrer pleinement les approches de surveillance et de réglementation des risques liés au climat dans la régulation globale des risques financiers

De son côté le FMI a souligné l'importance de mettre en place des politiques macro-financières liées au climat, d'intégrer les évaluations des risques climatiques dans les cadres de stabilité financière des Banques Centrales, de renforcer l'architecture de l'information climatique et de mobiliser les investissements publics et privés.

Dans le même sillage, les autorités financières marocaines se sont engagées à soutenir la finance verte et mettre en place un cadre de gestion des risques climatiques. Ainsi, Bank Al-Maghrib a publié en mars 2021 une directive relative à la mise en place de dispositifs spécifiques pour la gestion des risques financiers liés au changement climatique et à l'environnement. De même, elle a signé avec la BERD et le GPBM<sup>58</sup> un protocole d'accord visant à établir un cadre de coopération pour l'appui des banques dans le domaine de la finance verte et de la gestion des risques susvisés. De son côté, l'ACAPS a initié un projet d'instruction relative à la gestion de ces risques pour le secteur des assurances, tandis que l'AMMC et IFC ont signé<sup>59</sup> un nouvel accord de coopération pour le développement de la finance durable sur le marché des capitaux marocain.

---

<sup>58</sup> Le 9 mai 2022  
<sup>59</sup> Le 29 juin 2022

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

Les résultats de l'analyse des interconnexions entre les institutions financières confirment de nouveau que (1) le marché monétaire demeure résilient au vu du faible volume des opérations traitées et de l'absence d'effet domino, (2) les compagnies d'assurances demeurent vulnérables à la contagion émanant des banques et pas l'inverse et (3) finalement, l'impact du risque de contagion transfrontalière sur la solvabilité sur base sociale des trois banques systémiques reste limité.

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

**Le risque de contagion découlant des expositions interbancaires est très limité et la concentration des emprunts de certaines banques de la place demeure élevée**

La matrice des expositions interbancaires<sup>60</sup>, calculée pour la conduite du stress test de contagion<sup>61</sup>, fait ressortir que trois banques sur le marché monétaire cumulent à elles seules, 89% des emprunts bruts au cours du quatrième trimestre 2021, 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**

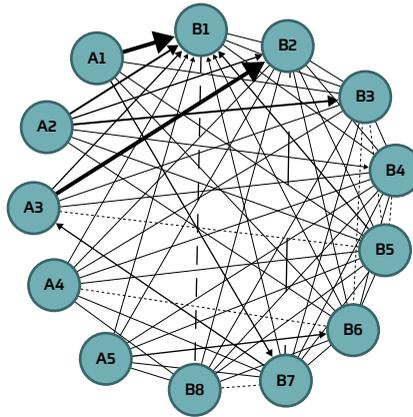
L'analyse de la matrice des interconnexions directes découlant des expositions bilatérales entre les secteurs assurantiel et bancaire, fait apparaître que les compagnies d'assurance sont les plus exposées, avec un actif essentiellement connecté au secteur bancaire.

En effet, au titre de l'année 2021 leurs expositions sur les banques représentent 15% de leurs emplois. Ces expositions sont constituées à hauteur de 96% de titres sous forme d'actions et/ou d'obligations ou certificat de dépôts émis par les banques et de dépôts avec une part de 4%. Dans l'autre sens, les expositions des banques sur le secteur des assurances prennent majoritairement la forme de prêts et de titres de participations et représentent moins de 1% de leurs emplois.

<sup>60</sup> Marché interbancaire à blanc et collatéralisé

<sup>61</sup> Simule la conséquence d'un défaut de paiement d'une contrepartie sur le reste du système bancaire

### Expositions entre les banques et les assurances



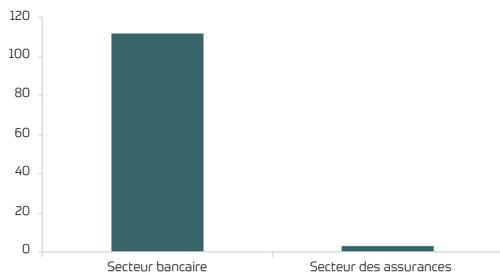
Les nœuds représentent les banques et les assurances. Les flèches retracent les expositions directes entre ces institutions. L'épaisseur d'une flèche est proportionnelle à l'importance de l'exposition.

Source : BAM – ACAPS

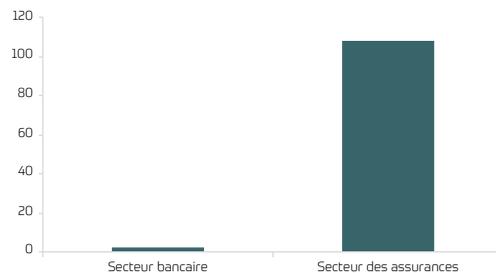
### Les stress tests confirment la vulnérabilité des compagnies d'assurances en cas de défaillances bancaires

Les résultats du stress test<sup>62</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>63</sup> est plus élevé chez les banques, indiquant leur caractère systémique tandis que l'indice de vulnérabilité<sup>64</sup> le plus important est affiché chez les entreprises d'assurance.

Indice de contagion



Indice de vulnérabilité



Source : BAM - ACAPS

62 Il est réalisé sur la base des expositions bilatérales brutes de treize institutions financières marocaines recouvrant huit banques (91% du total actif). Et cinq compagnies d'assurance (68% 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).

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

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

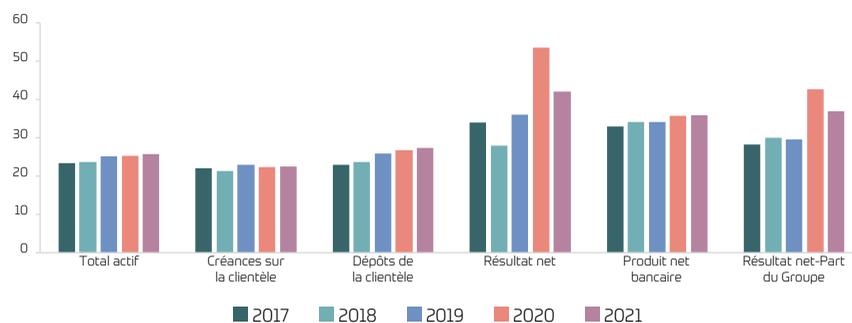
## C. Interconnexions entre les banques et leurs filiales à l'étranger

### Contribution toujours positive de l'activité internationale des banques à leur activité consolidée

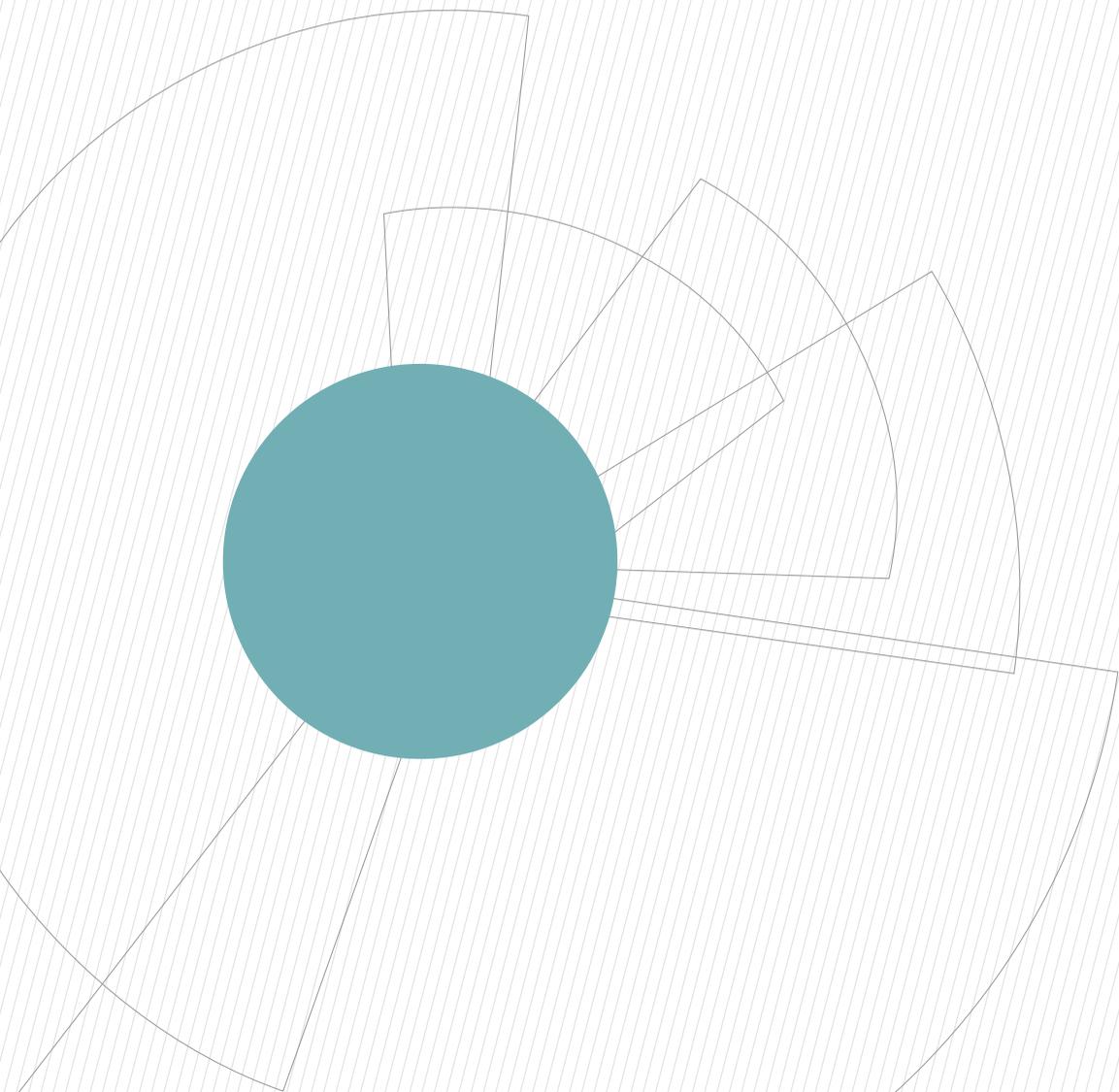
Au titre de l'année 2021, l'activité des filiales à l'étranger des trois groupes bancaires marocains a contribué positivement à l'activité consolidée avec une part de 26% du volume total d'activité du secteur.

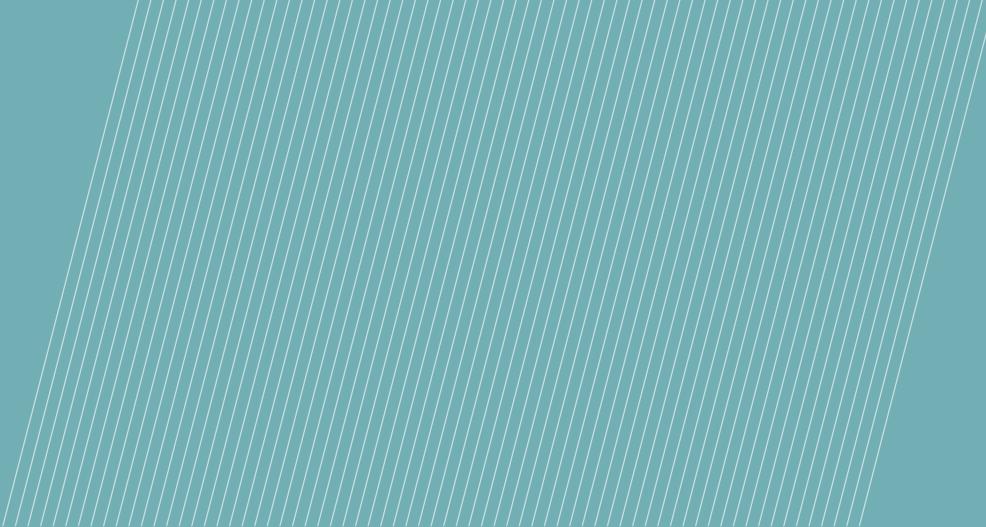
Cette contribution s'est élevée à 37% du résultat net part du Groupe contre 43% en 2020. Le produit net bancaire agrégé des filiales s'est établi à 21 milliards de dirhams, soit 36% du PNB consolidé des trois groupes bancaires. La part des dépôts collectés s'est globalement maintenue autour de 27% et celle des crédits distribués s'est stabilisée à 22%.

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



Source : BAM





# Marchés de capitaux, infrastructures de marché et monnaie fiduciaire



Chapitre



## APERÇU

*Les besoins de la trésorerie bancaire se sont atténués en 2021, en lien en grande partie avec le renforcement des réserves de change. Dans ce contexte, Bank Al-Maghrib a réduit ses injections moyennes quotidiennes à 83 milliards de dirhams après 92 milliards de dirhams en 2020.*

*Les émissions des bons du Trésor se sont établies à 144 milliards de dirhams, en baisse de 6,5% par rapport à 2020 suite notamment à l'allègement du déficit budgétaire. La détente des taux s'est poursuivie sur les marchés obligataires primaire et secondaire en 2021 et la volatilité des taux des bons du Trésor sur le marché secondaire est restée globalement limitée en dépit de quelques périodes de tensions enregistrées au cours de l'année.*

*L'encours de la dette privée ressort en légère hausse à 244,2 milliards de dirhams à fin décembre 2021 contre 236,5 milliards de dirhams une année auparavant et ce, en dépit du recul des émissions, en particulier au niveau du compartiment obligataire. Dans ce sillage, les émissions obligataires par voie de placement privé, réservées aux investisseurs qualifiés, ont également reculé de 41,6% à 9,98 milliards de dirhams mais leur part dans les émissions d'obligations privées augmente à 58,9% contre 51,4% en 2020. De leur côté, les obligations subordonnées perpétuelles au profil plus risqué mais également réservées aux investisseurs qualifiés, continuent de croître avec un encours qui a atteint 20,8 milliards de dirhams grâce à trois nouvelles émissions d'un volume total de 1,58 milliard de dirhams. S'agissant de l'endettement global des émetteurs non-financiers de dette privée, il reste maîtrisé et en baisse à 80% des fonds propres en 2021.*

*L'indice de performance du marché boursier MASI a enregistré une hausse importante de 18,35% en passant de 11 287,38 points à fin 2020 à 13 358,32 points à fin 2021, dépassant ainsi son niveau maximal d'avant crise, soit 12 600,45 points au 24 janvier 2020. La volatilité moyenne dudit indice ressort à un niveau modéré en 2021 soit 7,1%, en baisse de plus de la moitié par rapport à l'année 2020. La valorisation globale du marché à fin 2021 s'inscrit en net recul après une année 2020 exceptionnelle, mais reste à un niveau élevé soit un PER de 23,9x. Le ratio de liquidité du marché, bien que toujours faible, enregistre pour sa part une légère amélioration en 2021 à 9,9% contre 8,8% en 2020. Quant aux émissions de titres de capital sur le marché boursier, elles demeurent limitées avec un volume de 3 milliards de dirhams, comparable à celui de 2020. Les transactions boursières sur le marché central restent dominées par les OPCVM avec une position nette acheteuse, ainsi que par les personnes morales résidentes. La part du flottant en bourse détenu par les non-résidents garde sa tendance baissière à 8,19% contre 9,37% en 2020. Quant aux sociétés de bourse, elles disposent globalement d'une bonne assise financière et enregistrent en 2021 une amélioration de 123,6% du résultat net global.*

*Le marché des OPCVM continue de faire preuve de résilience avec un actif net global de 593 milliards de dirhams, en hausse de 13% ainsi qu'un nombre de souscripteurs en augmentation de 7,8%. La collecte nette des OPCVM en 2021 a atteint 48,1 milliards de dirhams, avec un fort engouement des investisseurs pour les OPCVM diversifiés. Les performances sont positives pour l'ensemble des catégories, avec un net redressement pour les fonds « Actions » et « Diversifiés » et une baisse de performance pour les produits de taux. Le marché de la titrisation retrouve une dynamique haussière avec un volume d'émission de 3,5 milliards de dirhams après une forte baisse en 2020 à 888 millions de dirhams. Les indicateurs d'activité et de rentabilité des sociétés de gestion d'OPCVM sont en amélioration, avec une assise financière globalement solide. L'activité de capital investissement*

*se montre également résiliente avec des levées qui ont atteint 1,9 milliard de dirhams en hausse de 38% par rapport à l'année précédente. L'activité des OPCI est en pleine expansion, atteignant un actif net global de 21,6 milliards de dirhams en progression de 254% par rapport à l'année 2020.*

*Le volume des opérations de prêt de titres s'est élevé à 185 milliards de dirhams en 2021 en baisse continue depuis l'année 2018. Ces opérations restent dominées par les BDT à hauteur de 88,8%. Les OPCVM et les banques ne sont plus les seuls principaux emprunteurs sur le marché, dans la mesure où les sociétés non financières ont occupé la première place en 2021. La part des prêts réalisés sans collatéral est en baisse à 66,9% en 2021 contre 81,9% en 2020 et ce, suite à l'entrée en vigueur en août 2021 de l'amendement de la loi sur les prêts de titres exigeant la constitution de garanties, sauf pour les opérations intra-groupes, les apporteurs de liquidité et les teneurs de marché.*

*Le volume des avoirs conservés chez le Dépositaire central Maroclear s'est apprécié de 12,3% à 2 191,80 milliards de dirhams. Le volume des flux dénoués reste stable avec une moyenne quotidienne de 57,9 milliards de dirhams. Du côté de la Bourse de Casablanca, les taux de suspens des transactions boursières sont faibles et en constante baisse. Les incidents déclarés par le Dépositaire central et la Bourse de Casablanca restent limités et maîtrisés et ce, malgré une légère hausse en 2021.*

## IV.1. Marché de capitaux

### A. Marchés monétaire et obligataire

#### Atténuation des besoins de liquidité des banques en 2021 comparativement à l'année précédente

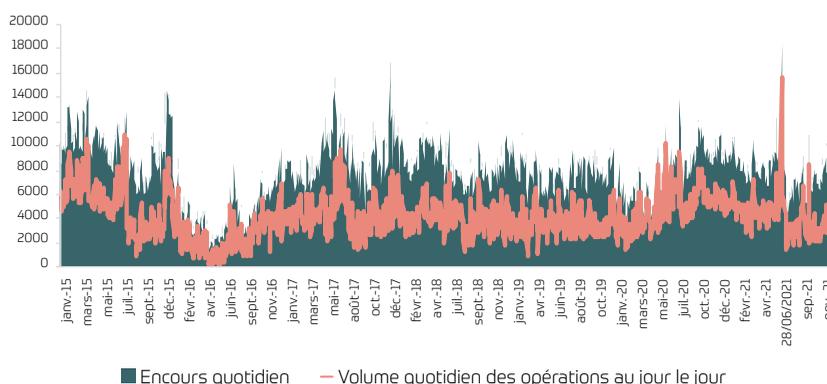
L'année 2021 s'est caractérisée globalement par une atténuation des tensions sur la liquidité due en grande partie à l'augmentation des réserves de changes et l'évolution modérée de la circulation fiduciaire, qui est revenue à son rythme historique d'avant 2020.

Les interventions de la Banque centrale se sont ainsi élevées à 83 milliards de dirhams en moyenne quotidienne au lieu de 96 milliards de dirhams en 2020 et le taux de la réserve obligatoire a été maintenu à 0% depuis juin 2020.

#### Maintien des volumes échangés sur le marché monétaire interbancaire en blanc au même niveau que celui de l'année précédente

Au niveau du marché monétaire interbancaire en blanc, le volume échangé s'est établi en moyenne mensuelle à près de 7,6 milliards de dirhams, soit un niveau comparable à celui de l'année dernière. Les opérations au jour le jour, représentant près de 53% des volumes échangés sur ce marché, ont enregistré une baisse de 15% d'une année à l'autre, pour s'établir à 4,1 milliards de dirhams. Parallèlement, le volume quotidien moyen des opérations à terme a augmenté de 37,2%, atteignant 3,6 milliards de dirhams en moyenne mensuelle.

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

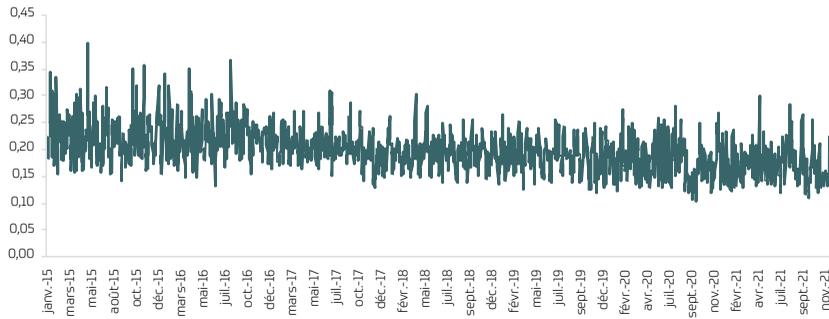


Source : BAM

#### Le marché monétaire demeure concentré

La répartition des liquidités bancaires demeure concentrée sur les plus grandes banques. Ainsi, l'indice de concentration Herfindahl-Hirschman (IHH) de la liquidité bancaire s'est situé à 0,18 contre 0,19 en 2020, reflétant une concentration structurelle de la liquidité bancaire.

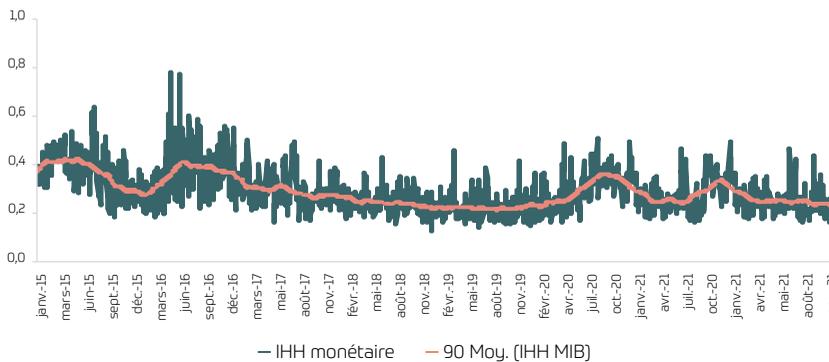
### Concentration de la liquidité bancaire



Source : BAM

Pour sa part, la concentration sur les prêts-emprunts au niveau du marché monétaire interbancaire en blanc demeure forte, malgré son atténuation comme en témoigne l'évolution de l'IHH, qui est passé d'une année à l'autre de 0,30 à 0,25. Cette dynamique est constatée aussi bien pour les opérations de prêts, dont l'indice IHH est passé de 0,33 en 2020 à 0,26 à fin 2021, que pour les opérations des emprunts, où l'indice de concentration s'est établi à 0,24 après 0,26 une année auparavant.

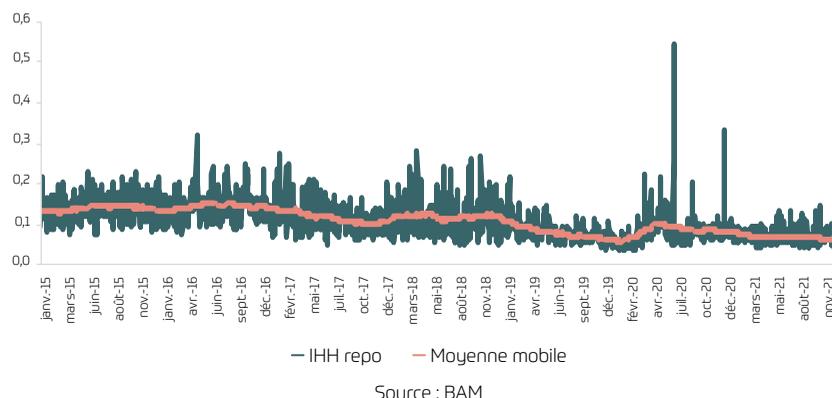
### Concentration du marché monétaire interbancaire en blanc au jour le jour



Source : BAM

Le marché de la pension livrée, étant un marché modérément concentré, a enregistré un indice IHH de 0,07 après 0,08 une année auparavant, du fait de son élargissement à d'autres opérateurs financiers, notamment les OPCVM.

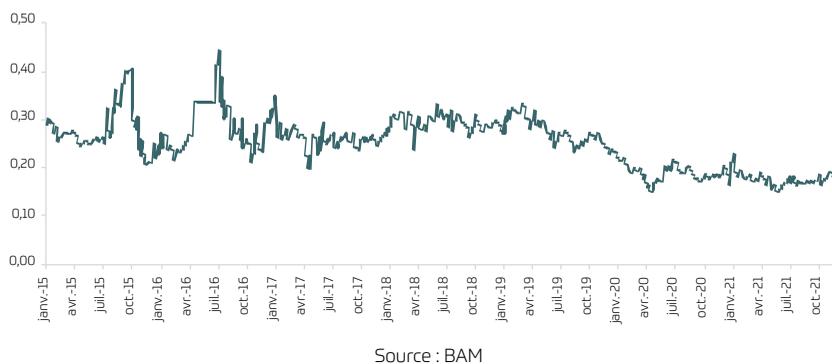
### Concentration du marché de la pension livrée



### Persistance de la concentration élevée du refinancement auprès de la Banque centrale

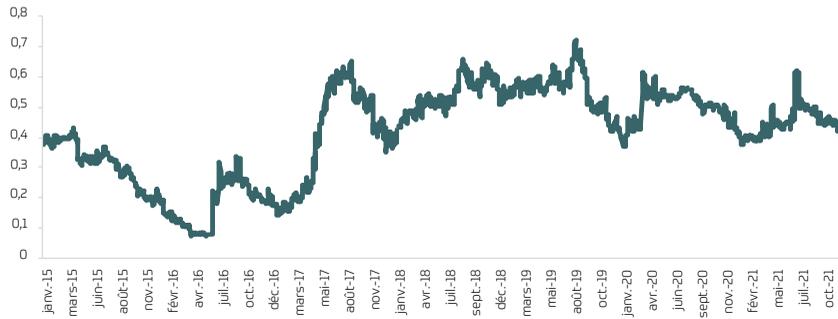
Le montant des injections de Bank Al-Maghrib au titre de l'année 2021 est capté à plus de 90% par un nombre limité d'établissements bancaires, du fait du niveau de concentration élevé de la liquidité bancaire, quoiqu'en légère atténuation par rapport aux années précédentes. Le niveau de l'IHH des injections de Bank Al-Maghrib s'est, en effet, situé à 0,18 en 2021, contre 0,19 une année auparavant et 0,28 en moyenne entre 2015 et 2019.

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



La pression sur le collatéral éligible aux opérations de politique monétaire s'est située au titre de l'année 2021 à 45% en moyenne quotidienne au lieu de 51% et 56% respectivement en 2020 et 2019. Cette amélioration résulte principalement de l'élargissement du collatéral mobilisé par les banques en contrepartie des opérations de politique monétaire aux titres négociables, aux créances sur les administrations centrales et sur les « Corporate » et aux créances hypothécaires.

### Part du collatéral mobilisé par les banques

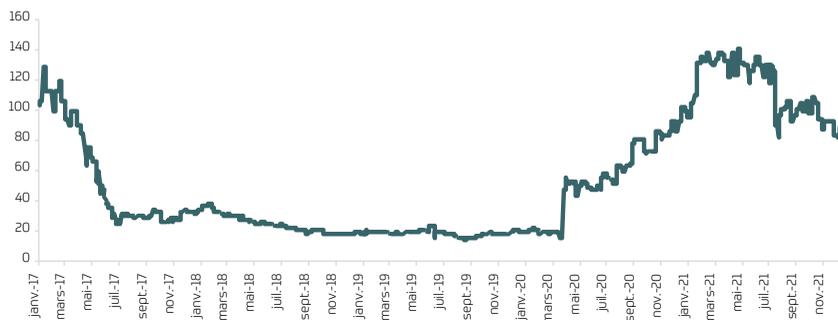


Source : BAM

### Poursuite de l'allongement de la durée moyenne des interventions de BAM

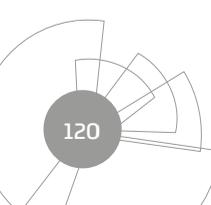
La durée moyenne des interventions de Bank Al-Maghrib s'est établie à près de 4 mois alors qu'elle était de 2 mois en 2020 et ne dépassait pas 16 jours en 2019. L'allongement ainsi observé revient au renforcement de la part des opérations de refinancement à long terme, en lien notamment avec le réaménagement du cadre opérationnel de la politique monétaire en 2020.

### Durée moyenne des interventions de BAM

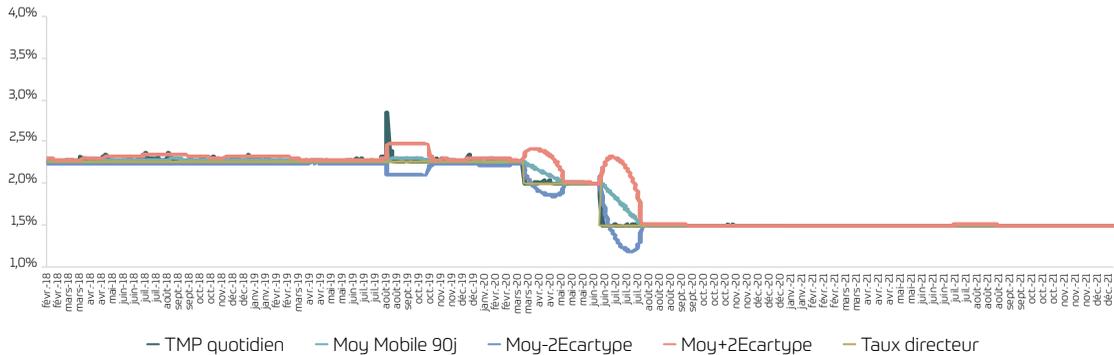


Source : BAM

Dans un contexte marqué par une atténuation des interventions de la Banque Centrale conjuguée à une baisse des volumes échangés sur le marché monétaire interbancaire, le taux moyen pondéré (TMP) sur le marché interbancaire en blanc au jour le jour a accusé de nouveau un retrait de 0,2 point de base à 1,5% en moyenne au cours de l'année 2021. Le loyer de l'argent au jour le jour s'est maintenu sur l'ensemble de l'année 2021 au même niveau que celui du taux directeur.



### TMP interbancaire : tendance et volatilité

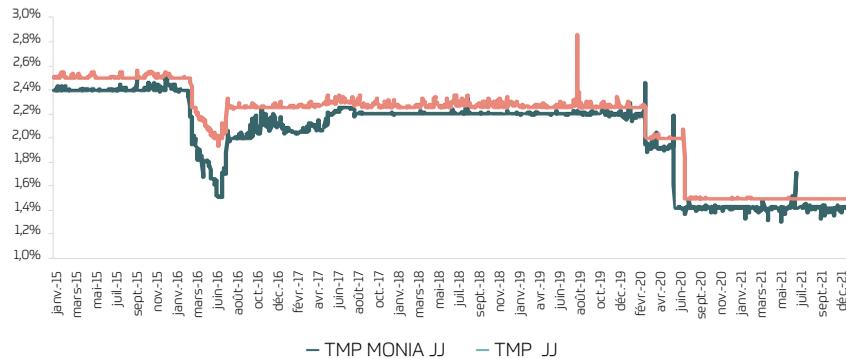


Source : BAM

En conséquence, les taux d'intérêt maximums et minimums observés au cours d'une même journée sur le marché interbancaire en blanc se sont établis exactement à 1,5%, traduisant une forte efficacité du marché.

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 1,42% en moyenne quotidienne contre 1,72% en 2020. Les écarts de taux entre le financement sur le marché monétaire en blanc et le marché collatéralisé se sont établis à 8 points de base contre 11 points un an auparavant, traduisant une baisse de l'aversion au risque au cours de l'année 2021.

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

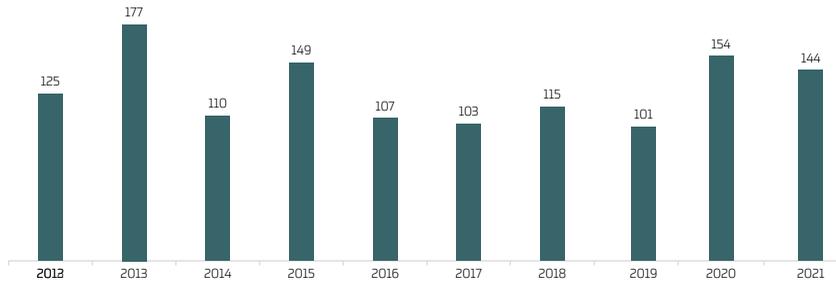


Source : BAM

### Recul des émissions des bons du Trésor, dans un contexte d'allègement du déficit budgétaire.

La situation des charges et ressources du Trésor a fait ressortir en 2021 une atténuation de 7,3% du déficit budgétaire hors privatisation qui s'est établi à 76,3 milliards de dirhams à fin décembre 2021 contre 82,3 milliards de dirhams un an auparavant. Cette amélioration intervient sous l'effet d'une hausse des recettes ordinaires plus importante que celle des dépenses globales. Dans ce contexte, les émissions des bons du Trésor se sont établies en 2021 en baisse de 6,5% par rapport à 2020 à 144 milliards de dirhams.

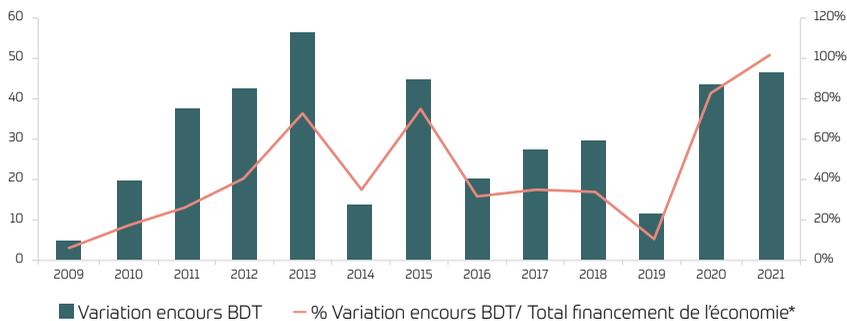
### Evolution des émissions des Bons du Trésor (en milliards de dirhams)



Sources : Maroclear et Calculs AMMC

En dépit de la baisse des émissions, l'encours des bons du Trésor a atteint 647 milliards de dirhams à fin 2021 contre 601 milliards de dirhams à fin 2020, soit une augmentation de 7,64% et ce, en raison d'une baisse plus importante des remboursements.

### Variation de l'encours des Bons du Trésor<sup>65</sup> (en milliards de dirhams)



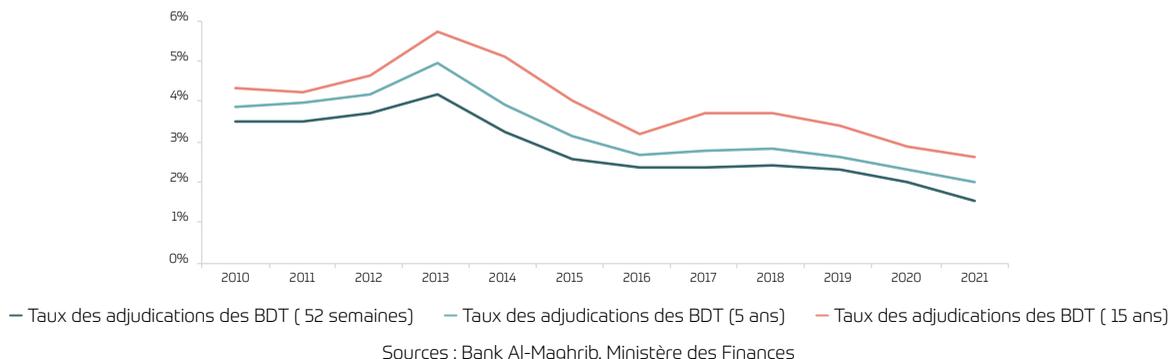
Sources : Bourse de Casablanca, Bank Al- Maghrib, Maroclear et Calculs AMMC

### Poursuite de la tendance baissière des rendements obligataires dans le sillage de l'amélioration des conditions de financement du Trésor

En 2021, les taux moyens pondérés (TMP) des adjudications des bons du Trésor se sont inscrits globalement en baisse, comparés à l'année précédente et ce, en particulier pour les maturités à court terme. En moyenne annuelle, les taux des bons du Trésor au titre de l'année 2021 ont enregistré des reculs comparativement à l'année 2020 compris entre 25 et 45 points de base, après des baisses comprises entre 35 et 50 points de base l'année précédente. Par maturités, le recul a atteint 45 points de base pour les taux des BDT à 52 semaines établis à une moyenne de 1,54%. S'agissant des maturités moyennes et longues, les replis ont atteint 29 points de base pour les taux des BDT à 5 ans avec une moyenne de 2,28% et 25 points de base pour les taux des BDT à 15 ans avec une moyenne à 2,64%.

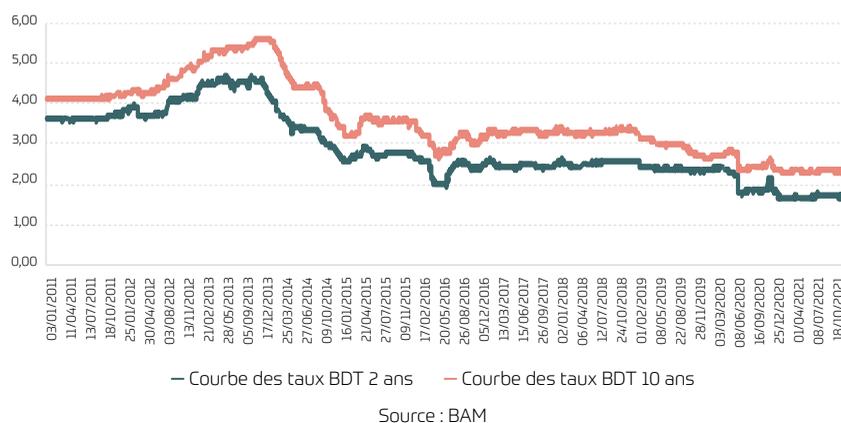
<sup>65</sup> Dans ce graphique, le total Financement de l'économie est calculé comme suit : Emissions marché primaire de la bourse+ variation encours titres de dette, FPCT et OPCR+ variation encours crédits des établissements de crédit.

### Evolution des taux sur le marché obligataire primaire



Sur le marché secondaire, la courbe des taux obligataires a maintenu en 2021 sa tendance baissière dans le sillage du repli des taux sur le marché primaire. Par maturités, cette baisse a atteint 12 points de base pour le taux des BDT à 2 ans qui s'est établi à 1,73% à fin décembre 2021 contre 1,85% à fin décembre 2020. Le recul a été moins important pour le taux des BDT à 10 ans qui a atteint 2,33% à fin décembre 2021 contre 2,38% un an auparavant, soit une baisse de 5 points de base.

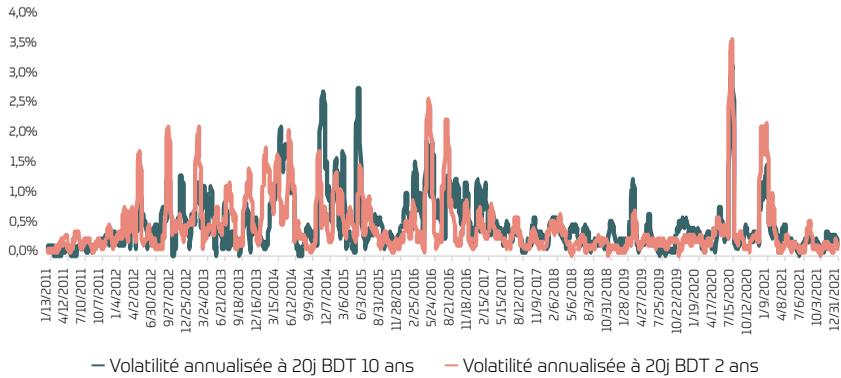
### Evolution des taux sur le marché secondaire des BDT 2 ans & 10 ans



### Une volatilité des taux des Bons du Trésor globalement limitée en 2021

Bénéficiant d'un contexte de reprise économique globalement favorable ainsi que d'un allègement du déficit budgétaire, le Trésor a été en mesure de mobiliser les ressources nécessaires sur le marché domestique, sans pour autant exercer de fortes pressions sur les rendements obligataires et ce, à l'exception d'une période de forte volatilité qui avait débuté le 24 novembre 2020 durant laquelle les volatilités annualisées à 20j des taux des BDT à 2 ans et à 10 ans ont enregistré un pic au début du mois de janvier 2021 atteignant respectivement 2,02% et 1,31%. Cette situation serait due à une augmentation ponctuelle des adjudications du Trésor en attendant des sorties à l'international. S'en est suivie une phase de baisse progressive de la volatilité qui s'est étalée jusqu'au mois de mars 2021. Par la suite, les taux des BDT à 2 ans et à 10 ans ont enregistré une faible volatilité atteignant respectivement 0,139% et 0,159% en fin d'année.

### Evolution de la volatilité annualisée à 20j des taux des BDT 2 ans et 10 ans entre 2011 et 2021



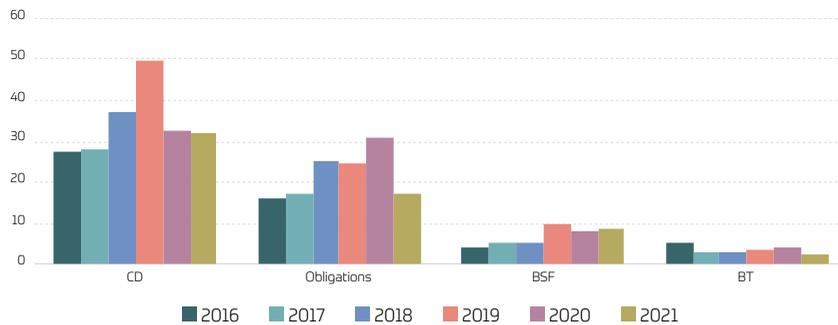
Source : BAM et Calculs AMMC

### Une dynamique baissière des émissions sur le marché de la dette privée, tirée essentiellement par le compartiment obligataire.

Les montants levés sur le marché de la dette privée à fin 2021 ont enregistré un recul de 20,2% par rapport à l'année précédente. Ils s'élevaient à 59,7 milliards de dirhams contre 74,8 milliards de dirhams en 2020 et 86,8 milliards de dirhams en 2019.

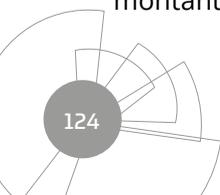
Cette évolution s'explique essentiellement par le repli des émissions obligataires. En effet, les levées en titres obligataires ont atteint 16,9 milliards de dirhams en 2021, en baisse de 45,3% par rapport à l'année 2020. Les émissions des billets de trésorerie ont également enregistré un repli de 38,5% en 2021 pour s'établir à 2,4 milliards de dirhams contre 3,9 milliards de dirhams en 2020. Les émissions de certificats de dépôts, qui représentent plus de la moitié des levées, ont atteint 31,7 milliards de dirhams en 2021, soit un léger recul de 1,2% par rapport à l'année 2020. Seules les émissions des billets des sociétés de financement ont évolué à la hausse de 10,1% en 2021, pour s'établir à 8,7 milliards de dirhams.

### 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 2021, les TCN consolident leur place comme principal véhicule de placement sur le marché avec des levées qui représentent 71,7% des montants émis, contre une part de 58,7% en 2020. Cependant, les différents types de TCN n'ont



pas évolué de la même manière. Si les parts des certificats de dépôts et des bons des sociétés de financement ont enregistré une hausse passant ainsi respectivement de 42,91% et 10,56% en 2020 à 53,10% et 14,57% en 2021, celle des billets de trésorerie est ressortie en baisse pour s'établir à 4,02% contre 5,21% un an auparavant. Quant aux obligations, leur part a fortement baissé pour s'établir à 28,31% en 2021 alors qu'elle représentait près de 42% en 2020.

Par catégories d'entreprises, l'essentiel des levées sur le marché est accaparé par les établissements de crédits (banques et sociétés de financements) qui restent les principaux émetteurs de dette privée. En revanche, les montants émis en 2021 par les banques restent en deçà de leur niveau d'avant crise. En effet, les banques ont émis sur le marché des montants qui s'élèvent à 34,6 milliards de dirhams en 2021 contre 39,2 milliards en 2020 et 58,2 milliards en 2019. Pour leur part, les sociétés de financement ont réalisé des émissions s'établissant à 8,9 milliards de dirhams, soit 15% de part de marché, contre 11,8 milliards de dirhams en 2020.

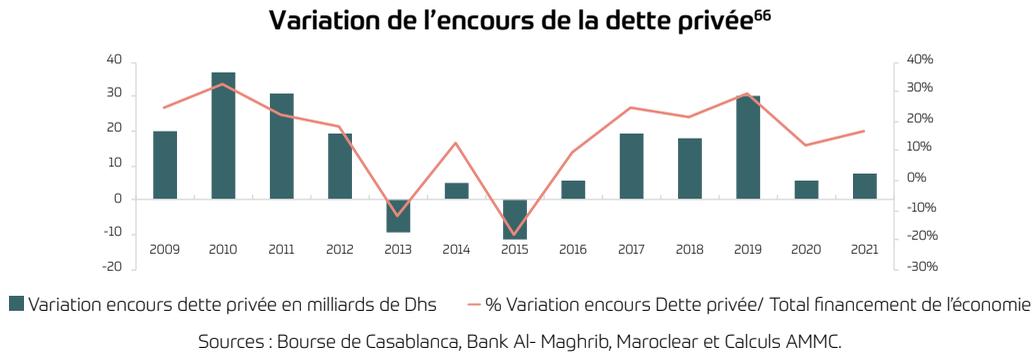
### Ventilation des émissions de la dette privée par secteur d'activité



Sources : Maroclear et Calculs AMMC

En troisième position des émetteurs en 2021, on retrouve les sociétés holdings qui représentent près de 12% du marché avec un volume d'émission de 7,1 milliards de dirhams réalisé par seulement trois sociétés. Les entreprises des autres secteurs confondus représentent un peu plus de 15% des émissions de dette privée en 2021.

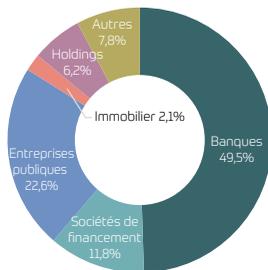
Concernant la contribution de la dette privée dans le financement de l'économie, elle se redresse en 2021 pour s'établir à 17% contre 12% en 2020. Cette situation s'explique par l'effet conjoint d'une variation positive de l'encours de la dette privée et d'une baisse du volume global de financement de l'économie. En effet, l'encours de la dette privée a augmenté de 7,65 milliards de dirhams dans le sillage d'une baisse plus importante des remboursements par rapport à celle des émissions. Ces dernières sont passées de 74,89 milliards de dirhams en 2020 à 59,69 milliards de dirhams en 2021, alors que les remboursements sont ressortis à 52,04 milliards de dirhams en 2021 contre 68,62 milliards de dirhams en 2020. Le volume global de financement de l'économie suit toujours un trend baissier pour atteindre 45,18 milliards de dirhams en 2021 contre 52,51 milliards de dirhams en 2020 et 100,96 milliards de dirhams en 2019.



## En dépit du recul des émissions, l'encours de la dette privée s'est inscrit en légère progression pour ressortir à 244,2 milliards de dirhams.

Tiré principalement par sa composante obligataire, l'encours global de la dette privée a progressé de 3,2%, passant de 236,5 milliards de dirhams à la fin de l'année 2020 à 244,2 milliards de dirhams au terme de l'année 2021. Cette évolution provient de la hausse enregistrée sur le gisement obligataire de près de huit milliards de dirhams alimenté par une forte présence des banques et des établissements publics. Les bons de sociétés de financement ont progressé d'un milliard de dirhams alors que le compartiment des billets de trésorerie a enregistré une baisse du même montant. Il convient de préciser que le gisement des certificats de dépôts affiche un encours en quasi-stagnation à 57 milliards de dirhams.

### Ventilation de l'encours par secteur



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



Sources : Maroclear et Calculs AMMC

## Recul des émissions obligataires par voie de placement privé dans le sillage de la forte baisse des levées en titres obligataires

Contrairement à 2020 qui a connu une hausse notable des émissions obligataires par voie de placement privé (PP) avec un nombre d'opérations et un volume qui ont presque doublé, l'année 2021 s'est caractérisée par une forte baisse des émissions avec un volume qui s'est établi à 9,98 milliards de dirhams contre 17,1 milliards de dirhams un an auparavant, soit un recul de 41,6%. En

<sup>66</sup> Dans ce graphique, le total Financement de l'économie est calculé comme suit : Emissions marché primaire de la bourse+ variation encours titres de dette, FPCT et OPCR+ variation encours crédits des établissements de crédit.

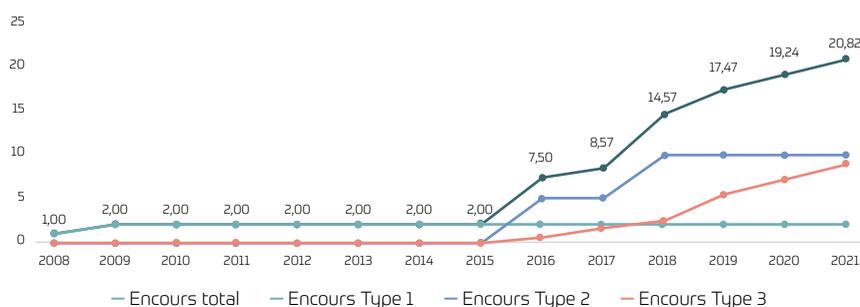
dépît de la baisse du volume d'émission, la part de ces opérations dans le volume global d'émission d'obligations privées reste la plus importante puisqu'elle représente 58,9% en 2021 contre 51,4% en 2020. Pour rappel, ce type d'émission ne bénéficie pas de la protection du régime de l'appel public à l'épargne (APE). Toutefois, il reste réservé à un nombre limité d'investisseurs qualifiés, à savoir un maximum de vingt investisseurs par émission.

### Maintien de la tendance haussière de l'encours des obligations subordonnées perpétuelles au profil plus risqué, notamment de type AT1, qui restent néanmoins réservées aux investisseurs qualifiés.

L'encours des émissions d'obligations subordonnées perpétuelles reste sur la même trajectoire haussière entamée depuis l'année 2016. En 2021, il ressort à 20,82 milliards de dirhams contre 19,24 milliards de dirhams un an auparavant. Cette situation intervient suite à la réalisation de trois émissions de type 3 (cf. définition dans l'encadré n°11) d'un volume global de 1,58 milliard de dirhams :

- Une émission réalisée par le groupe Bank Of Africa d'un montant d'un milliard de dirhams ;
- Une émission réalisée par le groupe Attijariwafa Bank d'un montant de 500 millions de dirhams ;
- Une émission réalisée par le groupe CFG Bank d'un montant de 80 millions de dirhams.

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



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

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

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

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

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

- Type 1 : Emissions obligataires subordonnées perpétuelles assorties d'une clause de remboursement anticipé à partir de la 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) grâce à leurs clauses dont les principales sont :
  - Une maturité perpétuelle, avec la possibilité d'un remboursement après accord de Bank Al-Maghrib et préavis minimum de cinq ans ;
  - L'émetteur peut décider, à sa discrétion et après accord préalable de Bank Al-Maghrib, d'annuler (en totalité ou en partie) le paiement du montant des intérêts pour une période indéterminée et sur une base non cumulative et ce, en vue de faire face à ses obligations (notamment suite à une demande de Bank Al-Maghrib) ;
  - La valeur nominale des titres est dépréciée lorsque le ratio Common Equity Tier1 (CET 1), tel que défini par Bank Al-Maghrib, devient inférieur à un certain niveau (6,0%) des risques pondérés, sur base individuelle ou consolidée. La dépréciation des titres permet à l'émetteur de reconstituer ses fonds propres de base jusqu'à l'atteinte du seuil précité ;
  - Les clauses d'annulation de coupon et de dépréciation de la valeur nominale des titres s'appliquent à tous les instruments de même catégorie, de manière proportionnelle.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

### Risque lié au remboursement en cas de défaut

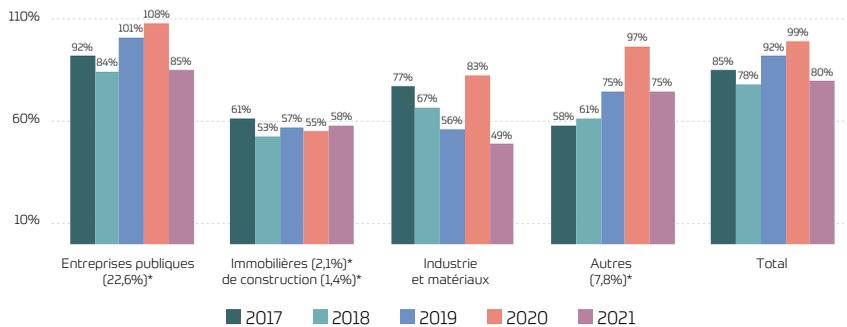
Comme leurs noms l'indiquent, ces obligations sont subordonnées aux obligations ordinaires en cas de défaut, c'est-à-dire que leur remboursement n'intervient qu'après le remboursement intégral des obligations ordinaires, mais avant le remboursement des actions. Par conséquent, les chances de récupérer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

### Un endettement des émetteurs non-financiers de dette privée en baisse, en dépit du contexte de crise

A l'instar des années précédentes, le risque de crédit relatif à la dette privée ressort maîtrisé en 2021, dans la mesure où aucun événement de défaut de paiement n'a été enregistré. Concernant les deux émetteurs appartenant à un même groupe immobilier ayant connu des difficultés en 2014, ils poursuivent la réalisation d'un programme de restructuration qui a permis notamment de réduire de manière significative leurs dettes bancaires et privées. Ainsi, un travail d'assainissement a été réalisé ces dernières années par lesdits émetteurs au niveau opérationnel et financier, ce qui a permis des réductions drastiques des charges financières et de structure.

Concernant l'endettement net global des sociétés non-financières émettrices de dette privée ayant fait appel public à l'épargne, il s'élève à 167,5 milliards de dirhams au terme de l'année 2021, en baisse de 9,85% comparativement à l'exercice précédent. Leur gearing global s'est atténué sensiblement passant de 99% en 2020 à 80% en 2021.

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



Source : Publications financières des émetteurs

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

L'analyse sectorielle permet de relever une tendance globale à la baisse de l'endettement, excepté pour le secteur immobilier. En effet, pour les entreprises publiques le gearing s'est établi à 85% en 2021 contre 108% en 2020 et 101% en 2019. Malgré une légère hausse, en passant de 55% en 2020 à 58% en 2021, le ratio d'endettement net du secteur immobilier reste maîtrisé. Quant au secteur de l'industrie et des matériaux de construction, il affiche un net recul de son endettement avec un gearing qui s'est établi à 49% en 2021 contre 83% en 2020.

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

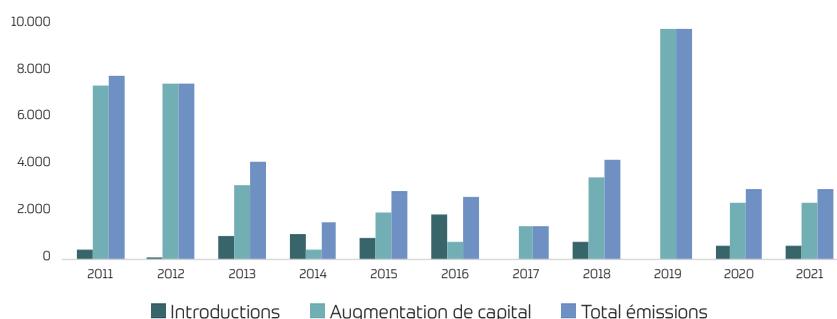
<sup>68</sup> Par appel public à l'épargne (hors placement privé).

## B. Marchés actions

### Le volume des émissions sur le marché boursier reste faible.

Les levées de capitaux en actions sur le marché boursier en 2021 se sont élevées à 2,99 milliards de dirhams, en quasi-stagnation par rapport à l'année 2020 où les émissions avaient atteint 3,01 milliards de dirhams.

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



Source : Calculs AMMC

Une seule opération d'introduction en bourse d'un montant de 600 millions de dirhams a été réalisée. La majorité des levées a été effectuée par les émetteurs déjà cotés, sous forme d'augmentation de capital, dont 99% par conversion des dividendes.

Tableau récapitulatif des principales opérations d'augmentation de capital en 2021

Sociétés	Date de l'augmentation de capital	Type	Nombre de titres émis	Prix à l'émission	Volume de l'émission en MDH
ATW	03/03/2021	Par conversion des dividendes en actions	3 313 308	388	1 285,5
ATW	31/08/2021	Par conversion des dividendes en actions	1 967 852	411	808,7
BCP	28/09/2021	Par conversion des dividendes en actions	1 057 817	263	278,2
JET CONTRACTORS	03/09/2021	Souscription en numéraire sans droit préférentiel	57 142	350	19,9

Source : Bourse de Casablanca

### Amélioration graduelle des indicateurs de la Bourse de Casablanca

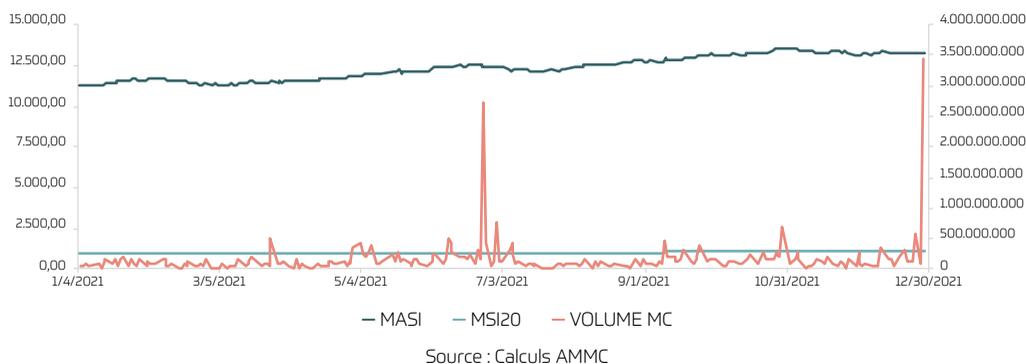
Après la phase de reprise graduelle empruntée par l'indice MASI au cours du deuxième semestre 2020 atteignant une valeur de 11 287,38 points en fin d'année, soit une contreperformance annuelle de 7,27%, le marché boursier a évolué sur une trajectoire haussière en 2021. En effet, au terme du premier semestre, le MASI s'est globalement inscrit en hausse après une évolution contrastée au cours des deux premiers mois de l'année, dépassant pour la première fois son niveau atteint avant la crise sanitaire et clôturant le premier semestre à 12 409,24 points, soit une augmentation

de 9,93%. Par la suite, le MASI a maintenu son ascension au cours du deuxième semestre et ce, malgré un léger recul accusé au cours du mois de juillet, en enregistrant 13 358,32 points à la fin de l'année, portant ainsi sa performance annuelle à 18,35%.

De son côté, l'indice MSI20, qui reflète la performance des cours des 20 valeurs les plus liquides cotées à la place casablancaise, a atteint 1 085,71 points à fin décembre 2021, enregistrant une progression de 17,4% par rapport à fin décembre 2020.

En termes de volumétrie sur les marchés central et de blocs, la Bourse de Casablanca a enregistré en 2021 un volume transactionnel avoisinant les 64,4 milliards de dirhams, en hausse de 31,4% par rapport à 2020 où le volume avait atteint 49 milliards de dirhams. D'une part, cette évolution est due à la hausse de près de 48% du volume au niveau du marché de blocs, qui est passé à 23,6 milliards de dirhams en 2021 contre 16 milliards de dirhams en 2020. D'autre part, le volume sur le marché central a atteint une moyenne quotidienne de 163,9 millions de dirhams, en hausse de 24% par rapport à l'année 2020 où la moyenne s'élevait à 132 millions de dirhams.

#### Evolution des indices MASI & MSI20, et du volume du marché central en 2021



#### Quoiqu'en net recul après une année 2020 exceptionnelle, la valorisation globale du marché en 2021 ressort élevée.

Le PER global de la Bourse de Casablanca<sup>69</sup>, indicateur de valorisation du marché, enregistre une baisse en 2021 et ce, après la hausse exceptionnelle enregistrée en 2020 due à l'impact de la crise sanitaire et des contributions au fond Covid-19 sur la masse bénéficiaire des sociétés cotées. En effet, le PER ressort à 23,9x en fin 2021 contre 33,5x en fin 2020. Cette baisse de la valorisation est due principalement à la hausse de près de 65,2% de la masse bénéficiaire des entreprises cotées suite à la reprise économique, contre seulement 18,1% pour la capitalisation boursière globale.

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

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



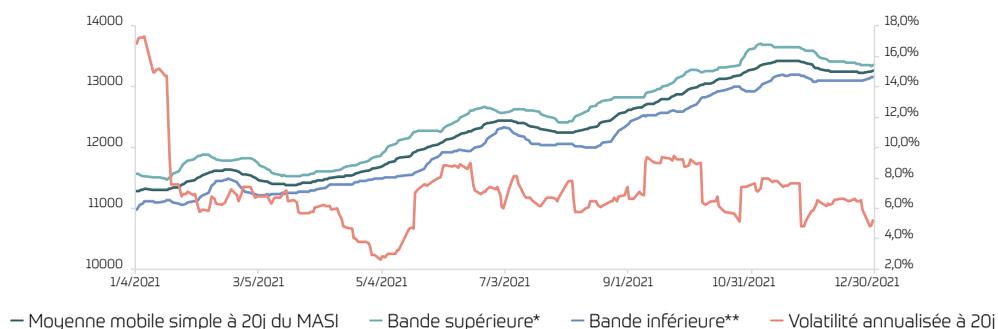
Source : Données émetteurs et bourse de Casablanca - Calculs AMMC

Toutefois, le PER global de la Bourse de Casablanca en fin 2021 ressort élevé en comparaison avec la moyenne des cinq années antérieures à la crise sanitaire (2014-2019) soit 19,9x. Certes, le contexte des taux d'intérêt historiquement bas est un facteur qui peut contribuer à ce niveau de valorisation et ce, en poussant les investisseurs à rechercher des instruments financiers avec de meilleurs rendements. Néanmoins, ce niveau de valorisation élevé expose le marché boursier au risque de correction des cours dans un contexte de pandémie toujours incertain.

### Le marché boursier a retrouvé un niveau de volatilité modéré en 2021.

Au cours du premier semestre 2021, la volatilité du marché boursier a connu une forte baisse après les niveaux élevés atteints en 2020 suite au déclenchement de la crise sanitaire, en passant d'un maximum de 17,28% atteint le 8 janvier 2021 à un minimum de 2,61% atteint le 3 mai 2021. Au cours du deuxième semestre de l'année 2021, la volatilité a graduellement augmenté mais à des niveaux qui restent modérés et ce, dans une fourchette entre 4,78% et 9,47%.

### Moyenne mobile et volatilité du MASI en 2021



Source : Calculs AMMC<sup>70</sup>

Comparée à l'année précédente, la volatilité du MASI a diminué de moitié avec une valeur moyenne de 7,10% contre 15,12% en 2020. Son amplitude de variation s'est rétrécie dans la mesure où elle a évolué dans une fourchette comprise entre 2,61% et 17,28% contre 5,18% et 57,31% en 2020.

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

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

### Moyenne mobile et volatilité du MASI entre 2011 et 2021



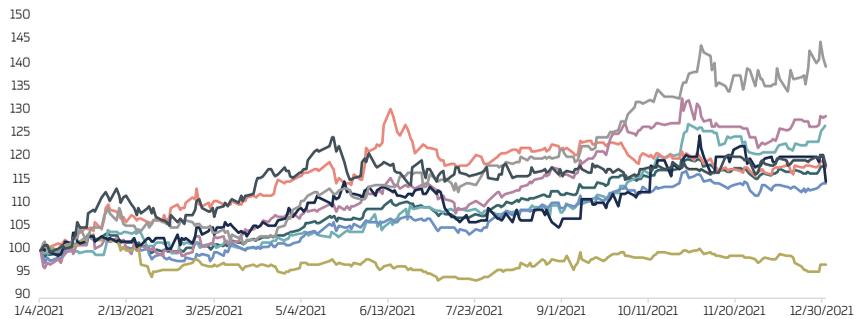
— Moyenne mobile simple à 20j du MASI — Bande supérieure\* — Bande inférieure\*\* — Volatilité annualisée à 20j du MASI

Source : Calculs AMMC<sup>71</sup>

### La majorité des indices sectoriels affiche une performance positive en 2021 après les baisses importantes en 2020.

En 2021, les indices des principaux secteurs en termes de capitalisation dans le marché boursier ont enregistré des hausses significatives, étant donné que l'indice global de performance de la Bourse de Casablanca, à savoir le MASI, a enregistré une progression de 18,35% en fin d'année. En effet, tous les secteurs ont connu de fortes hausses à l'exception du secteur des Télécommunications qui affiche une légère baisse de 7% de son indice.

### Evolution sectorielle des principaux secteurs en 2021 sur une base de 100



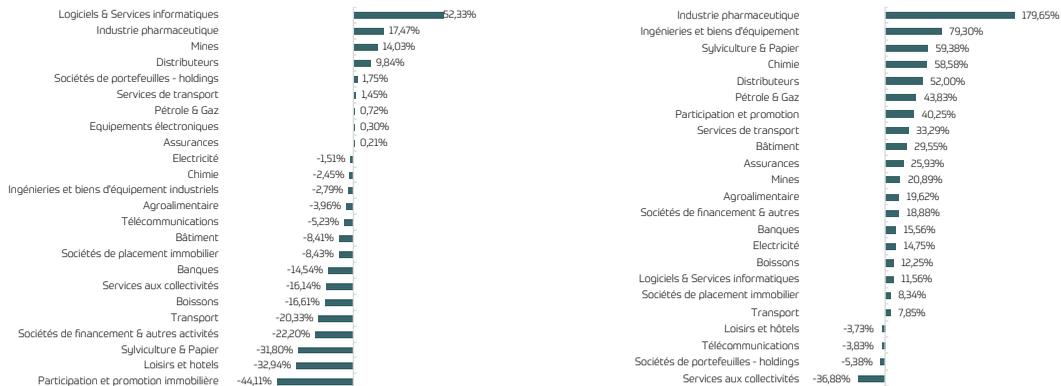
— Masi — Assurances — Banques — Agroalimentaire — Bâtiment & Construction  
— Télécommunications — Electricité — Pétrole & Gaz — Mines

Sur l'ensemble de l'année 2021, dix-neuf secteurs d'activité sur vingt-trois ont enregistré une performance positive, contre neuf en 2020. Parmi les évolutions positives, deux secteurs affichent des hausses significatives. Il s'agit du secteur des Industries pharmaceutiques qui se démarque avec une performance de 179,65% et du secteur de l'Ingénierie et biens d'équipements industriels qui affiche une performance de 79,30%.

<sup>71</sup> Idem que le renvoi de bas de page n°70

A l'inverse, les indices de trois secteurs affichent des baisses modérées en 2021. Il s'agit du secteur des Loisirs & Hôtels avec -3,73% contre -32,94% en 2020, du secteur des Télécommunications qui enregistre -3,83% contre -5,23% en 2020, du secteur des Sociétés de portefeuilles & Holdings qui baisse de 5,38% en 2021 après une hausse de 1,75% en 2020. L'indice du secteur des Services aux collectivités enregistre quant à lui une baisse importante de -36,88% en 2021 contre -16,14% en 2020.

**Palmarès des performances sectorielles en 2020**    **Palmarès des performances sectorielles en 2021**

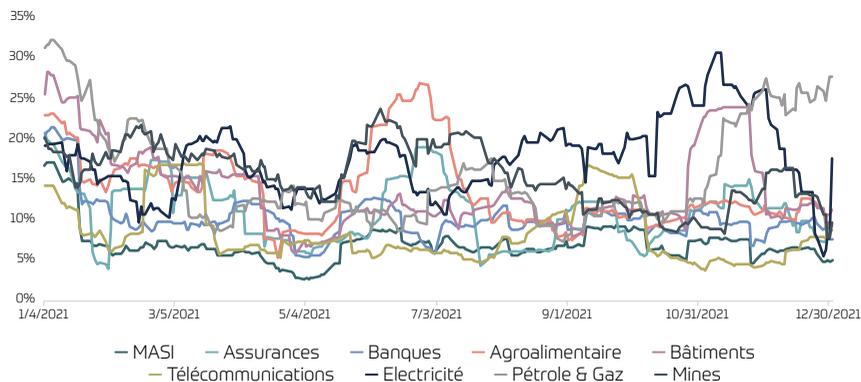


Source : Bourse de Casablanca

Cette hausse quasi-généralisée des principaux indices sectoriels en 2021 a été accompagnée d'une tendance baissière de la volatilité, après les pics élevés atteints en 2020. En effet, la volatilité moyenne des principaux indices sectoriels en 2021 varie dans une fourchette comprise entre un minimum de 8,59% pour le secteur des Télécommunication et un maximum de 17,75% pour le secteur de l'Electricité, contre un minimum de 17,18% et un maximum de 26,35% en 2020.

Les autres secteurs les plus volatiles en 2021 sont les secteurs « Pétrole & Gaz » et « Mines » avec respectivement une volatilité moyenne de 15,8% et 15,78%

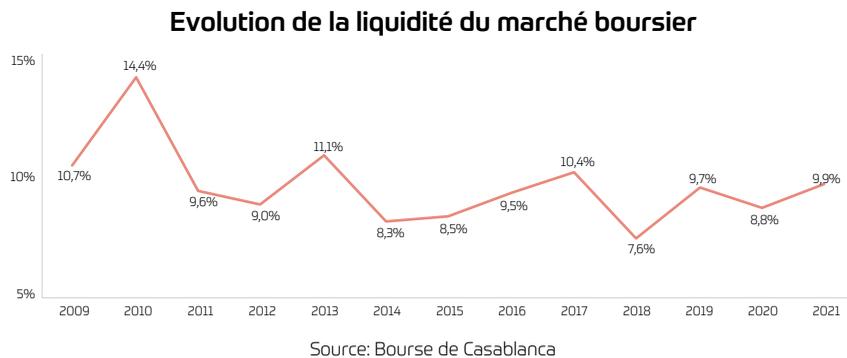
**Volatilité du MASI et des principaux secteurs en 2021**



Source : Calculs AMMC

### Une liquidité qui enregistre une légère amélioration en 2021, mais qui reste faible.

Depuis 2011, la liquidité<sup>72</sup> du marché boursier évolue en dents de scie dans une fourchette basse entre 7% et 11%. Elle ressort en légère amélioration en 2021 à 9,9% contre 8,8% en 2020. Toutefois, son niveau reste faible et en dessous de la moyenne des marchés Frontier<sup>73</sup>. Cette faiblesse structurelle de la liquidité 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 faiblesse du facteur flottant.



### Le secteur de l'intermédiation boursière dispose d'une bonne assise financière et enregistre une amélioration du chiffre d'affaires consolidé en 2021.

Les revenus des sociétés de bourse se sont améliorés en 2021 après avoir enregistré une baisse en 2020. En effet, le chiffre d'affaires consolidé des intermédiaires boursiers s'est établi à 262,6 millions de dirhams en 2021 contre 210,4 millions de dirhams en 2020 et 372,2 millions de dirhams en 2019. Cette nette amélioration de près de 24,8% s'explique par :

- La hausse de 24% du volume transactionnel sur le marché central ;
- La hausse de 49% des transactions sur le marché de blocs ;
- La hausse de plus de 200% du volume des opérations d'apports de titres.

Cette situation a impacté positivement la rentabilité opérationnelle des sociétés de bourse. En effet, le résultat net consolidé a atteint 64,2 millions de dirhams en 2021 contre 28,7 millions de dirhams en 2020, soit une hausse de 123,6%.

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

<sup>73</sup> Selon les données de la Banque mondiale, la liquidité du marché central de la Bourse de Casablanca se situait à 4,98% et 5,5% respectivement en 2019 et 2020 contre une moyenne respectivement de 7,49% et 8,44% pour l'ensemble des marchés Frontier.

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



Source : Sociétés de bourses

Quinze sociétés de bourse sur dix-sept ont enregistré des résultats nets positifs en 2021. La faiblesse des résultats de quelques sociétés de bourse indépendantes induit un risque faible sur leur situation financière avec des impacts limités en cas de défaillance et ce, compte tenu des différents mécanismes d'atténuation des risques, notamment les règles prudentielles.

En référence à leurs structures financières, les sociétés de bourse jouissent dans l'ensemble d'une bonne assise financière avec des fonds propres consolidés de 501,3 millions de dirhams en 2021, en légère amélioration par rapport à 2020 où les fonds propres s'élevaient à 499,3 millions de dirhams.

Il est à noter, toutefois, que le secteur de l'intermédiation boursière reste relativement concentré avec 30% des sociétés de bourse réalisant plus de 60% de parts de marché. Lesdites sociétés sont toutes des filiales d'établissements bancaires.

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

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

- Des règles prudentielles applicables aux sociétés de bourse ;
- Les fonds propres des sociétés de bourse ne peuvent être inférieurs au montant minimum de leur capital social ; Le montant du capital social des sociétés de bourse ne peut être inférieur à :
  - » 1.500.000 DH pour celles ayant pour objet exclusif l'exécution de transactions sur les valeurs mobilières pour le compte de la clientèle, le conseil et le démarchage de la clientèle pour l'acquisition ou l'aliénation de valeurs mobilières ;
  - » 5.000.000 DH pour celles qui, outre les opérations ci-dessus, réalisent :
    - Les opérations pour compte propre ;
    - La garde des titres ;
    - La gestion de portefeuille de valeurs mobilières en vertu d'un mandat ;
    - La participation au placement de titres émis par des personnes morales faisant appel public à l'épargne.

- Les soldes créditeurs des comptes de la clientèle doivent en permanence être représentés à l'actif de la société de bourse par des emplois en actifs liquides.
- La valeur totale des positions nettes prises par les sociétés de bourse en compte propre sur les différentes valeurs émises par un même émetteur doit être en permanence inférieure à 40% des fonds propres nets desdites sociétés de bourse. Toutefois, cette règle ne s'applique pas aux valeurs émises ou garanties par l'Etat.
- La valeur totale des positions nettes d'un même client doit être en permanence inférieure à une proportion de 10 fois les fonds propres nets des sociétés de bourse.
- Les sociétés de bourse doivent respecter en permanence un ratio de couverture des risques, ledit ratio étant le rapport entre, d'une part, les risques encourus par les sociétés de bourse sur les positions nettes prises pour compte propre et pour le compte de leurs clients, et, d'autre part, leurs fonds propres nets. Le ratio de couverture des risques doit être en permanence inférieur à 100%.
- Une procédure de garantie de bonne fin des opérations de bourse gérée par la Bourse de Casablanca et basée sur des mécanismes de garantie et des procédures de résolution des défauts de livraison ou de paiement. Deux dispositifs sont notamment prévus pour soutenir ce dispositif : les appels de marges quotidiens destinés à couvrir le risque marché des transactions engagées par les sociétés de bourse, et une contribution initiale alimentée par les sociétés de bourse sur la base de leurs volumes de transactions et réévaluée chaque trimestre ;
- Une ségrégation entre les avoirs de la clientèle et les avoirs propres du teneur de comptes au niveau du Dépositaire central Maroclear.
- Un fonds de garantie mis en place dans l'objectif d'indemniser la clientèle des sociétés de bourse mises en liquidation. Il est alimenté par les cotisations semestrielles des sociétés de bourse teneurs de comptes. Le montant desdites cotisations est déterminé en pourcentage du volume des titres et espèces conservés par chacune de ces sociétés. Le montant de ce fonds a atteint 54,6 millions de dirhams à fin décembre 2021 contre 52,4 millions de dirhams à fin décembre 2020, 49,9 millions de dirhams à fin 2019, 47,4 millions de dirhams à fin 2018, 44,8 millions de dirhams à fin 2017 et 42 millions de dirhams à fin 2016.

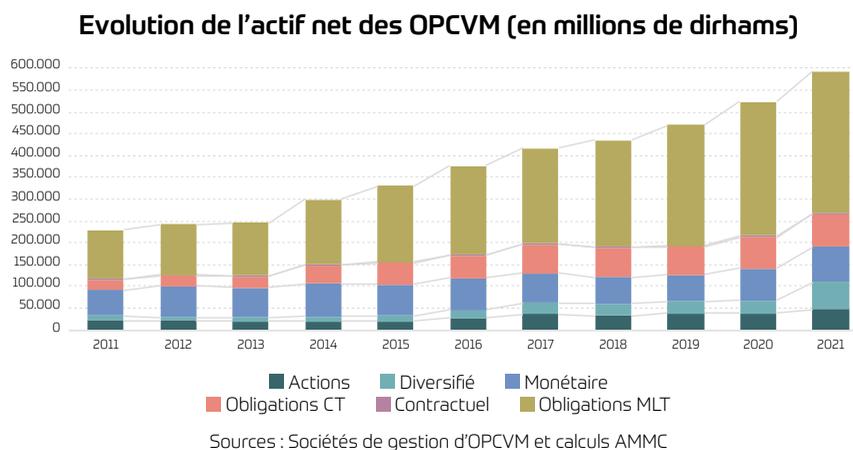
Conformément aux dispositions de l'article 89 de la loi 19-14 relative à la Bourse des valeurs, aux sociétés de bourse et aux conseillers en investissement financier, l'intervention du fonds de garantie est subordonnée à la constatation par l'AMMC de la mise en liquidation d'une société de bourse. A ce jour, l'AMMC n'a constaté aucune situation de défaillance et n'a pas eu à activer le fonds de garantie.

## C. Activité de la gestion d'actifs

### Le marché des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) continue de faire preuve d'une grande résilience.

En dépit d'un contexte économique incertain en lien avec la crise sanitaire, l'industrie de la gestion d'OPCVM bénéficie toujours de la confiance des investisseurs comme en témoigne l'évolution des actifs sous gestion. En effet, l'actif net géré par les OPCVM s'élève à près de 593 milliards de dirhams à fin 2021 contre 523 milliards à fin 2020, soit une hausse de 13% et ce, après une progression de 11% l'année précédente. Avec 537 OPCVM gérés, l'industrie de la gestion d'OPCVM consolide son poids prépondérant au sein du tissu économique et assure toujours pleinement son rôle de mobilisation de l'épargne nationale.

L'évolution positive de l'actif net des OPCVM a concerné toutes les catégories d'OPCVM, à l'exception de la catégorie contractuelle dont l'actif net a enregistré un recul.



Concernant la dynamique de création des fonds, elle suit toujours une tendance haussière avec 35 OPCVM créés en 2021 après 28 fonds créés en 2020. En revanche et contrairement à l'année 2020 durant laquelle une tendance de création de fonds obligataires avait été observée, l'année 2021 a été caractérisée par une diversification des créations qui ont porté également sur les catégories actions et diversifiés. Cette situation pourrait s'expliquer par l'évolution favorable du marché boursier ainsi que par une conjoncture marquée par une reprise de l'économie nationale. Les produits de taux restent les plus prisés, et plus précisément la catégorie OMLT, compte tenu de son risque moins élevé face à un climat qui reste incertain. Sur un total de 35 fonds créés, près de la moitié concerne des fonds actions ou diversifiés avec 7 et 10 OPCVM créés respectivement. La catégorie « OMLT » a vu son nombre progresser de 12 OPCVM. Le reste des OPCVM créés en 2021, soit 6 fonds, est réparti à parts égales entre les catégories « Monétaires » et « OCT ».

Au 31 décembre 2021, 35% des OPCVM, soit 188 fonds, appartiennent à la catégorie « Obligations à moyen et long termes » (OMLT). En effet, ces derniers correspondent au profil d'investissement des institutionnels, qui sont les principaux investisseurs en OPCVM.

### Répartition par catégorie d'OPCVM (2021)



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 2021, un actif net de 324,8 milliards de dirhams, soit 54,8% de l'actif net total.

### La collecte nette des OPCVM en 2021 résiste toujours à la crise et poursuit sa tendance haussière, avec un fort engouement des investisseurs pour les OPCVM diversifiés.

Portés essentiellement par une collecte nette qui atteint un sommet historique sur les dix dernières années avec 48,1 milliards de dirhams drainés en 2021, les actifs nets sous gestion ont progressé de 69,7 milliards de dirhams par rapport à 2020. L'effet valorisation bénéficie de son côté de la bonne performance du marché actions et contribue ainsi à hauteur de 21,6 milliards de dirhams à l'évolution de l'actif net en 2021, contre seulement 8 milliards de dirhams de contribution en 2020.

Après une année 2020 qui a été marquée par une plus forte aversion au risque dans un contexte de crise, l'année 2021 a été celle de la reprise avec une forte orientation en faveur des OPCVM « Diversifiés » qui ont capté l'intérêt des investisseurs. En effet, sur une collecte nette globale de 48,1 milliards de dirhams, les fonds « Diversifiés » ont réussi à drainer plus de 29 milliards de dirhams, soit près de 61% des fonds collectés. Cette situation s'explique par la volonté des investisseurs de profiter de l'évolution favorable du marché actions en 2021 tout en maintenant une exposition sur les titres de dette moins risqués dans un contexte de taux toujours bas. Les fonds « Actions » bénéficient également de la bonne dynamique du marché boursier en affichant une collecte nette de 3 milliards de dirhams contre 1,6 milliards de dirhams en 2020.

Les produits de taux ont été fortement impactés par cette situation avec des OPCVM « OCT » et « OMLT » dont les collectes nettes sont passées respectivement de 5,8 et 18,2 milliards de dirhams en 2020 à 1,6 et 8,7 milliards de dirhams en 2021. Dans le même sillage des fonds obligataires, la collecte des OPCVM « Monétaires » a connu une baisse d'attractivité avec un volume net qui s'établit à 7,5 milliards de dirhams en 2021 contre 11,4 milliards de dirhams en 2020.

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



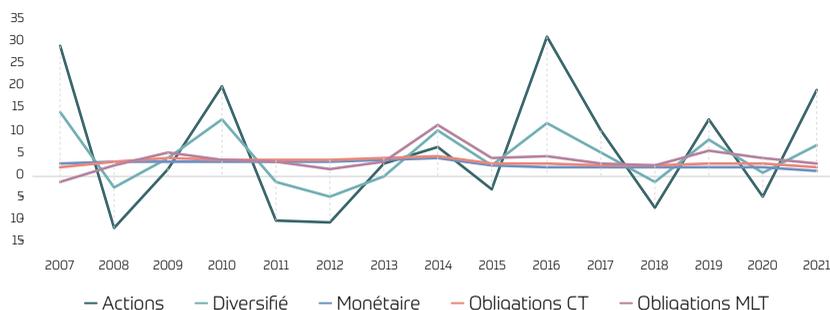
Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

**Des performances positives pour l'ensemble des catégories, avec un net redressement pour les fonds « Actions » et « Diversifiés » et une baisse de performance pour les produits taux.**

L'analyse des indices de performances réalisés par les différentes catégories d'OPCVM en 2021 permet de faire ressortir les éléments suivants :

- Tirés par les bonnes performances du marché boursier, les fonds « Actions » et « Diversifiés » affichent des performances en nette amélioration par rapport à l'année précédente. En effet, la catégorie « Actions » passe d'une contreperformance de - 4,42% en 2020 à une performance positive de 19,46% en 2021. Il en est de même pour les fonds « Diversifiés » qui ont vu leur indice de performance s'améliorer en passant de 1,01% en 2020 à 6,99% en 2021.
- Les performances des produits de taux ont été impactées par la tendance toujours baissière des taux d'intérêts. Ainsi, les rendements des fonds « Monétaires » et « OCT » sont ressortis en baisse par rapport à 2020 en passant respectivement de 2,11% et 2,89% à 1,45% et 1,98%.
- Les fonds « OMLT », plus sensibles aux variations des taux d'intérêts, affichent un recul plus important avec une performance de 3,04% en 2021 contre 4,06% en 2020.

### Evolution des performances par catégorie d'OPCVM



Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC<sup>2</sup>

**Des mouvements de souscription ont fait augmenter la volatilité de l'actif net notamment pour les OPCVM « Diversifiés ». Toutefois, la volatilité globale reste plutôt limitée.**

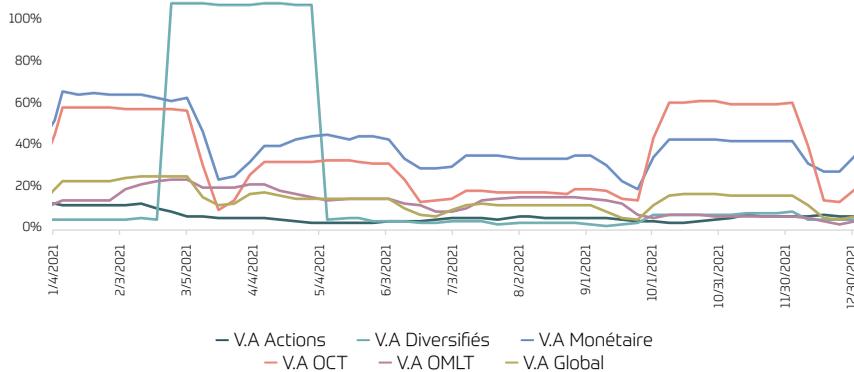
L'analyse de la volatilité à 10 semaines annualisée pour l'année 2021 a permis de relever une tendance globalement baissière avec, néanmoins, une évolution sporadique concernant la catégorie « Diversifiée » au cours du premier trimestre.

En effet, après les deux premiers mois de l'année marqués par un niveau de volatilité stable, une baisse de la volatilité a été observée pour les catégories « OCT » et « Monétaires » qui ont terminé le premier trimestre à des niveaux de volatilité de 14,08% et 25,47% respectivement avant de se redresser au dernier trimestre pour terminer l'année avec des volatilités respectives de 19,34% et 35,90%.

Concernant la catégorie « Diversifiés », l'évolution de son actif net a été la plus volatile en 2021, passant ainsi d'une volatilité de 4,65% en début d'année à un niveau de 108% à la fin du premier trimestre. Situation expliquée par un fort engouement des investisseurs pour cette catégorie. En effet, les encours des OPCVM « Diversifiés » ont enregistré une hausse significative entre le 19 et le 26 février 2021 dans le sillage d'une souscription nette de près de 15 milliards de dirhams.

La volatilité des catégories « OMLT » et « Actions » a suivi une tendance baissière avec des niveaux respectifs de 12,66% et 12,26% en début d'année 2021 avant de terminer l'année à des niveaux de volatilité qui se sont établis respectivement à 3,82% et 6,36%.

**Volatilité annualisée à 10 semaines de l'Actif net des OPCVM en 2021**



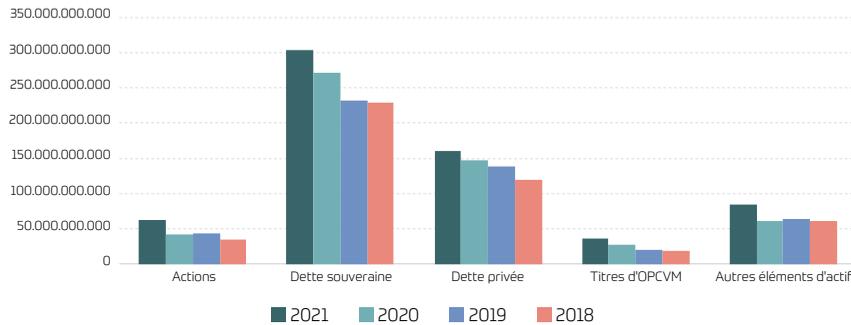
Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

**Hausse du poids des actions conjuguée à une baisse des dettes souveraine et privée dans l'actif global des OPCVM, dans un contexte de reprise économique et de performances positives du marché boursier.**

Les allocations d'actifs dans les portefeuilles des OPCVM ont connu des variations contrastées en 2021 avec une substitution entre les actions et les produits taux dans la mesure où les investisseurs se sont tournés vers les actions qui ont réalisé une meilleure performance tandis que la performance des produits de taux était en baisse. En effet, les obligations émises ou garanties

par l'Etat, ainsi que la dette privée ont vu leur position comme premier choix d'investissement des OPCVM s'atténuer avec des parts qui passent respectivement de 49,33% et 26,75% en 2020 à 46,92% et 24,79% en 2021. Ces reculs surviennent au profit des actions dont la part s'est établie à 9,71% en 2021 contre 7,78% en 2020.

### Répartition de l'actif des OPCVM par catégories de titres (en MAD)



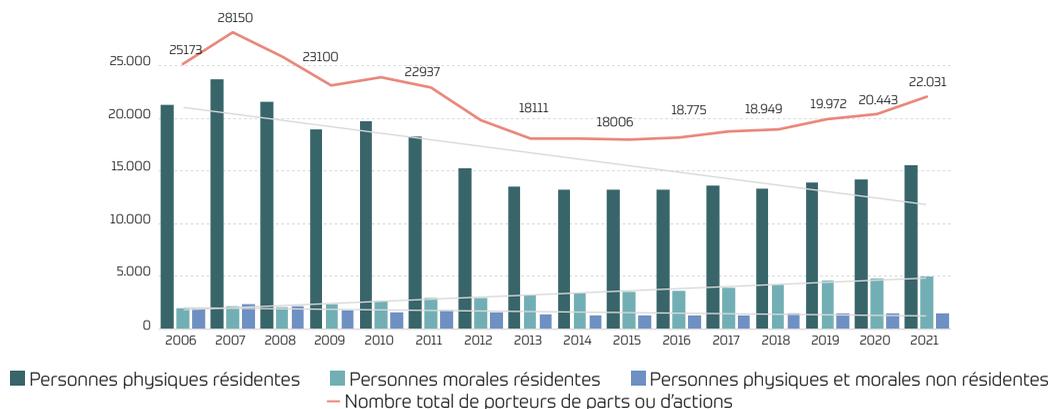
Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

De même, les titres d'OPCVM détenus par les OPCVM enregistrent une légère hausse avec une part ressortie à 5,55% en 2021 contre 5,07% en 2020.

### Accélération de la dynamique haussière du nombre de porteurs de parts d'OPCVM avec une hausse notable du nombre total de souscripteurs en 2021.

Tiré par les performances positives réalisées par les différentes classes d'OPCVM, le nombre des investisseurs en OPCVM, s'est inscrit en hausse de 7,8% en 2021, contre une augmentation de 2,4% en 2020. En effet, le nombre de porteurs de parts d'OPCVM s'est établi à 22.031 en 2021 contre 20.443 en 2020 et 19.972 en 2019. Cette hausse provient essentiellement des augmentations concernant la catégorie des personnes physiques résidentes ainsi que la catégorie des personnes morales résidentes, soit respectivement +9% et +6%. Le nombre de personnes physiques et morales non résidentes a stagné par rapport à l'année précédente.

### Structure des investisseurs en OPCVM



Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

### **Les interconnexions entre les différents acteurs du secteur financier à travers les OPCVM sont de nature à favoriser la contagion des risques, en particulier en cas de crise.**

Les interconnexions entre la gestion d'actifs et le système financier<sup>74</sup> peuvent résulter de la détention, par les fonds, de titres émis par des entreprises financières telles que les banques et les sociétés de financement. Elles peuvent également découler du passif des fonds, dont les parts peuvent être détenues par des entités financières. Ces interconnexions peuvent également résulter de liens plus larges de type relations capitalistiques ou garanties données.

L'analyse conduite en se basant sur les données reçues dans le cadre des reportings réglementaires, fait ressortir que les entreprises financières occupent une place importante dans le secteur de la gestion collective. En effet, l'encours global des avoirs détenus par ces dernières ne cesse d'augmenter passant ainsi de 350 milliards de dirhams en 2019 à 405 milliards de dirhams en 2020, avant de s'établir à plus de 456 milliards de dirhams en 2021, soit près de 76,9% de l'actif net total des OPCVM.

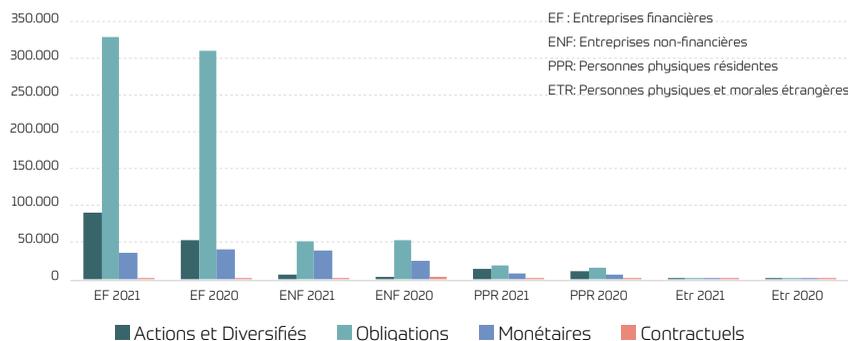
Dans le détail, les compagnies d'assurances et les caisses de retraite restent les principaux investisseurs en OPCVM avec un encours global de 261,5 milliards de dirhams, soit 44,1% de l'actif net global. Cette catégorie d'investisseurs, ayant un horizon d'investissement à long terme, s'oriente plus vers les OPCVM « Obligataires » avec un encours de 176,7 milliards de dirhams, soit 67,6% des montants investis, et plus précisément la catégorie « OMLT » (65,6% des montants investis).

Les banques viennent en deuxième position avec un encours global de 112 milliards de dirhams soit 18,9% de l'actif net global, orienté principalement vers les OPCVM « OMLT » à hauteur de 71,6% de l'encours détenu.

Les entreprises non financières restent également des investisseurs importants avec 16,3% des encours gérés par les OPCVM. Il convient de préciser que les montants investis par cette catégorie se sont inscrits à la hausse en passant de 82,9 milliards de dirhams en 2020 à 96,4 milliards de dirhams en 2021 et s'orientent quasi exclusivement vers les OPCVM « Monétaires » et « Obligataires ». Cette orientation pourrait s'expliquer par la nature même de ces investisseurs, sensibles à l'environnement économique et qui utilisent généralement les OPCVM pour des investissements à court terme à des fins d'optimisation de trésorerie.

<sup>74</sup> Les entreprises financières sont composées de la CDG, des banques, des sociétés de financement, des sociétés d'assurances et de réassurances, des organismes de prévoyances et de retraites et des OPCVM et autres sociétés exerçant des activités financières.

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



Sources : Banques dépositaires d'OPCVM et Calculs AMMC

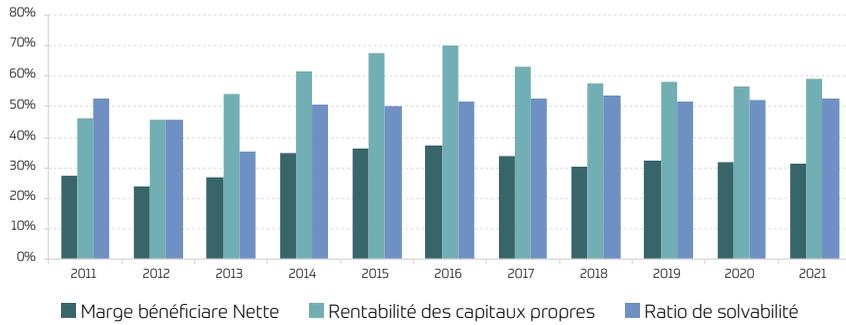
L'analyse détaillée des interconnexions découlant de l'exposition des secteurs des banques et des assurances à celui de la gestion d'actifs met en évidence l'existence des liens importants entre les institutions financières. En effet, ces dernières détiennent 76,9% de l'actif global des OPCVM, lequel est investi à hauteur de 24,8% dans la dette privée. Or, la dette privée est elle-même émise par les institutions financières à hauteur de 61,3%. 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.

### Amélioration en 2021 des indicateurs d'activité et de rentabilité des sociétés de gestion d'OPCVM qui jouissent globalement d'une assise financière solide.

L'activité des sociétés de gestion d'OPCVM affiche globalement des performances positives, dans le sillage de la bonne tenue de l'actif net des OPCVM. En effet, le chiffre d'affaires consolidé des sociétés de gestion au titre de l'année 2021 s'est établi à 1,65 milliard de dirhams contre 1,42 milliard de dirhams un an auparavant, soit une hausse de 15,8%. Ainsi, le résultat net consolidé du secteur s'est établi à 516,2 millions de dirhams contre 449,6 millions de dirhams en 2020, soit une augmentation de 14,8%. La marge bénéficiaire reste stable à 31,33% en 2021 contre 31,59% en 2020, alors que le Return On Equity (ROE) s'est établi en hausse à 59,01% en 2021 contre 56,81% en 2020. Sur le plan individuel, il convient de préciser que deux sociétés de gestion affichent un résultat d'exploitation ainsi qu'un résultat net négatifs.

Au niveau de la structure bilancielle, le secteur jouit toujours d'une bonne assise financière, avec un ratio « Fonds propres/Total bilan » qui ressort à 52,73% en 2021 contre 51,99 % en 2020.

### Indicateurs financiers des sociétés de gestion



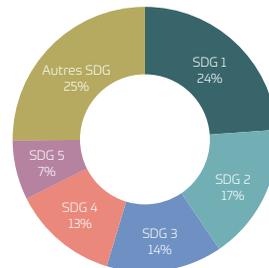
Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

**Le secteur de la gestion d'OPCVM demeure certes concentré, toutefois cette concentration reste principalement entre les mains des filiales des institutions financières à hauteur de 82,7% de l'actif net sous gestion.**

La concentration de la gestion des OPCVM reste 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. Cependant, il convient de relever que 82,7% de l'actif net global est géré par des sociétés de gestion filiales d'institutions financières qui jouissent d'une bonne solidité financière et disposent de moyens organisationnels importants.

Catégorie de SDG	Nombre	Actif net au 31/12/2021	Part
SDG filiales de banques	7	388 061 368 121,66	65,5%
SDG filiale de la CDG	1	76 742 376 050,43	12,9%
SDG filiale de compagnie d'assurances	1	25 685 917 201,32	4,3%
SDG indépendantes	10	102 417 857 567,48	17,3%
<b>Total</b>	<b>19</b>	<b>592 907 518 940,89</b>	<b>100,0%</b>

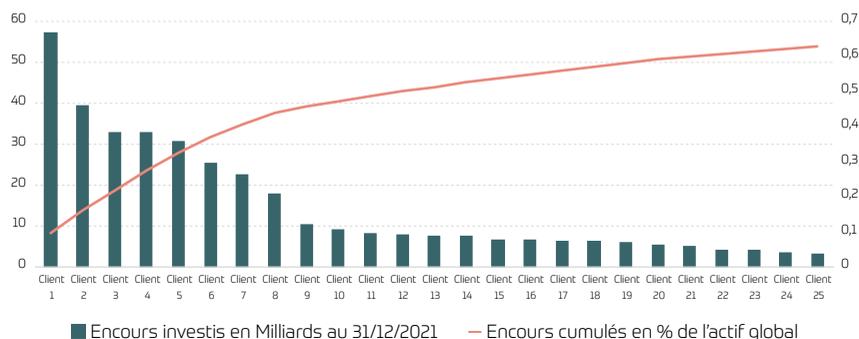
### Parts de marché des principales SDG Au 31 décembre 2021



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

Un niveau de concentration élevée est à relever au niveau du passif des OPCVM dans la mesure où les douze premiers porteurs de parts détiennent la moitié de l'actif sous gestion. Cette situation peut mettre les gestionnaires en difficulté en cas de demandes de rachats importantes émanant desdits porteurs de part, en particulier en cas de crise financière, car la liquidité de certaines catégories d'actifs reste très limitée, en particulier celle des titres de dette privée. Les liquidités du marché secondaire des BDT et du marché boursier demeurent par ailleurs insuffisantes.

### Encours par principaux porteurs de parts au 31 décembre 2021



#### Encadré n°13 : Encadrement des risques auxquels sont soumis les OPCVM

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

##### Règles de division des risques

- Un OPCVM ne peut employer plus de dix pour cent (10%) de ses actifs en valeurs mobilières d'un même émetteur, ou 15% pour les titres de capital cotés dont la pondération dans l'indice boursier de référence, dépasse dix pour cent (10%), ou 20% pour les titres de capital cotés dont la pondération dans l'indice boursier de référence, dépasse quinze pour cent (15%).
- La valeur totale des titres qu'un OPCVM peut détenir auprès des émetteurs dans chacun desquels il investit plus de dix pour cent (10%) de ses actifs ne peut dépasser, en aucun cas, quarante-cinq pour cent (45%) de ses actifs.
- Un OPCVM ne peut employer en :
  - titres de créances négociables émis par des personnes morales dont les titres ne sont pas inscrits à la cote de la Bourse des valeurs ;
  - parts d'organismes de placement collectif en capital (OPCC) ;
  - ou parts de Fonds de placements collectifs en titrisation (FPCT).

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

##### Règle relative à l'emprise :

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

### Règles relatives aux opérations de pension

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

### Règles relatives aux opérations de prêts de titres

- Un OPCVM peut effectuer des opérations de prêt de titres dans une limite qui peut être portée à 100% de ses actifs, à condition de constituer des garanties.
- Les titres reçus en guise de garantie par un OPCVM :
  - Ne doivent pas être émis/garantis par l'emprunteur ou par une entité appartenant au même groupe que l'emprunteur ;
  - Doivent appartenir à l'une des classes d'actifs que l'OPCVM est autorisé à détenir selon sa catégorie et sa stratégie d'investissement ;
  - Doivent avoir une valeur de marché au moins égale à la valeur de marché des titres prêtés pendant toute la durée de prêt.

### Règles relatives à l'endettement

- Un OPCVM peut effectuer des opérations d'emprunt d'espèces et de titres dans une limite ne dépassant pas 10 % des actifs de l'OPCVM
- Lorsqu'un OPCVM effectue :
  - Des opérations de pension en tant que cédant ;
  - Des opérations de prêt de titres en tant qu'emprunteur,

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

### Règles relatives au placement à l'étranger

- Les OPCVM collectant des souscriptions en dirhams peuvent effectuer des opérations de placements en devises à l'étranger dans la limite de 10% de la valeur de leur actif net constitué des valeurs libellées en dirhams.
- Toutes les règles prudentielles auxquelles sont soumis les OPCVM marocains restent applicables à l'investissement à l'étranger.

## Règles relatives à la valorisation

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

## Le marché de la titrisation reprend sa dynamique haussière après un recul des émissions en 2020

L'évolution du secteur de la titrisation en 2021 s'inscrit dans un contexte de reprise économique avec une augmentation importante du volume des émissions des fonds communs de placement en titrisation (FPCT) sur le marché marocain. Elles se sont établies à 3,5 milliards de dirhams en 2021 contre seulement 888 millions de dirhams en 2020, 3,36 milliards de dirhams en 2019 et 4,34 milliards de dirhams en 2018. Sept fonds ont été autorisés en 2021 contre deux en 2020.

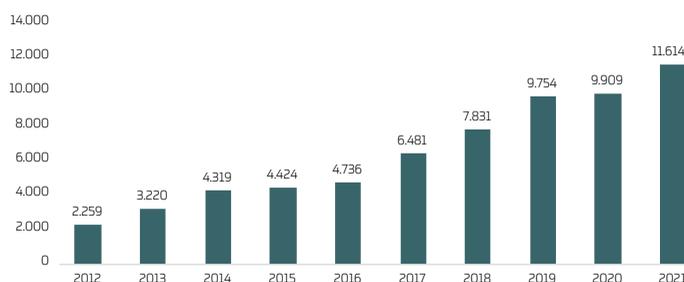
### Liste des autorisations de FPCT en 2021

FPCT	Objet de l'opération de titrisation	SDG
FT Damane Tamayouz - Compartiment I	Garantie des risques de financement	MAGHREB TITRISATION
FT MIFTAH- Compartiment MIFTAH Fonctionnaires III	Titrisation de créances hypothécaires	ATTIJARI TITRISATION
SALAF INVEST FT Compartiment «INVEST AL MOUADDAF II»	Titrisation de créances résultant de contrats de crédits à la consommation	ATTIJARI TITRISATION
FT HYPOTHECA	Titrisation de créances hypothécaires	BMCE CAPITAL TITRISATION
FT NOVUS II	Titrisation de créances commerciales	MAGHREB TITRISATION
FT SOFAC AUTO LEASE	Titrisation de créances issues de contrats LOA	SOFAC STRUCTURED FINANCE
FT RELEVIVUM COMPARTIMENT I	Titrisation de créances libellées en devises	MAGHREB TITRISATION

Source : AMMC

A fin 2021, le total actif (encours global) des FPCT s'est établi à 11,61 milliards de dirhams contre 9,91 milliards de dirhams en 2020 et 9,75 milliards de dirhams en 2019.

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

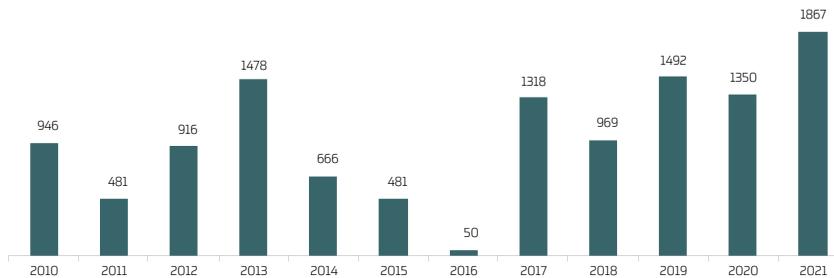


Source : Sociétés de gestion

## Augmentation du volume des levées de fonds et d'investissement de l'activité de capital investissement.

Le marché marocain du capital investissement (private equity), demeure sur une bonne dynamique haussière au regard des montants levés ainsi que des investissements réalisés.

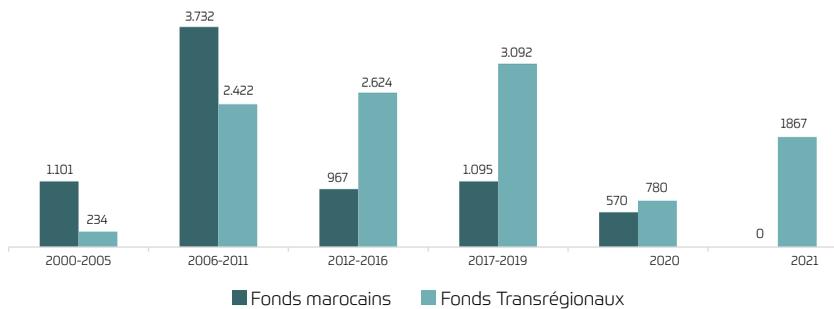
### Evolution des montants levés (en millions de dirhams)



Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

En effet, les montants levés par les investisseurs en capital sont ressortis en hausse comparé aux douze dernières années avec 1,9 milliard de dirhams en 2021 contre 1,4 milliard de dirhams en 2020 soit une hausse de 38%. Les levées de capitaux en 2021 ont été réalisées intégralement par quatre fonds transrégionaux. Il convient de préciser que ce type de fonds s'accapare 80 % des levées pour le Maroc depuis 2012.

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



Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

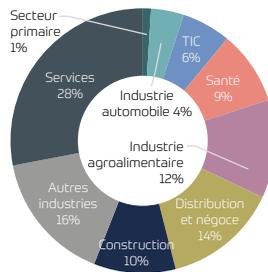
Le cumul des montants levés à fin 2021 s'élève à 23,6 milliards de dirhams pour le capital investissement et les fonds d'infrastructures.

L'année 2021 a enregistré deux nouveaux fonds ayant opté pour la forme d'OPCC<sup>75</sup> pour atteindre un nombre total de huit fonds à fin 2021. Dans ce sillage, l'actif net total des OPCC s'est inscrit en hausse de 33%, passant de 1,05 milliard de dirhams en 2020 à 1,4 milliard de dirhams à fin 2021. 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.

<sup>75</sup> Organisme de placement commun en capital.

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 2021 a été marquée par une orientation des investissements vers le secteur industriel avec 32% des montants investis. Le secteur des services vient en deuxième position avec 28% des entreprises investies. Le secteur des technologies et le secteur primaire restent faiblement investis avec des parts respectives de 6% et 1%.

### Secteur d'activité des entreprises investies

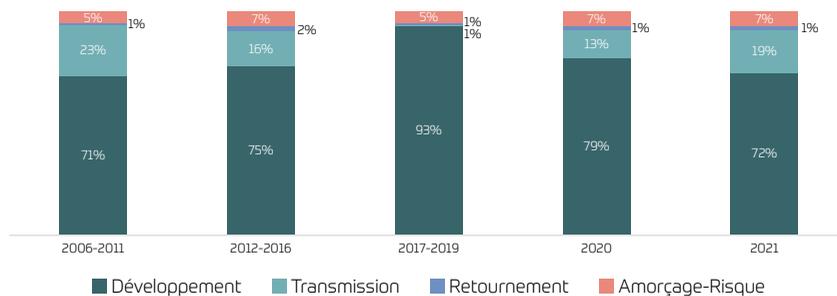


Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

En termes de stade de développement des entreprises cibles, les investisseurs en capital restent prudents. Ainsi, ils ont opté majoritairement pour le capital développement, en prenant des participations en fonds propres ou quasi-fonds propres destinées à financer le développement ou le rachat de positions d'actionnaires dans des entreprises bien établies dans leurs marchés, profitables et présentant des perspectives de croissance importantes. Notons en outre, que la part de marché du capital développement a légèrement baissé, passant de 79% en 2020 à 72% en 2021. Cette baisse de la part des investissements en capital développement s'est faite au profit du capital transmission, dont la part passe de 13% en 2020 à 19% en 2021.

Par ailleurs, il convient de préciser que 7% des montants investis en 2021 ont été réalisés en phase de démarrage (capital amorçage-risque) et, plus particulièrement, dans le secteur des nouvelles technologies (Start-ups).

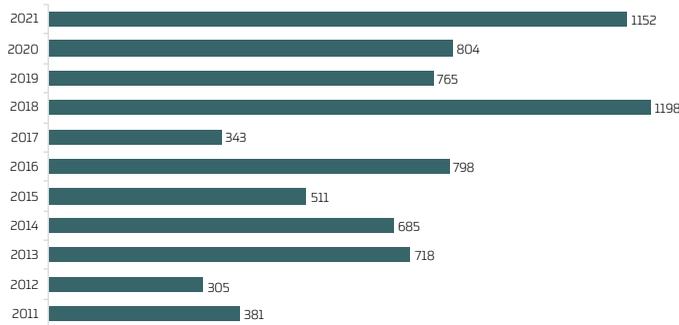
### Stade de développement des entreprises investies



Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

Suivant la même tendance des levées de fonds, les montants investis en 2021, se sont inscrits en nette hausse par rapport à l'année précédente. Ainsi, ils passent de 804 millions de dirhams en 2020 à 1,15 milliard de dirhams en 2021, soit une augmentation de 43%.

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



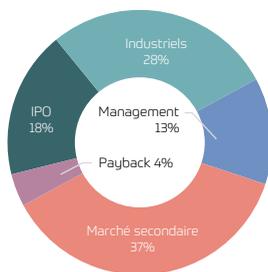
Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

Côté désinvestissements, quatre actes de désinvestissements ont été enregistrés en 2021, pour un montant global de 882 millions de dirhams, contre 220 millions de dirhams en 2019. Les principales sorties ont été réalisées auprès du marché secondaire du capital investissement ainsi que des industriels avec des parts respectives de 37% et 28%.

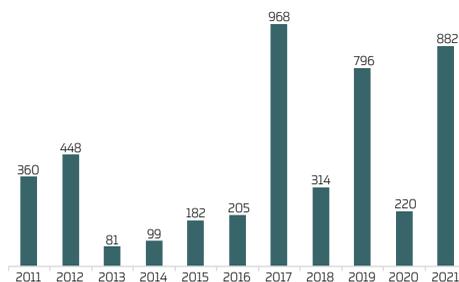
Les sorties sur le marché secondaire ne se font pas seulement auprès des fonds marocains mais aussi des fonds étrangers qui affichent un intérêt croissant pour l'investissement dans ce marché au Maroc.

A fin 2021, les fonds ont investi un cumul de 10,5 milliards de dirhams dont 1,4 milliard de dirhams de réinvestissements et ont réalisé 130 actes de désinvestissements pour un montant global de 5,9 milliards de dirhams, soit un encours de 5,4 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)

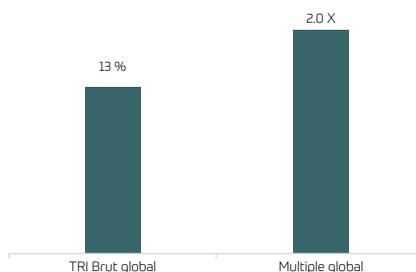


Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

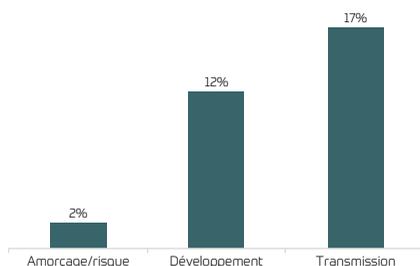
Sur le plan de la rentabilité, le secteur du capital investissement affiche à fin 2021 un TRI brut moyen de 13% ainsi qu'un multiple global de 2 fois, pour une durée moyenne d'investissement de 6,1 années. Par stade, le TRI brut et le multiple s'établissent respectivement à 17% et 1,8 fois dans la transmission, 12% et 2,3 fois dans le développement et 2% et 1,2 fois dans l'amorçage/risque.

### TRI Brut et Multiple Global

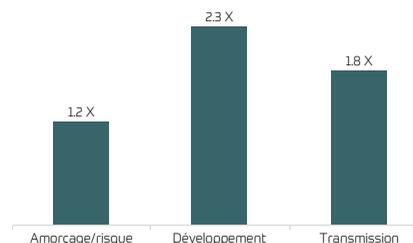
Période 2000-2021



### TRI par stade de développement



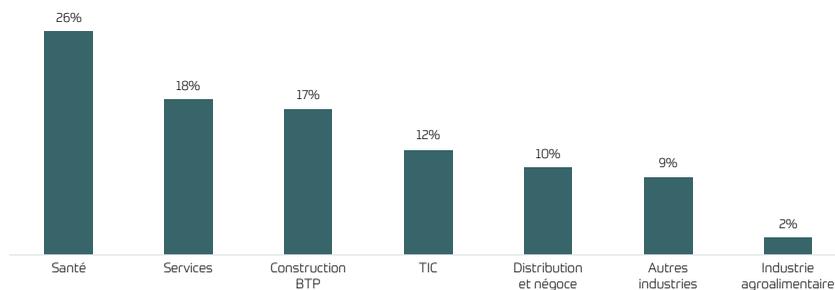
### Multiple par stade de développement



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



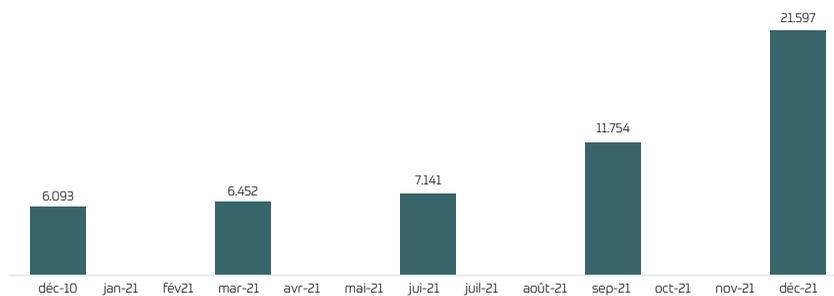
## L'activité des OPCI est en pleine expansion

L'écosystème des Organismes de Placement Collectif Immobilier (OPCI) a connu un bon dynamisme en 2021. En effet, l'année écoulée a enregistré la création de 14 OPCI atteignant ainsi un nombre de 21 fonds en activité et un actif net de près de 22 milliards de dirhams contre 6 milliards de dirhams à fin 2020, soit une hausse de 254%.

Sur ces 21 OPCI, 14 sont des Sociétés de Placement Immobilier à règles de fonctionnement allégées (SPI-RFA) réservées aux investisseurs qualifiés. Ces 14 SPI-RFA gèrent un encours de 19,2 milliards de dirhams en 2021, soit 88,9% 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



## D. Marché des prêts de titres

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

L'activité de prêt de titres est régie par la loi n°45-12, 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.

Un titre prêté ne peut faire l'objet d'un nouveau prêt par l'emprunteur que lorsque ledit titre est inscrit au compte de ce dernier.

Les opérations de prêt de titres font l'objet d'une convention cadre établie par écrit entre les parties, et qui doit être conforme à l'un des modèles-type de conventions approuvées par l'administration sur proposition de l'AMMC, ou des modèles-type de conventions internationales reconnues équivalentes par l'AMMC.

### Qui peut emprunter ?

- Les personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés, et ayant fait certifier les états de synthèse du dernier exercice précédant l'opération de prêt ;
- Les organismes de placement collectif régis par les textes législatifs en vigueur ;
- Les personnes physiques disposant d'un portefeuille de titres et ayant des connaissances en matière d'opérations de prêt de titres.
- Les personnes ou organismes précités, soumis à une législation étrangère reconnue équivalente par l'AMMC.

### Quels sont les titres prêtables ?

- Les titres de capital représentés par les actions ;
- Les titres de créances négociables à l'exclusion des effets de commerce et des bons de caisse ;
- Les parts ou actions d'OPCVM ;
- Les titres émis par les FPCT, y compris les certificats de sukuk ;
- Les parts et actions des OPCR ;
- Les instruments financiers étrangers reconnus équivalents par l'AMMC, régis par une législation étrangère ;
- Les valeurs émises par le Trésor.

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

Les opérations de prêt de titres ne peuvent être effectuées que par l'intermédiation d'une personne morale ayant la qualité d'un intermédiaire financier habilité (banque ou tout autre organisme habilité à cet effet par l'administration), après avis du Dépositaire central, ou d'un gestionnaire d'une plateforme multilatérale de prêt de titres agréée par l'AMMC. Ladite plateforme permet la rencontre d'un ou plusieurs prêteurs/emprunteurs pour conclure des contrats de prêt de titres. Les intermédiaires doivent, entre autres, s'assurer de la régularité et de la conformité des opérations de prêt de titres, effectuées par leur intermédiaire, aux dispositions de la loi relative au prêt de titres ainsi qu'à celles de la convention cadre.

### Quelles sont les exigences de garantie ?

- Toute opération de prêt de titres doit être garantie.
- Ne sont pas soumises à l'obligation de constitution de garantie les opérations effectuées :
  - 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).

### Quelles sont les exigences de garantie ?

- Toute opération de prêt de titres doit être garantie.
- Ne sont pas soumises à l'obligation de constitution de garantie les opérations effectuées :
  - 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).

### Quelles sont les règles prudentielles applicables ?

#### 1. Les OPCVM

- Un OPCVM peut effectuer des opérations d'emprunt d'espèces et de titres dans une limite ne dépassant pas 10 % des actifs de l'OPCVM.
- Un OPCVM peut effectuer des opérations de prêt de titres dans une limite qui peut être portée à 100% de ses actifs, à condition de constituer des garanties.
- Les titres reçus en guise de garantie par un OPCVM :
  - Ne doivent pas être émis/garantis par l'emprunteur ou par une entité appartenant au même groupe que l'emprunteur ;
  - Doivent appartenir à l'une des classes d'actifs que l'OPCVM est autorisé à détenir selon sa catégorie et sa stratégie d'investissement ;
  - Doivent avoir une valeur de marché au moins égale à la valeur de marché des titres prêtés pendant toute la durée de prêt.

#### 2. Les sociétés de bourse

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

## Quels sont les risques ?

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

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

## Baisse continue du volume des opérations de prêt de titres...

L'activité de prêt de titres connaît une tendance baissière depuis 2018. En effet, l'année 2021 enregistre un volume d'opérations qui s'est établi à 185 milliards de dirhams contre 255 milliards de dirhams en 2020 et 307 milliards de dirhams en 2019, soit des baisses respectives de 27% et 40%.

L'encours à la fin de l'année 2021 a atteint 21 milliards de dirhams contre 24 milliards de dirhams une année auparavant. La valeur de l'encours a baissé de 12,7% à fin décembre 2021 en glissement annuel, après une légère hausse au premier trimestre où l'encours avait atteint 26 milliards de dirhams, enregistrée à fin février et fin mars 2021.

Evolution du volume des opérations de prêt  
(en milliards de dirhams)



Evolution de l'encours de prêt de titres  
(en milliards de dirhams)

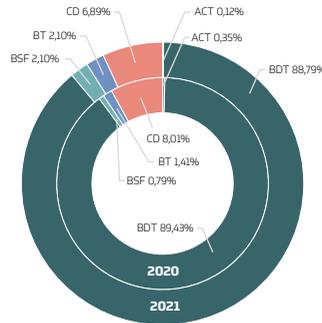


Sources : Banques et Calculs AMMC

### ...qui restent dominées par les BDT...

Les opérations de prêt de titres restent dominées par les Bons du Trésor qui représentent près de 88,79% des titres prêtés en 2021 contre 89,43% en 2020 et ce, en raison notamment de l'utilisation importante des BDT empruntés par les banques comme garantie des refinancements auprès de la Banque Centrale. Concernant les titres de dette privée ayant fait l'objet de prêt, leur part a enregistré 11,09% en 2021 contre 10,21% en 2020. Nous constatons, par ailleurs, que la baisse du volume de prêt de titres a été plus prononcée pour les certificats de dépôt dont la part est passée de 8,01% en 2020 à 6,89% en 2021. Les billets de trésorerie et les bons des sociétés de financement affichent une part identique de 2,1% du volume total. Quant aux actions, leur part a atteint 0,12% en 2021 contre 0,35% en 2020. S'agissant des obligations privées, elles n'ont pas fait l'objet d'opérations de prêt de titres depuis 2019.

#### Ventilation des opérations de prêt par catégorie de titres en 2020 et en 2021



Sources : Banques et Calculs AMMC

### ...avec une baisse de la durée moyenne des prêts sauf pour les actions.

La durée moyenne des prêts de titres a diminué pour la majorité des catégories de titres, et varie entre 2 et 7 semaines en fonction du type d'instrument financier. En effet, la plus forte baisse concerne la durée moyenne des prêts des Certificats de dépôts qui a atteint 2 semaines en 2021 contre 4 semaines en 2020. A l'inverse, la durée moyenne des prêts des actions a augmenté en passant de 5 semaines en 2020 à 7 semaines en 2021.

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



Sources : Banques et Calculs AMMC

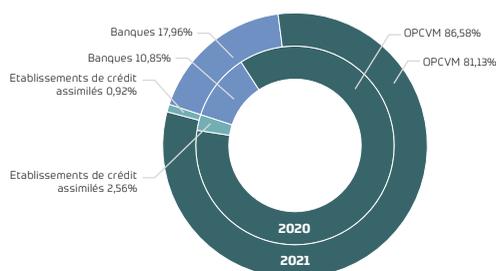
## Les OPCVM et les banques demeurent les principaux intervenants sur le marché, avec une hausse de la part des sociétés non financières parmi les emprunteurs...

Les prêteurs restent dominés par les OPCVM en dépit de la baisse de leur part de marché qui passe de 86,58% en 2020 à 81,13% en 2021. Ils sont suivis par les Banques qui enregistrent une hausse significative en passant d'une part de 10,85% en 2020 à 17,96% en 2021.

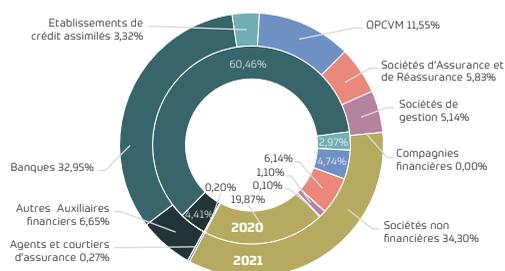
Côté emprunteurs, les Sociétés Non Financières occupent la première position en 2021 et représentent 34,3% du volume des emprunts, en hausse significative par rapport à 2020 où leur part avait enregistré 19,87%. En effet, les Sociétés Non Financières (sociétés de gestion privée et sociétés immobilières) sont devenues actives sur le marché de prêt de titres en tant qu'emprunteurs à partir du mois d'août 2019. En deuxième position figurent les banques en dépit de la baisse de leur part à 32,95% en 2021 contre 60,46% en 2020. Les sociétés d'assurance et de réassurance ont également affiché une légère baisse de leur part à 5,83% en 2021 contre 6,14% en 2020. Par ailleurs, les OPCVM ont augmenté leurs emprunts avec une part de 11,55% en 2021 contre 4,74% en 2020, et les autres catégories d'emprunteurs ont également affiché une hausse de leurs parts, à savoir :

- Les « autres auxiliaires financiers » qui passent de 4,41% en 2020 à 6,65% en 2021.
- Les sociétés de gestion qui passent de 1,10% en 2020 à 5,14% en 2021 ;
- Les organismes assimilés qui passent de 2,97% en 2020 à 3,32% en 2021

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



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



Sources : Banques et Calculs AMMC

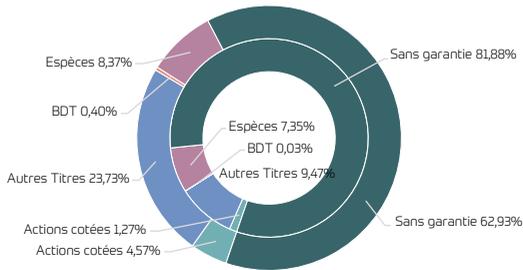
## ...avec une baisse des prêts sans collatéral impliquant les OPCVM comme prêteurs.

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<sup>76</sup>. En effet, pendant l'année 2021, la part des prêts de titres conclus sans collatéral a baissé à 62,9% contre 81,9% un an auparavant. A noter par ailleurs, une augmentation des opérations garanties par « Autres titres »<sup>77</sup> dont la part a atteint 23,7% en 2021 contre 9,47% un an auparavant.

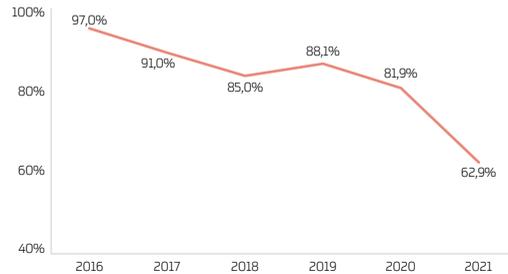
<sup>76</sup> Sauf pour les opérations intra-groupes ou réalisées par les apporteurs de liquidités et teneurs de marché. Cette exception n'est pas appliquée aux OPCVM dont toutes les opérations de prêts de titres doivent être garanties.

<sup>77</sup> Titres de dette privée

### Ventilation des volumes par type de garantie en 2020 et en 2021



### Evolution de la part du volume de prêt conclu sans collatéral



Sources : Banques et Calculs AMMC

## E. Investisseurs

### Très légère hausse du nombre d'investisseurs personnes physiques résidentes.

L'évolution du nombre des comptes titres connaît une légère reprise en 2021 et ce, après la baisse enregistrée en 2020, en passant de 146 111 à 148 079 à fin décembre 2021, soit une augmentation de 1,35%.

La hausse concerne principalement la catégorie des personnes physiques résidentes, qui est passée de 122 200 comptes titres à fin 2020 à 126 127 à fin 2021, soit une progression de 3,21%.

S'agissant de la catégorie des personnes physiques non résidentes, elle a sensiblement diminué en passant de 11 820 à fin 2020 à 10 195 à fin 2021, soit une baisse de 13,75%.

Concernant la catégorie des personnes morales résidentes, le nombre de comptes titres passe de 11 569 en fin 2020 à 11 236 en fin 2021. Quant aux personnes morales non résidentes, le nombre de comptes titres est resté quasi-stable à 521 en fin 2021 contre 522 en fin 2020.

### Évolution des comptes titres par catégories d'investisseurs



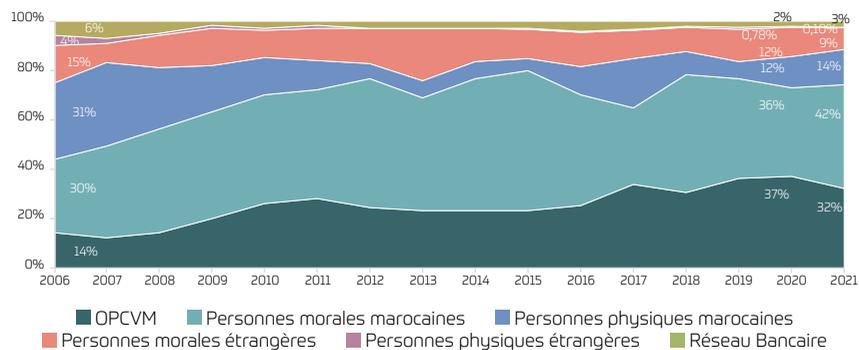
Source : Banques et calculs AMMC

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

En 2021, les OPCVM et les personnes morales résidentes restent les principaux animateurs du marché boursier, avec une part cumulée de 74%, quasiment au même niveau qu'en 2020 où la part avait atteint 73%. Dans le détail, le poids en termes de volume de transactions des personnes morales résidentes a augmenté en passant de 36% en 2020 à 42% en 2021, tandis que celui des OPCVM a baissé à 32% en 2021 contre 37% un an auparavant.

Les personnes physiques résidentes ont été plus actives sur le marché boursier dans la mesure où leur part représente 14% du volume en 2021 contre 12% en 2020. Quant aux clients des réseaux bancaires, leur part reste limitée à hauteur de 3% en 2021 contre 2% en 2020. Les parts des personnes morales étrangères et des personnes physiques étrangères ont légèrement baissé respectivement de 12% et 0,78% en 2020 à 9% et 0,1% en 2021.

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



Source : Sociétés de Bourse et Calculs AMMC

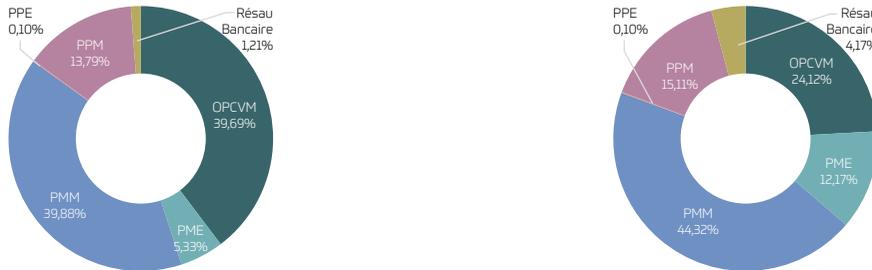
## Positionnement des OPCVM à l'achat à la fin de l'année 2021 et désengagement continu des autres catégories d'investisseurs.

Sur l'année 2021, les OPCVM ont cumulé sur le marché boursier une position nette acheteuse de 6,34 milliards de dirhams et ce, après une position nette acheteuse de 1,07 milliard de dirhams en 2020. Cette position a été maintenue tout au long de l'année, en passant d'une position nette acheteuse de 685 millions de dirhams à la fin du premier trimestre à une position nette acheteuse de 3,66 milliards de dirhams à la fin du troisième trimestre.

Les personnes physiques marocaines sont passées d'une position nette acheteuse de 102 millions de dirhams à la fin du premier trimestre à une position nette vendeuse de 246 millions de dirhams à la fin du troisième trimestre avant de finir l'année avec une position nette vendeuse de 540 millions de dirhams.

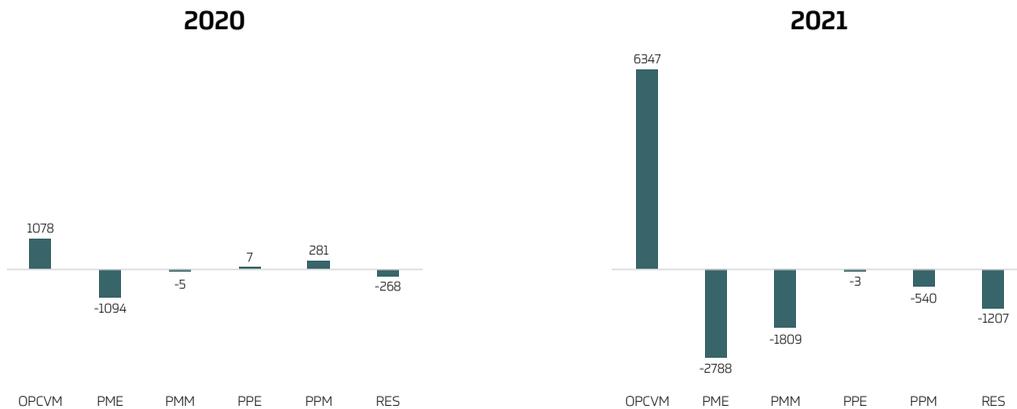
Pour leur part, les personnes physiques étrangères sont passées d'une position neutre à la fin du premier trimestre à une position nette acheteuse d'un million de dirhams à la fin du troisième trimestre avant de finir l'année avec une position nette vendeuse de 3 millions de dirhams.

**Répartition des achats par profil d'investisseurs en 2021**      **Répartition des ventes par profil d'investisseurs en 2021**



Source : Sociétés de Bourse et Calculs AMMC

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



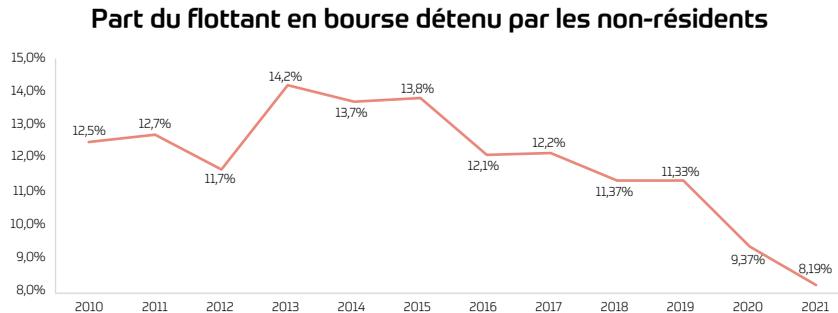
Source : Sociétés de Bourse et Calculs AMMC

Par ailleurs, les personnes morales étrangères ont continué à se désengager en 2021, avec une position vendeuse nette de 2,78 milliards de dirhams et ce, après avoir enregistré une position nette vendeuse de 1,09 milliard de dirhams en 2020. Une tendance similaire a été relevée au niveau des personnes morales marocaines qui ont enregistré à fin 2021 une position globalement vendeuse de 1,8 milliard de dirhams contre une position nette vendeuse de 5 millions de dirhams en 2020.

S'agissant de la clientèle du réseau bancaire, elle a continué également à se désengager du marché boursier avec des positions nettes vendeuses en 2020 et 2021 respectivement de 268 millions de dirhams et 1,2 milliard de dirhams.

## Baisse continue de la part du flottant en bourse détenu par les non-résidents.

L'analyse de la détention du flottant en Bourse fait ressortir en 2021 un maintien de la tendance baissière de la part des investisseurs étrangers qui avait débuté depuis l'année 2014. Ladite part est passée de 14,2% en fin 2013 à 9,37% en fin 2020 et à 8,19% en 2021. Cette évolution pourrait s'expliquer par le climat d'incertitude lié au contexte de crise sanitaire qui perdure encore.



Source : Banques, sociétés de Bourse et calculs AMMC

## IV.2. Infrastructures de marché

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

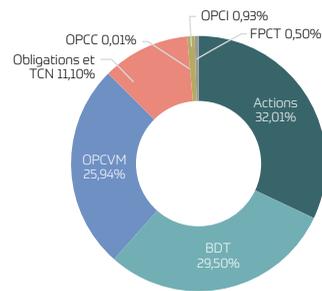
#### La tendance haussière du volume des avoirs conservés s'est accélérée en 2021.

La valeur des avoirs conservés par Maroclear s'est inscrite en hausse de 12,32% à fin 2021 pour atteindre 2 191,80 milliards de dirhams et ce, après une augmentation de 3,71% en 2020. Cette hausse s'explique essentiellement par l'augmentation de l'actif net des OPCVM de 92 milliards de dirhams, suivie des hausses touchant la capitalisation boursière ainsi que l'encours des BDT pour respectivement 78 et 46 milliards de dirhams. L'actif net des OPCI et l'encours de la dette privée ont également eu un impact positif dans cette évolution avec +15 et +8 milliards de dirhams respectivement.

Evolution du volume des avoirs conservés



Répartition du volume des avoirs conservés par catégorie de titres

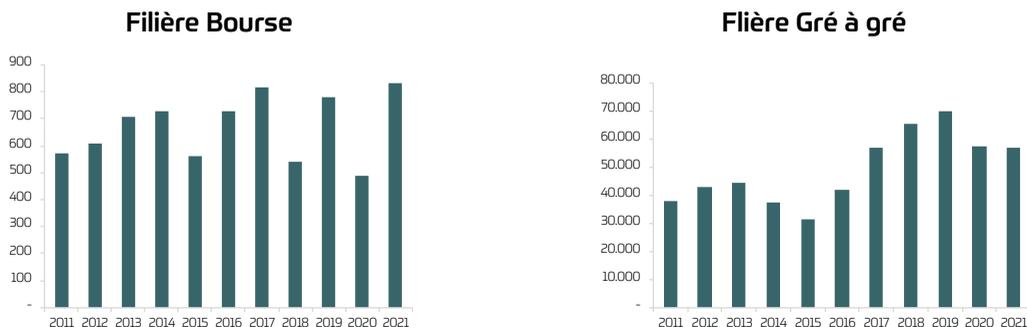


Sources : Maroclear

#### Quasi-stagnation des flux dénoués dans l'ensemble, avec des variations contrastées selon les filières

L'activité de dénouement des opérations par le système de règlement-livraison de Maroclear a stagné dans son ensemble, avec une moyenne quotidienne des flux dénoués de 57,9 milliards de dirhams en 2021. En revanche, il convient de préciser que dans le détail, la filière Bourse affiche une hausse de 71% des flux dénoués alors qu'en même temps la filière de gré à gré qui représente 99% des flux affiche une légère baisse de -0,60%.

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

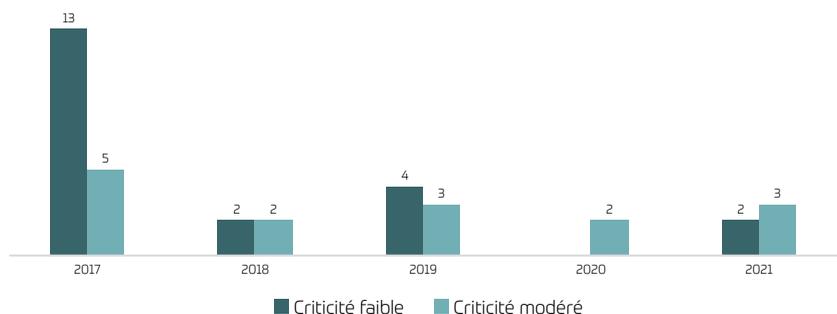


Source : Maroclear

**Le nombre d'incidents déclarés par le Dépositaire central reste très faible, en dépit d'une hausse en 2021.**

Le nombre total des incidents enregistrés en 2021 s'est établi à 5 incidents contre seulement 2 incidents en 2020. Le degré de criticité reste maîtrisé avec 3 incidents modérés et 2 incidents faibles.

### Evolution des Incidents



### Ventilation des incidents par processus

Criticité	Nature de l'incident	2017	2018	2019	2020	2021
Faible	Gestion des opérations	10	1	2	-	-
	Plateforme de dénouement	3	-	2	-	-
	Télécom	-	1	-	-	-
	Ligne	-	-	-	-	1
	Autres	-	-	-	-	1
Modérée	Gestion des opérations	4	1	1	-	-
	Plateforme de dénouement	1	1	2	-	-
	Systèmes	-	-	-	2	-
	Statistiques	-	-	-	-	1
	Calculs	-	-	-	-	1
	Transmission de fichiers	-	-	-	-	1

Source : Maroclear

Dans le cadre de son dispositif de gestion des risques, Maroclear a réalisé plusieurs actions en 2021, notamment :

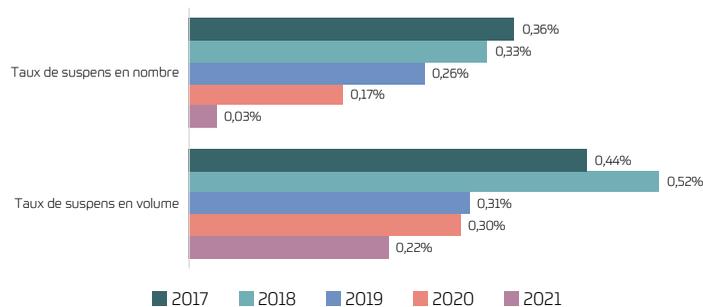
- L'audit de certification du Système de Management de Continuité d'Activité conformément à la norme ISO 22301 et qui a été couronné par l'obtention de la certification ISO 22301 version 2012 ;
- L'audit de certification du Système de Management de la Qualité conformément à la norme ISO 9001 et qui a permis également l'obtention de la certification ISO 9001 version 2015 ;
- Le déroulement du deuxième audit de surveillance du Système de Management de la Sécurité de l'Information conformément à la norme ISO 27001, ayant abouti à la reconduction de la certification ISO 27001 version 2013.

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

### Des taux de suspens des transactions boursières en constante baisse

Les statistiques relatives aux suspens des transactions boursières montrent que le risque de contrepartie de l'activité boursière reste toujours à un niveau très faible. En effet, le taux de suspens en termes de nombre d'opérations s'est établi en net recul passant de 0,17% en 2020 à 0,03% en 2021. En termes de volume, le taux de suspens a suivi la même tendance baissière pour s'établir à 0,22% en 2021 contre 0,30% en 2020.

**Taux de suspens des transactions boursières**



### Légère hausse du nombre total d'incidents relevés au niveau de la Bourse de Casablanca, mais avec une gravité qui reste maîtrisée.

L'année 2021 a enregistré la survenance de 7 incidents opérationnels des plateformes techniques de la Bourse des valeurs contre 6 incidents en 2020. En revanche, l'impact de ces incidents sur le bon fonctionnement du marché varie entre une criticité faible et modérée.

### Evolution des incidents



### Ventilation des incidents par processus

Criticité	Nature de l'incident	2017	2018	2019	2020	2021
Faible	Plateforme de cotation	2	-	-	-	1
	Statistiques et indices	-	1	-	1	2
	Télécom	-	-	-	1	-
	Système de compensation	-	-	-	1	-
	Equipements électriques	-	-	-	-	1
	Autres	-	-	-	-	2
Modérée	Plateforme de cotation	4	1	1	1	-
	Système	1	1	-	-	-
	Télécom	3	1	1	2	-
	Système de compensation	-	-	-	-	1

Source : Bourse de Casablanca

## C. Travaux d'opérationnalisation de la CCP

Dans la poursuite des travaux liés à l'opérationnalisation de la Chambre de Compensation-Contrepartie-Centrale (CCP), l'Instance de Coordination du Marché à Terme (ICMAT) instituée par la loi n°42-12 relative au marché à terme d'instruments financiers, dont les membres sont constitués de représentants de Bank Al-Maghrib et de l'AMMC, a continué les travaux relatifs au règlement intérieur de l'instance et au protocole d'accord régissant les deux autorités, et a démarré les discussions autour des règlements généraux de la CCP et de la société gestionnaire du marché à terme avec les différentes parties prenantes.

En parallèle, le groupe de travail constitué par ladite instance a entamé les travaux liés au projet d'amendement du texte de loi 42-12 relatif au marché à terme d'instruments financiers en vue de refléter les évolutions et meilleures pratiques liés à ce marché.

Par ailleurs, suite à la première mission technique de la Banque Mondiale en 2020 sur le cadre de gestion des risques de la CCP, Bank Al-Maghrib a bénéficié d'une deuxième assistance portant sur le redressement et la résolution des CCP afin d'aboutir à un régime adapté au contexte marocain. La présentation du livrable de la mission a été faite en présence des parties prenantes, à savoir le ministère chargé des Finances, l'AMMC et la Bourse de Casablanca.

## D. Stress test du SRBM

Dans le cadre des missions d'évaluation de leur conformité aux Principes pour les Infrastructures de Marchés Financiers (IMFs) du CPMI/IOSCO<sup>78</sup>, Bank Al-Maghrib a recommandé à ces infrastructures de conduire régulièrement des stress tests afin de déterminer le montant des liquidités nécessaire pour couvrir leurs obligations de paiement et de vérifier à intervalles réguliers si le niveau de ces liquidités est suffisant. Ces tests devront 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. Bank Al-Maghrib a mené 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>79</sup> et ce à travers un ensemble de scénarii extrêmes mais plausibles.

Les deux exercices de stress test, déroulés en S1 et de 2021 donnent une indication sur la situation de la liquidité des participants, banques et systèmes exogènes, ainsi que sur la résilience du système dans un environnement déterministe à comportement statique. Ainsi, les problématiques de liquidité potentielles sont identifiées et peuvent être résolues par le comportement dynamique des participants et par l'intervention de Bank Al-Maghrib le cas échéant.

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

L'exercice 2021 a été marqué par l'approbation du décret n°2-21-406 pour l'application de la loi 05-20 sur la cybersécurité. Ce décret vise principalement à définir les mesures de protection des systèmes d'information des administrations de l'Etat, des établissements et des entreprises publics et de toute autre personne morale de droit public, ainsi que celles des infrastructures d'importance vitale et des opérateurs privés. Il détermine également les critères de qualification des prestataires de services d'audit et des prestataires de services de cybersécurité. Bank Al-Maghrib, en tant que coordinateur du secteur bancaire, a notifié toutes les entités assujetties et qualifiées d'infrastructures d'importance vitale afin de se conformer aux exigences de la loi et du décret précités.

Pour rappel, Bank Al-Maghrib a adopté la méthodologie CROE<sup>80</sup> pour évaluer la cyber-maturité des IMFs qui a connu une amélioration par rapport à 2020, selon les auto-évaluations menées par ces Infrastructures.

## F. Evaluation de la résilience des IMF

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

<sup>78</sup> CPMI-IOSCO (2012). Principe 7 des PFMI sur le risque de liquidité.

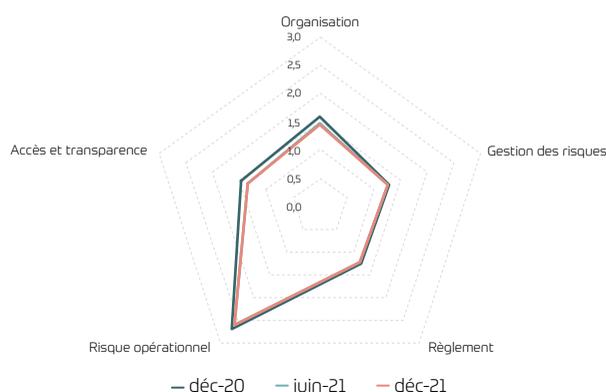
<sup>79</sup> BoF-PSS2 qui est un logiciel informatique développé avec le sponsor de la BOE, la BOC et la FED, sous licence multi-utilisateurs gratuite, avec une interface utilisateur graphique moderne et conviviale, doté d'une base de données pour plus de robustesse et de fiabilité. Cet outil est utilisé 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 pour la gestion des liquidités intra-journalières en 2013

<sup>80</sup> Cyber-Resilience Oversight Expectation (CROE) élaboré par la BCE pour la cyber-maturité des IMFs.

Au titre de l'exercice 2021, la notation du pilier « résilience des IMFs » ressort à 1,57 (niveau faible pour la stabilité financière), en légère baisse par rapport à celui de 2020 qui était de 1,65. Cela est dû essentiellement à l'amélioration des domaines de l'organisation et de l'accès et transparence et ce, suite à la mise en place d'un certain nombre de recommandations formulées par BAM notamment :

- l'élaboration d'une étude juridique argumentée pour expliciter la base juridique régissant chaque aspect important des activités du GSIMT ;
- la finalisation de la revue globale de la cartographie des risques du GSIMT ;
- La signature de la convention d'affiliation de Maroclear et ;
- La finalisation pour toutes les IMFs du cadre d'information pour les infrastructures de marchés financiers établi par le CPMI/IOSCO.

Quant au risque opérationnel, malgré son amélioration, il est jugé moyen étant donné que les plans d'action des 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. Néanmoins, cela correspond toujours à un niveau faible de risque sur la stabilité financière.



Plusieurs actions sont prévues en 2022 pour améliorer la résilience des IMFs dont les principales se présentent comme suit :

- Suivi de la mise en place par les IMFs des actions découlant de la nouvelle loi sur la cybersécurité et son décret d'application ;
- Suivi des plans d'action des IMFs visant à remédier aux écarts constatés lors de leurs exercices d'auto-évaluation de la maturité de la cybersécurité des IMFs selon la méthodologie CROE ;
- Recette de la nouvelle version de l'outil du stress testing des systèmes de paiement de la Banque Centrale de Finlande (BoF-PSS3) ;
- Elargissement du périmètre du stress test pour inclure le système SRBM en interaction avec le GSIMT et le déroulement d'un autre scénario de test qui correspond au gel du marché monétaire interbancaire à blanc.

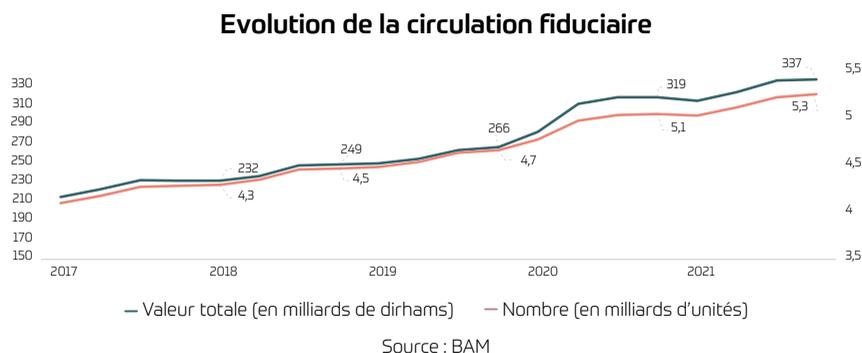
## IV.3. Circulation fiduciaire

### A. Tendence globale

Après une accélération exceptionnelle dans le contexte de la crise sanitaire, la progression de la circulation fiduciaire<sup>81</sup> est revenue à son rythme habituel, sans pour autant constater le retour des retraits massifs de billets de banque marocains (BBM), observés l'année dernière.

En effet, les sorties de BBM ont totalisé 169 milliards de dirhams, contre 179 milliards de dirhams en 2020, et les retours ont cumulé 151 milliards de dirhams, après 127 milliards de dirhams. Ces mouvements se sont ainsi soldés par une réduction des sorties nettes, revenant de 52 milliards de dirhams à près de 18 milliards de dirhams, et une amélioration sensible du taux de couverture<sup>82</sup>, qui a avoisiné les niveaux d'avant crise oscillant autour de 89%, après s'être limité à 71% un an auparavant.

Au total, la circulation fiduciaire s'est établie à 337 milliards de dirhams, en hausse annuelle de 5,6%, après le rebond de près de 20% enregistré en 2020.



L'analyse infra-annuelle montre que l'évolution de la monnaie fiduciaire a été globalement rythmé par les développements qui ont marqué la situation sanitaire du pays. En effet, après la hausse exceptionnelle de 2020, la demande de cash a affiché au cours du premier trimestre un net recul, avec des retraits nets négatifs de 4,2 milliards de dirhams, sachant qu'ils avaient évolué sur la même période de 2019, autour d'un flux positif de 1,1 milliard de dirhams. Cette accalmie n'a pas duré, puisque la cadence de la circulation fiduciaire a connu une nette accélération lors du second trimestre, et notamment vers la fin du mois de ramadan, comme en témoigne le rebond des retraits nets à 9,2 milliards de dirhams, après 5,4 milliards de dirhams en 2019. Au cours du troisième trimestre, les assouplissements adoptés par les autorités se seraient traduits par un maintien du rythme de la demande du cash, les flux nets ayant totalisé 12,3 milliards de dirhams contre 9,2 milliards de dirhams en 2019. Le retard du reflux des retraits réalisés pendant la saison estivale, en relation avec la prolongation des vacances scolaires au mois de septembre, serait à l'origine de l'amélioration notable des versements au cours des trois derniers mois de l'année, engendrant ainsi une diminution des flux nets à 0,6 milliard de dirhams après 2,5 milliards de dirhams en 2019.

<sup>81</sup> Sans tenir compte des encaisses détenues par les banques

<sup>82</sup> Versements\*100/Retraits

## B. Evolution par type de monnaie

La ventilation de la circulation fiduciaire par type de monnaie montre que les BBM y représentent 43% en volume et 99% en valeur. Ces derniers ont enregistré en 2021 une augmentation de 5,4% pour totaliser 2,3 milliards de billets ou l'équivalent de 333 milliards de dirhams.

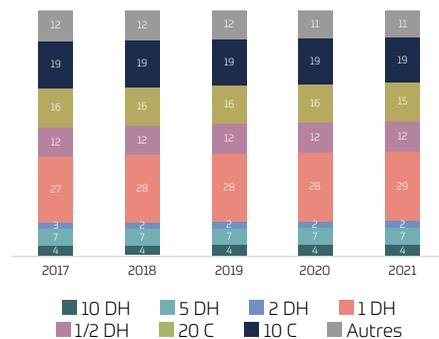
L'analyse par coupure indique la poursuite de la tendance haussière de la part du billet 200 DH dans le volume global de BBM en circulation. Celle-ci a, en effet, atteint 55%, ou l'équivalent de 1,2 milliard de billets, après avoir augmenté en 2020 de 2 points de pourcentage à 54%. Ce renforcement s'est effectué au détriment de la coupure de 100 DH, dont la contribution est revenue de 36% à 35%. Quant aux petites dénominations, la contribution du billet de 50 DH est revenue à 4%, suite à une augmentation de 10% de son volume en circulation, tandis que celle de 20 DH s'est stabilisée à 6%.

En revanche, la structure en valeur des BBM en circulation n'a pas connu de changements comparativement à l'année précédente, les billets de 200 DH et 100 DH ayant maintenu leurs parts respectives à 74% et 24%.

**Evolution de la structure des BBM en circulation, le volume en %**



**Evolution de la structure de la monnaie métallique en circulation, en %**



Autres : Pièces commémoratives et les pièces à retirer de la circulation fiduciaire

Source : BAM

En ce qui concerne la monnaie métallique, elle a affiché en 2021 une hausse de 3,1% à 3 milliards de pièces, soit l'équivalent de 3,9 milliards de dirhams. La structure de ce stock a été marquée par un renforcement de la part de 1 DH, passant de 28% à 29%, tandis que les contributions des autres pièces ont affiché de légères baisses, se situant à 4% pour 10 DH, 7% pour 5 DH, 12% pour ½ DH, 15% pour 20 C et 19% pour 10 C.

A l'instar des BBM, 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 et 22% pour 1 DH.

## C. Approvisionnements

Dans un contexte marqué par la persistance de la pandémie, Bank Al-Maghrib continué le un suivi rapproché de l'évolution de la demande du cash et a maintenu une panoplie de mesures pour continuer à assurer l'approvisionnement de l'économie en BBM dans les meilleures conditions, tout en renforçant ses réserves stratégiques constituées dans le cadre de son plan de continuité d'activité pour faire face à d'éventuels chocs.

En effet, Bank Al-Maghrib et les Centre Privés de Tri (CPT) ont mis à la disposition des banques de la place 3,1 milliards de billets, en hausse de 4,3% par rapport à l'année précédente qui avait connu un rebond inédit de la demande du cash et de 11,1% comparativement à la moyenne des trois dernières années d'avant crise. Cette hausse s'explique exclusivement par le renforcement des opérations de recyclage des BBM, qui ont été sensiblement impactées en 2020 par les restrictions sanitaires. Celles-ci, dont 90% ont été effectuées par les services de tri des CPT, ont permis de répondre à 83% des besoins en BBM, le reste étant servi par les billets neufs retirés auprès des guichets de Bank Al-Maghrib.

# Liste des abréviations

<b>ACAPS</b>	Autorité de Contrôle des Assurances et de la Prévoyance Sociale
<b>AMMC</b>	Autorité Marocaine du Marché des Capitaux
<b>ANCFCC</b>	Agence Nationale de Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie
<b>BAM</b>	Bank Al-Maghrib
<b>BCE</b>	Banque Centrale Européenne
<b>BCEAO</b>	Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest
<b>BDT</b>	Bons du Trésor
<b>BEAC</b>	Banque des Etats de l'Afrique Centrale
<b>BFR</b>	Besoin en Fonds de Roulement
<b>BTP</b>	Bâtiment et Travaux Publics
<b>CA</b>	Chiffre d'Affaires
<b>CCP</b>	Chambre de Compensation Contrepartie Centrale
<b>CCR</b>	Compte Central de Règlement
<b>CDG</b>	Caisse de Dépôt et de Gestion
<b>CIMR</b>	Caisse Interprofessionnelle Marocaine de Retraite
<b>CMI</b>	Centre Monétique Interbancaire
<b>CMR</b>	Caisse Marocaine des Retraites
<b>CNSS</b>	Caisse Nationale de Sécurité Sociale
<b>CPIM</b>	Comité sur les Paiements et les Infrastructures de Marché
<b>CPT</b>	Centres Privés de Tri
<b>CSPR</b>	Comité sur les Systèmes de Paiement et de Règlement
<b>DAT</b>	Dépôt A Terme
<b>FCP</b>	Fonds Commun de Placement

<b>FGP</b>	Fonds de Garantie Permanent
<b>FIFO</b>	First input, first output
<b>FMI</b>	Fonds Monétaire International
<b>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>	Liquidité de Court Terme
<b>MADEX</b>	Moroccan Most Active Shares Index
<b>MASI</b>	Moroccan All Shares Index
<b>MENA</b>	Moyen Orient et Afrique du Nord
<b>MRE</b>	Marocain Résidant à l'Etranger
<b>OICV</b>	Organisation Internationale des Commissions de Valeurs
<b>OMLT</b>	Obligataires moyen et long terme
<b>OPCR</b>	Organismes de Placement en Capital Risque
<b>OPCVM</b>	Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
<b>PCA</b>	Plan de Continuité des Activités
<b>PCEC</b>	Plan Comptable des Etablissements de Crédits
<b>PER</b>	Price Earning Ratio
<b>PIB</b>	Produit Intérieur Brut

<b>PME</b>	Petite et Moyenne Entreprise
<b>RCAR</b>	Régime Collectif d'Allocation de Retraite
<b>RBE</b>	Résultat Brut d'Exploitation
<b>RNPG</b>	Résultat Net Part du Groupe
<b>RPC</b>	Régime des Pensions Civiles
<b>SCR</b>	Société Centrale de Réassurance
<b>SICAV</b>	Société d'Investissement à Capital Variable
<b>SIMT</b>	Système Interbancaire Marocain de Télé-compensation
<b>SMSI</b>	Système de Management de la Sécurité de l'Information
<b>SRBM</b>	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

**Dépôt Légal : 2022PE0032**  
**ISSN : 2820-719X**

