

ROYAUME DU MAROC



# RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE

---



ROYAUME DU MAROC



# RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE

---



## PRÉAMBULE

Depuis l'avènement de la dernière crise financière internationale, les questions relatives à la stabilité financière et à la surveillance macroprudentielle ont été placées au cœur des préoccupations des autorités financières de notre pays. Dans ce cadre, la Direction du Trésor et des Finances Extérieures (DTFE), Bank Al-Maghrib, l'ACAPS et l'AMMC ont défini depuis maintenant plus de cinq ans, de manière coordonnée et concertée, un dispositif institutionnel, légal, analytique et opérationnel visant à identifier et réguler les risques systémiques et gérer les crises éventuelles. La mise en place de ce dispositif est consolidée dans une feuille de route qui fait l'objet d'un suivi rapproché par le Comité de Coordination et de Surveillance des Risques Systémiques (CCSRS)<sup>1</sup>. Ce dernier étant chargé de la mission de surveillance macroprudentielle du système financier marocain.

Au titre de l'exercice 2017 et s'agissant du volet institutionnel, le CCSRS a vu ses mécanismes de gouvernance se renforcer en vue de lui permettre d'exercer pleinement ses prérogatives. Dans ce cadre, le décret fixant la composition et les modalités de fonctionnement du CCSRS a été publié au bulletin officiel<sup>2</sup> et son règlement intérieur adopté.

En parallèle, la DTFE et les autorités de régulation du secteur financier continuent d'œuvrer pour parachever le cadre législatif et réglementaire en lien avec la stabilité financière au Maroc. Il s'agit, notamment, de l'introduction au niveau des textes régissant les autorités financières de dispositions visant à élargir leur mission à la contribution à la stabilité du système financier national, de la mise en place d'un cadre légal de gestion de crises et de résolution bancaire au Maroc et de l'élaboration des textes d'application des dispositions de la loi bancaire. Concernant ce dernier point, une circulaire du Wali de Bank Al-Maghrib, relative aux conditions et aux modalités d'élaboration et de présentation du « plan de redressement de crise interne » par les établissements de crédit présentant un profil de risque particulier ou revêtant une importance systémique, a été adoptée.

Sur le plan opérationnel, le CCSRS a eu notamment, durant ses deux réunions semestrielles, à examiner l'état d'avancement des projets inscrits dans la feuille de route inter-autorités en matière de stabilité financière. Il a également évalué les risques et les vulnérabilités pesant sur le système financier en s'appuyant sur la cartographie des risques systémiques et a approuvé le quatrième rapport sur la stabilité financière au titre de l'année 2016.

<sup>1</sup> Ce comité est institué par la loi n° 103-12 relative aux établissements de crédit et organismes assimilés.

<sup>2</sup> BO n° 6622 du 16 novembre 2017

S'agissant du cadre analytique, les autorités de régulation du système financier ont poursuivi leurs actions de renforcement du dispositif d'analyse de la surveillance macroprudentielle. Au niveau du secteur bancaire, l'année 2017, a été caractérisée en particulier par la poursuite des travaux de mise en œuvre des nouveaux instruments macroprudentiels préconisés par le comité de Bâle, la revue et l'amélioration de la cartographie des risques systémiques et la mise en place d'un cadre d'analyse des interactions entre les politiques monétaire et macroprudentielle.

Pour ce qui est du secteur des assurances, le cadre analytique a été renforcé par la mise en place d'un dispositif de macro stress tests. Concernant le marché des capitaux, les indicateurs de risque y afférents sont en cours de revue avec l'appui de la Banque Mondiale.

Aussi les autorités financières se sont-elles penchées en 2017 sur la préparation d'un cadre d'analyse des nouveaux risques induits par la transformation digitale des services financiers, en particulier, le cyber-risque et l'émergence des innovations technologiques disruptives qui pourraient impacter à l'avenir le business modèle des institutions financières marocaines.

En matière de résolution et de gestion de crise, les travaux se poursuivent conformément à la feuille de route établie en 2016 sur la base des conclusions de la mission d'assistance technique du FMI et de la Banque mondiale. Dans ce cadre, une étude est en cours pour examiner les implications juridiques des recommandations de cette mission et de proposer, en conséquence, des projets de revue ou d'amendement du cadre légal y afférent.

Au registre de la communication, outre la publication des communiqués de presse à l'issue du CCSRS et du quatrième numéro du rapport annuel sur la stabilité financière, les autorités de régulation du système financier et le Ministère chargé des Finances ont organisé un symposium régional sur la stabilité financière qui a connu la participation d'une centaine de hauts responsables relevant d'autorités financières africaines et des groupements professionnels du secteur financier marocain, et l'intervention d'éminents experts internationaux du FSB (Financial Stability Board), de la Banque Mondiale et de l'IAIS (International Association of Insurance Supervisors).

\* \* \* \* \*

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

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

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



# SOMMAIRE

SYNTHESE GENERALE .....	8
CHAPITRE 1 : DEVELOPPEMENTS MACROECONOMIQUES .....	13
I.1 Analyse de l'environnement international .....	16
I.2 Développements macroéconomiques domestiques .....	26
CHAPITRE 2 : SITUATION FINANCIERE DES AGENTS NON FINANCIERS... 35	
II.1 Ménages.....	38
II.2 Entreprises non financières .....	49
CHAPITRE 3 : SOLIDITE DES INSTITUTIONS FINANCIERES .....	61
III.1 Secteur bancaire.....	65
III.2 Secteur des assurances .....	80
III.3 Régimes de retraite .....	96
III.4 Interconnexions entre les institutions financières .....	101
A. Interconnexions interbancaires sur le marché domestique .....	102
B. Interconnexions entre les banques et les compagnies d'assurances.....	102
C. Interconnexions entre les banques et leurs filiales à l'étranger .....	105
III.5 Enjeux liés aux risques technologiques et au développement de la finance durable.....	107
III.6 Politique et instruments macroprudentiels.....	114
CHAPITRE 4 : MARCHES DE CAPITAUX, INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ ET MONNAIE FIDUCIAIRE.....	119
IV.1 Marchés de capitaux.....	123
A. Marchés monétaire et obligataire .....	123
B. Marché boursier.....	136
C. Marché de la gestion d'actifs.....	143
D. Marché des prêts de titres .....	156
E. Investisseurs.....	161
IV.2 Infrastructures de marché .....	165
A. Système des Règlements Bruts du Maroc (SRBM) .....	166
B. Système Interbancaire Marocain de Télé-compensation (SIMT) .....	167
C. Système de Règlement-Livraison des titres (Maroclear) .....	169
D. Système de cotation de la Bourse des valeurs de Casablanca.....	172
IV.3 Monnaie fiduciaire .....	175
A. Circulation fiduciaire .....	175
B. Approvisionnement de l'économie en monnaie fiduciaire Nationale .....	178
C. Evolution de la fausse monnaie marocaine et lutte contre le faux monnayage .....	182
LISTE DES ABRÉVIATIONS .....	185

## SYNTHÈSE GÉNÉRALE

### ***L'exposition au risque émanant des conditions extérieures demeure globalement modérée dans un contexte de raffermissement de l'activité économique mondiale***

En 2017, la croissance mondiale s'est accrue de 3,2% à 3,8% reflétant une consolidation de l'activité dans les principaux pays avancés et ceux émergents et en développement, sur fond d'une reprise du commerce mondial et d'une hausse des cours des matières premières. Bénéficiant du maintien de politiques monétaires accommodantes dans les pays avancés et d'une conjoncture économique propice, les conditions financières se sont globalement améliorées. Selon les prévisions du FMI, l'activité économique mondiale devrait connaître à moyen terme une nouvelle amélioration dans un contexte marqué, néanmoins, par l'accumulation de certains risques pouvant affecter la stabilité financière mondiale, en lien notamment avec la hausse de l'endettement du secteur privé, la poursuite des politiques monétaires accommodantes dans les principaux pays avancés avec toutefois une orientation à la normalisation particulièrement aux Etats Unis ainsi que l'émergence de nouvelles vulnérabilités tenant particulièrement au développement de plus en plus rapide des crypto-actifs.

Au plan national, le déficit du compte courant s'est allégé à 3,6% du PIB après 4,2% en 2016, s'expliquant notamment par une atténuation du déficit commercial (tirée par une hausse des exportations plus dynamique que celle des importations avec un taux de couverture de 56,8%), un renforcement des recettes de voyage et des transferts des marocains résidant à l'étranger ainsi que des entrées de dons en provenance des pays du Conseil de Coopération du Golfe. Dans ces conditions et compte tenu des évolutions des autres éléments du compte financier, les réserves internationales nettes (RIN) se sont établies à 240,9 milliards de dirhams en 2017 couvrant 5 mois et 21 jours d'importations de biens et services. Le niveau des RIN s'est toutefois replié de 3,3% par rapport à 2016 en raison principalement des cessions de devises aux banques pour les besoins de couverture à terme de leur clientèle.

Selon les projections de Bank Al-Maghrib, le déficit du compte courant devrait se creuser à 4,1% en 2018 sous l'effet de l'alourdissement de la facture énergétique et des acquisitions de biens d'équipements, avant de revenir à 3,6% en 2019. Les RIN devraient, quant à elles, connaître une hausse pour atteindre 255,4 milliards de dirhams en 2018 avant de baisser à 245,9 milliards en 2019, permettant de couvrir, sur l'horizon de prévision, plus de 5 mois d'importations de biens et services.

### ***L'activité économique nationale s'est nettement améliorée, tirée par les bonnes performances du secteur agricole et une reprise, quoiqu'à un rythme encore lent, de la croissance non agricole***

La croissance nationale s'est accélérée à 4,1% en 2017 après 1,1% une année auparavant tirée principalement par le rebond de la valeur ajoutée agricole. Pour leur part, les activités non agricoles ont poursuivi leur lente reprise sans retrouver toutefois leur potentiel de croissance de la période d'avant crise.

Du côté de la demande et contrairement à l'année précédente, la contribution à la croissance des échanges extérieurs nets a été positive alors que celle de la demande intérieure s'est nettement ralentie, principalement, en raison de la décélération de l'investissement (après la forte contribution enregistrée en 2016).

S'agissant des perspectives 2018-2019, le PIB devrait évoluer à un rythme atténué avec une amélioration modérée de la croissance non agricole, à la faveur d'une évolution positive de la demande intérieure qui devrait compenser celle, négative, des échanges extérieurs nets.

***Le processus d'ajustement budgétaire s'est poursuivi après l'arrêt observé en 2016 et le niveau d'endettement du Trésor qui s'est légèrement accru en 2017 devrait s'inscrire dans une tendance baissière à compter de 2018***

L'exécution budgétaire au titre de l'année 2017 s'est soldée par un déficit budgétaire de 3,6% du PIB contre 4,5% une année auparavant. Cette amélioration résulte d'une progression des recettes (plus marquée que celle des dépenses), découlant de la hausse des recettes fiscales et de l'entrée de dons en provenance des pays du Conseil de Coopération du Golfe.

Tenant compte de la réduction du déficit budgétaire et de celle des arriérés de paiement, le besoin de financement du Trésor s'est maintenu inchangé à 38,7 milliards de dirhams et a été couvert à hauteur de 91,5% par des ressources intérieures. Si l'endettement du Trésor s'est légèrement accru d'une année à l'autre à 65,1% du PIB en 2017, les projections de Bank Al-Maghrib tablent sur l'amorce d'une tendance baissière dès 2018 pour le situer à 64,6% et à 64,5% en 2019.

***Légère décélération du crédit bancaire destiné aux entreprises non financières conjuguée à un niveau de créances en souffrance encore significatif et des délais de paiement inter-entreprises qui continuent d'afficher des niveaux élevés***

La dette financière des entreprises non financières a légèrement décéléré, recouvrant un ralentissement de la dette des entreprises publiques et une hausse de 2,1% de la dette des entreprises privées. Rapportée au PIB, elle s'est stabilisée à 70%. La croissance de sa composante bancaire s'est limitée à 2,8% après 3,1% une année auparavant, totalisant 480 milliards de dirhams. Le taux de défaut des entreprises non financières demeure à un niveau encore significatif à 10,1%, quoiqu'en léger recul.

L'analyse de l'endettement d'un échantillon d'environ 72.000 entreprises non financières publiques et privées, dont les données ont été fiabilisées, fait ressortir que l'endettement à long terme des grandes entreprises (GE) représente 37% de leurs capitaux permanents en 2016 contre 23% pour la TPME. Cette analyse révèle également que les délais de paiement inter-entreprises continuent d'afficher des niveaux inquiétants notamment en ce qui concerne les TPME et certains secteurs d'activité, particulièrement la promotion immobilière, le BTP, l'industrie extractive et les services fournis aux entreprises.

S'agissant des ménages, leur endettement financier s'est établi aux alentours de 30% du PIB, niveau comparable à celui observé au cours des cinq dernières années, avec toutefois un allongement des maturités des emprunts contractés, appelant à la vigilance particulièrement en ce qui concerne les prêts à la consommation. Les crédits octroyés aux ménages par les banques et les sociétés de financement ont légèrement augmenté de 4,4% alors que leur taux de défaut s'est établi à 7,3%.

***La résilience des institutions financières se confirme dans un contexte de baisse du coût du risque pour les banques***

Les banques ont dégagé cette année un résultat net à plus de 10,8 milliards de dirhams, en progression de 17,6% par rapport au résultat normatif de 2016. Cette évolution est liée à la baisse significative du coût du risque et à la reprise de la marge d'intérêt. Les fonds propres des banques ont continué d'afficher des niveaux conformes, avec un ratio de fonds propres moyen de 13,9% et un ratio moyen de fonds propres de base de 11%.

Dans ce contexte, le portefeuille des créances en souffrance détenu par les banques s'est accru de 2,3%, en décélération par rapport à 2016, atteignant ainsi un taux de 7,5%. Les provisions spécifiques constituées par les banques ont augmenté, portant le taux de couverture à 71%, contre 69% en 2016, tandis que celles à caractère général en couverture des risques non avérés ont totalisé un montant de 8,4 milliards de dirhams, en progression de 12,6%.

L'année 2017 s'est caractérisée également par une accentuation des besoins en liquidité des banques par rapport à l'année précédente, en lien notamment avec l'augmentation de leurs achats à terme en devises, induisant ainsi un recours plus marqué aux avances de la banque centrale.

Les exercices de stress tests réalisés confirment de nouveau la capacité des banques marocaines, qui représentent près des deux tiers du total actif du système financier, à conserver leur résilience face aux chocs issus des conditions macroéconomiques, de leurs expositions intra-financières et de celles émanant de leurs filiales implantées à l'étranger, particulièrement en Afrique. Elles demeurent toutefois, vulnérables aux chocs potentiels susceptibles d'impacter la qualité du crédit de leurs plus grandes contreparties.

S'agissant du secteur des assurances, il continue d'afficher des signes de solidité. Le rendement des capitaux propres est ainsi passé en 2017 à 10,6% contre 9,4% en 2016, de même, l'activité a continué de croître, enregistrant un chiffre d'affaires de 40,6 milliards, soit une progression de 9,1%. Les plus-values latentes ont poursuivi leur trend haussier, en lien essentiellement avec la performance du marché boursier, pour représenter 21,9% du montant total des placements. Ces plus-values se sont établies à 34,7 milliards de dirhams, en hausse de 20% par rapport à l'année 2016, recouvrant une augmentation des plus-values enregistrées essentiellement sur les compartiments actions et obligations. Sur le plan prudentiel, les entreprises d'assurances détiennent des taux de couverture des engagements techniques supérieurs aux minimas réglementaires. La couverture des provisions techniques par les actifs représentatifs s'est ainsi établie à 104,9%.

Les actifs liquides des compagnies d'assurances ont représenté plus de 2,5 fois leurs passifs exigibles, reflétant une forte capacité à couvrir leurs éventuelles sorties de trésorerie. La marge de solvabilité s'est située à 451%. Bien que son niveau dépasse largement le minimum exigé par le cadre prudentiel en vigueur, cette marge ne reflète pas la réalité du secteur en matière de couverture des risques encourus, dans la mesure où elle ne couvre que le risque de souscription. Le passage vers un régime prudentiel de solvabilité basée sur les risques pourrait nécessiter la recapitalisation de certaines entreprises d'assurances.

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

Concernant les régimes de retraite, le niveau des prestations servies a représenté 117% de celui des cotisations perçues et leurs réserves ont atteint 293,7 milliards de dirhams, en hausse de 4,5% par rapport à 2016. La réforme paramétrique du Régime des Pensions Civiles (RPC) intervenue en 2016 n'a pas permis de redresser le solde global de ce régime qui est entré en phase de déficit structurel depuis 2015. Par ailleurs, les dates d'épuisement des réserves des régimes de retraites n'ont pas connu de changements majeurs par rapport aux projections

établies en 2016.

### ***Le marché des capitaux demeure stable dans sa globalité***

Le volume des émissions de titres de dette privée a atteint en 2017 un montant de 53,4 milliards de dirhams, en légère augmentation par rapport à 2016. Près de 80% du volume des nouvelles émissions a servi au financement du secteur financier. Le risque de crédit de la dette privée reste quant à lui maîtrisé.

S'agissant de la Bourse des valeurs, le marché primaire a été peu actif en 2017 avec un volume de levées de capitaux de 1,4 milliard de dirhams, sous forme d'augmentations de capital. Quant au marché secondaire, il reste marqué par un déficit de liquidité en raison essentiellement d'un faible flottant. Le taux de suspens des transactions boursières demeure marginal, minimisant ainsi le risque de contrepartie. La volatilité de l'indice MASI reste modérée à 10,7% malgré une tendance haussière depuis 2014. Soutenue par un contexte de faiblesse des taux d'intérêts, la valorisation des titres cotés reste globalement élevée avec un PER à 19,7x, bien qu'en légère baisse par rapport à 2016. Les investisseurs personnes physiques et les OPCVM ont été plus actifs sur le marché boursier. Concernant les investissements étrangers, ils demeurent dominés par les participations stratégiques à caractère stable.

L'activité des sociétés de gestion d'OPCVM a connu une progression soutenue avec une augmentation de l'actif net sous gestion de 10,7% en 2017 et de 10,6% en moyenne annuelle pendant les six dernières années pour atteindre 416 milliards de dirhams. Les institutions financières demeurent les principaux investisseurs avec la détention de plus des trois-quarts de l'actif net total, créant ainsi un lien important entre les institutions financières et le marché des capitaux. Cette activité fait l'objet d'un suivi rapproché en raison de son caractère systémique.

Concernant l'activité de prêt de titres, l'encours est revenu à son niveau de fin 2016, soit 15 milliards de dirhams et ce, en dépit d'une augmentation importante du volume d'opérations à 511 milliards de dirhams. L'essentiel des emprunts est réalisé par les banques auprès des OPCVM et porte principalement sur les Bons du Trésor. Le cadre législatif régissant les prêts de titres est en cours d'amendement pour favoriser le développement de l'activité tout en renforçant les exigences en termes de couverture du risque de contrepartie.



# **CHAPITRE 1**

## **DÉVELOPPEMENTS MACROÉCONOMIQUES**



## APERÇU

*En 2017, les risques macroéconomiques se sont maintenus globalement à un niveau modéré dans un contexte caractérisé, notamment, par la reprise de la consolidation budgétaire. Sur le plan des comptes extérieurs, le risque est demeuré limité à la faveur de l'atténuation progressive du déficit du compte courant et de l'adéquation du niveau des réserves internationales nettes, bien qu'en baisse par rapport à 2016, assurant la couverture de plus de 5 mois d'importations de biens et services. La croissance nationale a connu, quant à elle, une accélération tirée essentiellement par le rebond de la valeur ajoutée agricole et la reprise, quoiqu'à un rythme lent, des activités non agricoles.*

*S'agissant de l'environnement international, les conditions économiques et financières se sont globalement améliorées en relation avec le raffermissement de la croissance sur fond d'une reprise du commerce mondial et d'une hausse des prix des matières premières mondiale et de la poursuite des conditions monétaires accommodantes. Des zones de risque entourent, toutefois, les perspectives économiques mondiales, en liaison avec l'orientation des politiques monétaires dans les pays avancés ; en effet un prolongement des conditions accommodantes pourrait présager une accumulation des risques financiers, alors qu'une normalisation plus rapide que prévue de la politique monétaire américaine induirait un durcissement des conditions financières.*

*Au niveau national, la croissance s'est accélérée en 2017 à 4,1% portée par la performance du secteur agricole. La croissance non agricole, tirée par l'amélioration de la demande extérieure adressée au Maroc, demeure toutefois lente. Contrairement à l'année précédente, la contribution à la croissance des échanges extérieurs nets a été positive alors que celle de la demande intérieure a nettement ralenti, principalement, en raison de la décélération de l'investissement après l'exceptionnel rebond de l'année dernière.*

*Les réserves internationales nettes ont baissé suite essentiellement aux cessions de devises aux banques pour les besoins de couverture à terme de leur clientèle.*

*Le processus d'ajustement budgétaire a repris son rythme après l'arrêt observé en 2016. En effet, le déficit budgétaire hors privatisation est revenu de 4,5% à 3,6%. Considérant l'allègement de ce déficit, conjugué toutefois à la réduction des arrières de paiement, le besoin de financement du Trésor s'est situé au même niveau qu'en 2016. Dans ces conditions, le ratio de la dette du trésor rapporté au PIB s'est maintenu quasiment inchangé à 65,1%.*

*Dans une conjoncture caractérisée par une quasi-stagnation des taux assortissant les prêts immobiliers et une baisse de la production du crédit à l'habitat, la reprise de la demande sur le marché immobilier initiée en 2016 ne s'est pas poursuivie. En effet, les transactions se sont inscrites à la baisse dans l'ensemble des grandes villes, à l'exception de Casablanca. De plus, l'écart absolu entre la croissance des crédits aux promoteurs immobiliers et ceux destinés à l'habitat s'est inversé pour la première fois. Cette situation, si elle perdure, pourrait conduire à une pression accrue à la baisse sur les prix immobiliers.*

## I.1 ANALYSE DE L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

### *Une amélioration tangible de la croissance mondiale après deux années de morosité*

En 2017, la croissance économique mondiale s'est accélérée à 3,8% après 3,2% une année auparavant, attribuable au raffermissement de l'activité tant dans les pays avancés que dans certains pays émergents et en développement.

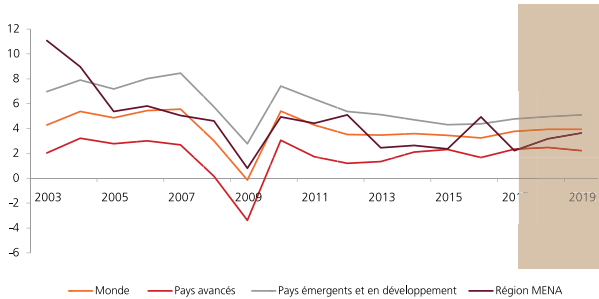
Dans les économies avancées, le dynamisme de l'activité est quasi-général. En effet, la croissance s'est élevée de 1,5% à 2,3% aux Etats-Unis et de 0,9% à 1,7% au Japon soutenue essentiellement, dans ces deux pays, par le rebond de l'investissement et la hausse de la demande intérieure.

Une consolidation de l'activité a été également observée dans la zone euro, dont la croissance a augmenté de 1,8% en 2016 à 2,3% en 2017 en relation notamment avec l'amélioration de la demande extérieure. Par pays, ce raffermissement reflète la hausse de la croissance de 1,2% à 1,8% en France, de 0,9% à 1,5% en Italie et de 1,9% à 2,5% en Allemagne. En revanche, en Espagne et dans un contexte marqué par la crise en Catalogne, la croissance a décéléré de 3,3% à 3,1%, sous l'effet de la diminution de la consommation privée et de la demande extérieure. Au Royaume Uni, l'accroissement du PIB s'est légèrement réduit, revenant de 1,9% à 1,8%, en lien avec la diminution de la consommation des ménages, elle-même induite par la baisse du pouvoir d'achat engendrée par le Brexit.

Au niveau des pays émergents et en développement, la croissance a poursuivi son redressement, passant de 4,4% à 4,8% en 2017, reflétant l'amorçage de la reprise en Russie et au Brésil, qui avaient enregistré une contraction de leur PIB durant deux années consécutives (2015-2016). En Chine, la croissance reste soutenue (6,9%), bénéficiant du rétablissement du commerce mondial.

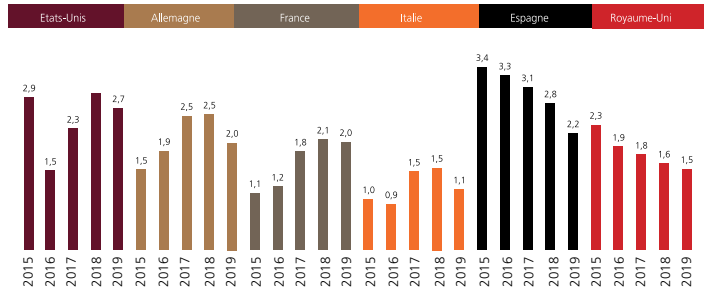
Pour sa part, la croissance de la région MENA s'est affaiblie en 2017 revenant de 4,9% à 2,2%, pénalisée par les conflits géopolitiques et la baisse de l'activité des pays exportateurs du pétrole. Ces derniers ont subi les effets négatifs des redressements budgétaires et le niveau relativement faible des prix du pétrole.

### Croissance dans le monde (en %)



Source : FMI

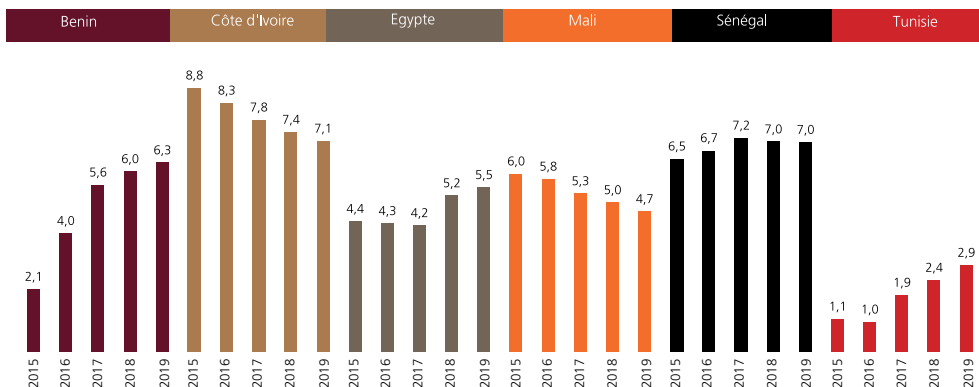
### Croissance des Etats-Unis et des principaux partenaires européens du Maroc (en %)



**L'évolution de la croissance reste différenciée dans les zones et pays africains de présence des institutions financières marocaines**

Quant à l'Afrique Subsaharienne, sa croissance s'est accélérée à 2,8% en 2017 contre 1,4% en 2016, profitant de l'amélioration de la conjoncture extérieure, de la reprise de la production pétrolière au Nigéria et de la production agricole et minière en Afrique du Sud. L'accroissement du PIB est passé de -0,5% à -0,1% dans la région CEMAC, de 5,4% à 5,2% dans la communauté d'Afrique de l'Est et s'est stabilisé à 6,6% dans la zone de l'UMOA. Par pays, la croissance a enregistré des progressions de -1,6% à 0,8% au Nigéria, de 6,7% à 7,2% au Sénégal, alors qu'elle est revenue de 8,3% à 7,8% en Côte d'Ivoire, de 5,8% à 5,3% au Mali et de 4,5% à 3,2% au Cameroun.

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



Source : FMI

**Reprise à la hausse des cours des matières premières avec toutefois des niveaux des prix du phosphate et des fertilisants qui demeurent assez faibles**

Concernant les cours des matières premières, ils se sont accrus de 23,6% pour les produits énergétiques et de 5,6% pour ceux des produits hors énergie, après des baisses respectives de 15,2% et 2,6%, enregistrées en 2016. Sur le marché du pétrole, la forte demande, la baisse des stocks, les interruptions récurrentes de la production et l'accord de réduction de l'offre pétrolière de l'OPEP et des pays non-membres, ont induit une résorption de l'excès d'offre, ce qui a fait augmenter le prix moyen du pétrole de 42,8 à 52,8 dollars/baril d'une année à l'autre.

Pour sa part, le marché des phosphates est resté impacté par la surproduction et la faiblesse de la demande. Ainsi, le prix du phosphate brut a fléchi (-20%) à 89,7 dollars la tonne, tandis que les prix des engrais se sont légèrement redressés, marquant un accroissement pour le phosphate diammonique (DAP) et l'urée et une atténuation de la baisse de ceux du triple superphosphate (TSP) et du chlorure du potassium.

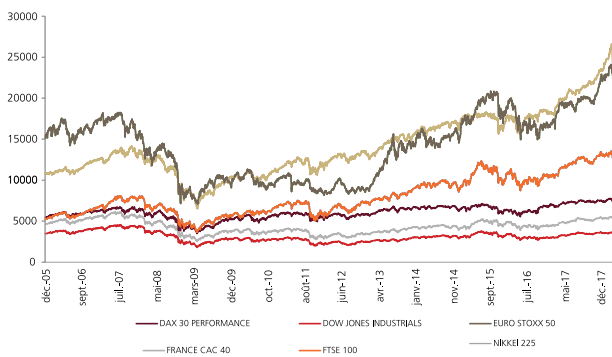
Quant au blé, son prix a renoué avec la hausse en 2017, bien qu'une correction des prix ait été observée au cours du deuxième semestre, suite à la publication des perspectives de récoltes céréalières abondantes, indiquant une importante reconstitution des stocks, à l'échelle mondiale.

L'accroissement des prix des carburants a induit une hausse de l'inflation de 0,2% à 1,5% dans la zone euro qui demeure, toutefois, en-dessous de la cible de la BCE (2%). Aux Etats-Unis, l'inflation a augmenté à 2,1% après 1,3% en 2016 sous l'impact aussi de la faiblesse du dollar, incitant l'accélération du rythme de normalisation de la politique monétaire américaine. Dans les pays émergents et en développement, l'inflation a globalement baissé en 2017, hormis dans les pays d'Europe et certains pays de la région MENA, notamment la Turquie, où l'inflation s'est accrue de 7,8% à 11,1% en lien avec la dépréciation de la lire et l'augmentation du prix du pétrole.

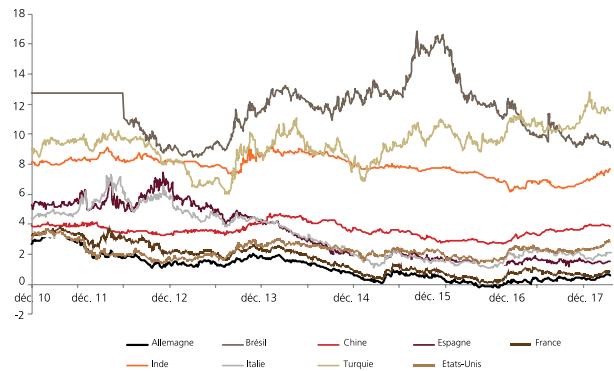
**Les conditions financières se sont globalement améliorées en 2017**

En 2017, les conditions financières ont été globalement favorables, sur fond d’une conjoncture économique propice et des anticipations du maintien des politiques monétaires accomodantes dans les pays avancés. En effet, les cours boursiers se sont raffermis, le FTSE 100 ayant augmenté de 14%, l’EUROSTOXX 50 de 16,2% et le DOW Jones Industrials de 21,3%. Sur les marchés obligataires, les taux d’intérêt des titres souverains à 10 ans dans les pays avancés, ont suivi une trajectoire légèrement ascendante, notamment aux Etats-Unis, en Allemagne, en France et en Espagne.

**Evolution des indices boursiers**



**Evolution des taux souverains**



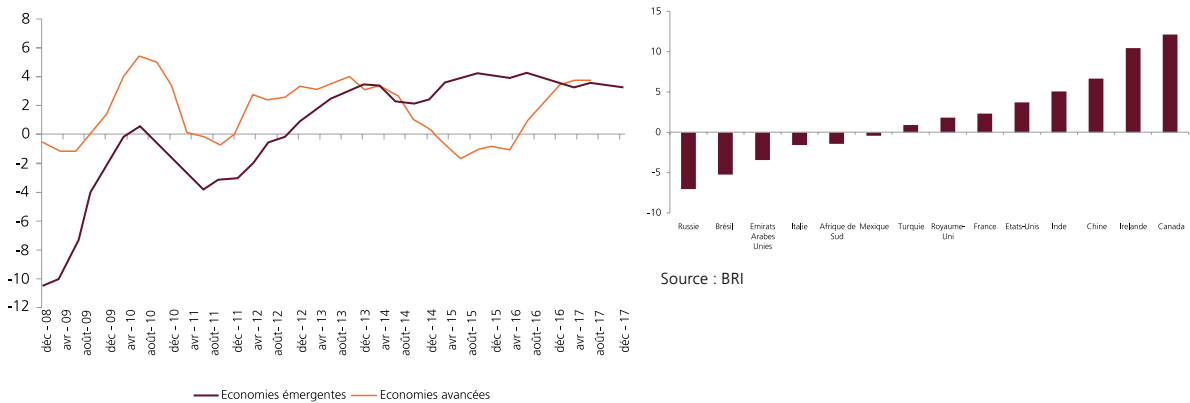
Source : Datastream

Pour sa part, le marché de change a été marqué par une appréciation de l’euro face à la livre sterling, au dollar et au Yen japonais, soutenue par l’amélioration de la croissance dans la zone euro. Par ailleurs, les incertitudes quant à l’orientation des politiques monétaire et budgétaire des Etats-Unis, ont induit une dépréciation du dollar vis-à-vis de la roupie indienne et du real brésilien, et une atténuation de son appréciation vis-à-vis du yuan en lien notamment avec les efforts des autorités chinoises pour consolider la croissance et limiter les sorties de capitaux.

**Hausse importante des prix immobiliers en France, au Canada et en Chine**

Au niveau du marché immobilier, les prix du résidentiel ont légèrement baissé revenant de 4% à 3,4% dans les pays avancés en 2017, reflétant particulièrement l'atténuation de la hausse des prix aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro dans son ensemble. En revanche, la croissance des prix s'est accélérée en France de 0,9% à 2,3% et au Canada de 11,1% à 12,1%. Dans les pays émergents, les prix résidentiels se sont accrus en 2017 de 2,8% en moyenne après 1,3% en 2016, en lien notamment avec l'appréciation des prix en Chine de 6,7% après 4,5%, et l'atténuation de leur contraction en Russie et au Brésil.

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



Source : BRI

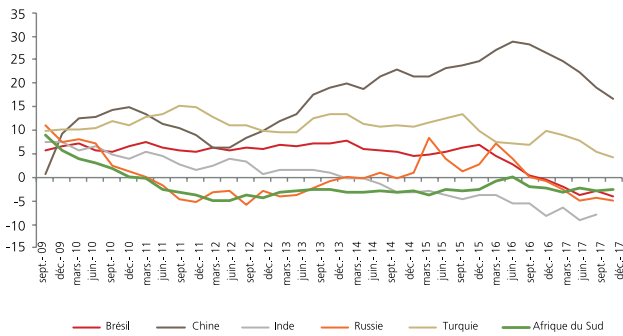
***Les niveaux élevés de l'endettement privé et public dans les pays développés et émergents suscitent des inquiétudes pour la stabilité financière***

Par ailleurs, les banques centrales de plusieurs pays avancés et émergents ont signalé l'accentuation du risque de la hausse de l'endettement privé sur la stabilité financière. En effet, l'augmentation du ratio dette sur PIB s'est nettement accélérée dans un ensemble de pays au cours de ces dernières années, marqué par de faibles niveaux de croissance économique et d'inflation. Cette évolution est attribuable à l'accélération du crédit aux entreprises non financières dans certains pays, afin de soutenir l'activité économique, mais également à la forte hausse de l'endettement des ménages.

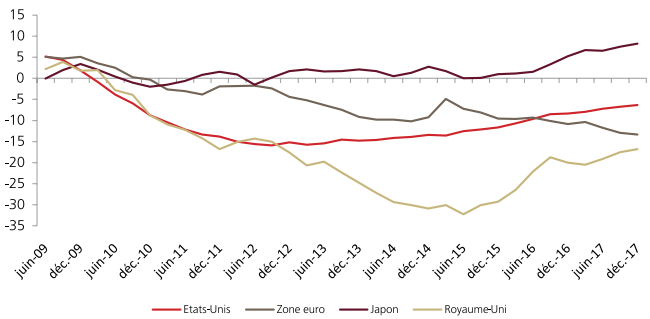
L'analyse de l'écart du ratio crédit/PIB par rapport à sa tendance dans les pays avancés indique que ce ratio s'est établi à des niveaux relativement élevés au Canada et en France au cours de 2017, en lien avec la forte hausse de l'endettement des ménages. Cet écart a atteint au quatrième trimestre de 2017, 9% et 3,6% respectivement dans ces deux pays. Cependant, aucune croissance excessive du crédit n'a été observée aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et dans la zone euro, comme en atteste les écarts négatifs du ratio crédit/PIB.

Dans le même sillage, l'endettement du secteur privé dans les principaux pays émergents est une source de vulnérabilité importante. En Chine, l'écart du ratio crédit/PIB par rapport à sa tendance, quoiqu'en régression à 12,6%, demeure au-dessus du seuil de 10% préconisé par le Comité de Bâle pour imposer le niveau maximum du coussin contracyclique. Cet écart s'est également établi à des niveaux élevés en Thaïlande (6,1%), en Argentine (5,6%) et en Turquie (4,3%).

### Principaux pays émergents



### Principaux pays avancés



Source : BRI

Les niveaux relativement élevés de la dette publique constituent également un facteur de risque préoccupant pour la stabilité financière. L'année 2017 a été marquée par la hausse du ratio de la dette publique sur le PIB dans certains pays avancés, dont les Etats-Unis (de 107,2% à 107,8%), et le Japon (de 235,6% à 236,4%), tandis qu'il s'est maintenu, quoiqu'en baisse, à un niveau relativement élevé dans la zone euro (86,6% après 88,9%). En revanche, l'accroissement du taux d'endettement public a été quasi-généralisé dans les pays émergents et en développement et a concerné principalement les pays d'Asie, d'Amérique latine et ceux de l'Afrique subsaharienne. Ce taux a en effet, augmenté de 44,3% à 47,8% en Chine, de 78,4% à 84% au Brésil et de 51,5% à 52,7% en Afrique du Sud.

**Perspectives favorables quant à la poursuite de la reprise économique avec toutefois des vulnérabilités financières appelant à la vigilance**

L'environnement international devrait bénéficier au cours des deux prochaines années d'une conjoncture économique favorable, selon les prévisions du FMI réalisées en janvier 2018. La croissance mondiale devrait maintenir son dynamisme en 2018-2019, s'établissant à 3,9%, soutenue par l'amélioration continue de la demande intérieure et extérieure dans les pays avancés. Par ailleurs, l'activité des pays émergents devrait se maintenir au même niveau observé en 2017, avec une légère accélération dans la région MENA et en Afrique subsaharienne.

L'embellie du paysage économique à moyen terme, ne pourrait pas garantir, à elle seule, la stabilité financière au niveau mondial. Cette dernière pourrait être négativement impactée à l'avenir, selon le FMI, en cas de matérialisation de certains risques, dont notamment :

- L'accumulation de vulnérabilités financières en Chine. Une accentuation de la dette du secteur privé pourrait fragiliser le tissu économique et financier du pays, avec des répercussions notables sur les autres pays ;
- La poursuite des politiques monétaires accommodantes dans plusieurs pays et pendant plusieurs années, pourrait présager une accumulation des risques financiers dans la mesure où les acteurs financiers seraient amenés à rechercher des rendements supérieurs plus risqués ;
- La normalisation plus rapide que prévue de la politique monétaire américaine pourrait induire un durcissement des conditions financières dans les pays avancés. Cela devrait impliquer une inversion des flux de capitaux dans les économies émergentes et un accroissement des vulnérabilités des pays dont la dette publique est élevée ;
- La croissance de plus en plus rapide des crypto-actifs et des innovations technologiques y afférentes, en l'absence d'une surveillance satisfaisante, pourrait impacter négativement le fonctionnement des systèmes financiers internationaux.

Il convient enfin de souligner que depuis la crise financière, l'amélioration de la résilience du système financier mondial est devenue une préoccupation majeure pour les différentes instances de régulation. Dans ce sens, les pays du G20 avaient lancé un programme complet de réformes post-crise coordonnées par le FSB. Ce dernier mène des examens réguliers pour évaluer l'avancement de la mise en œuvre de ces réformes (cf. encadré N°1).

### Encadré N°1 : Rapport du FSB sur la mise en œuvre des réformes post-crise élaboré en juillet 2017

Le Conseil de Stabilité Financière (FSB) a publié, en juillet 2017, son troisième rapport annuel sur « la mise en œuvre et les effets des réformes de réglementation financière du G20 ». Ce rapport examine les progrès réalisés par les pays du G20 et les membres du FSB\* en termes de mise en œuvre des réformes réglementaires qui devraient réduire la probabilité d'occurrence des crises financières, leur sévérité et les pertes qui leur sont associées.

L'examen établi par le FSB couvre les quatre éléments suivants :

- **Augmenter la résilience des institutions financières** : les normes de Bâle III relatives aux exigences en fonds propres pour les G-SIB et les D-SIB, et l'implémentation du ratio de levier financier et celui du financement net stable (NSFR) ont été réalisées selon le calendrier prévu, ce qui a permis de renforcer la résilience des banques. Cependant, des difficultés subsistent pour adopter certaines normes de Bâle III, dont la date d'échéance a été fixée pour fin 2016 ou début 2017. Il s'agit du cadre révisé du pilier III, des exigences relatives aux prises de participation dans des fonds (equity investments in funds), la mise en place de l'approche standard pour le risque de crédit des contreparties, des exigences de fonds propres pour les expositions sur des contreparties centrales\*\* et des exigences de marge pour les dérivés n'ayant pas fait l'objet de compensation centrale.
- **Mettre fin au « Too Big To Fail »** : La liste des banques et des assurances d'importance systémique est révisée chaque année. En mars, le comité de Bâle a publié un document de consultation sur son cadre d'évaluation des G-SIB, tandis que pour les assurances, une nouvelle approche pour l'évaluation du risque systémique est en cours d'élaboration par l'Association Internationale des Superviseurs des Assurances (IAIS) et qui devrait être finalisée en 2019. Toutefois, des efforts supplémentaires devraient être engagés pour accélérer la mise en place des plans de résolution de crise pour les assurances et des cadres de résolution transfrontalières pour les contreparties centrales.
- **Sécuriser les marchés de produits dérivés**: L'implémentation des réformes des marchés des dérivés a nettement progressé. En effet, près de trois-quarts des pays concernés ont exigé que les transactions de produits dérivés standardisés s'effectuent via une chambre de compensation, et environ la moitié des juridictions a mis en place les exigences de marge pour les dérivés non compensés. En revanche, des défis persistent quant à l'adoption des exigences des déclarations d'opérations «trade reporting» nécessaires à la transparence du marché. En outre, des efforts devraient être déployés pour harmoniser les référentiels centraux et lever les barrières légales les concernant.

- **Rendre le « shadow banking »\*\*\* plus résilient** : La mise en œuvre des réformes sur la surveillance et la réglementation des différentes entités du « shadow banking » a certes progressé, mais demeure insuffisante. Des efforts d'encadrement devraient être établis pour faire face à l'accroissement notable des fonds d'investissement.

Bien que les pays du G20 et les autres membres du FSB aient réalisés des avancées notables dans l'implémentation de ces réformes, leur efficacité reste tributaire du niveau de coopération entre les pays en termes d'échange d'informations. Cette coopération serait à même de résoudre les problèmes transfrontaliers en assurant la cohérence dans la mise en place des différentes réformes et en réduisant les opportunités d'arbitrage réglementaire.

(\*) Les pays du G20 : Afrique du Sud, Allemagne, Argentine, Arabie Saoudite, Australie, Brésil, Canada, Chine, Corée du Sud, États-Unis, France, Hong-Kong, Inde, Indonésie, Italie, Japon, Mexique, Russie, Turquie et Royaume-Uni. Les autres membres du FSB : Espagne, Pays-Bas, Singapour et Suisse.

(\*\*) Une contrepartie centrale (CC) est une chambre de compensation qui s'interpose entre les contreparties à des contrats négociés sur un ou plusieurs marchés financiers, devenant l'acheteur vis-à-vis de tout vendeur et le vendeur vis-à-vis de tout acheteur, et assure ainsi la bonne fin future des contrats à exécuter. Elle devient contrepartie aux transactions par un mécanisme de novation, un système d'offre ouverte ou un dispositif analogue juridiquement.

(\*\*\*) Le FSB définit le « shadow banking » comme étant les activités d'intermédiation de crédit impliquant, totalement ou partiellement, des entités et processus externes au système bancaire classique.

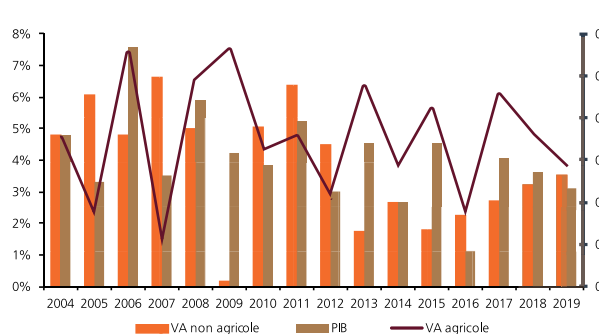
## I.2 DÉVELOPPEMENTS MACROÉCONOMIQUES DOMESTIQUES

**Une reprise encore lente des activités non agricoles qui devrait se raffermir en 2018 et 2019**

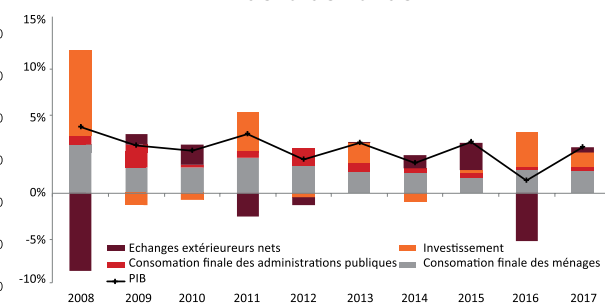
Sous l'effet du rebond de la valeur ajoutée agricole, la croissance économique s'est accélérée à 4,1% au lieu de 1,1% en 2016. Tirée par l'amélioration de la demande extérieure adressée au Maroc, la croissance non agricole poursuit sa reprise entamée l'année dernière à un rythme encore lent. Contrairement à l'année précédente, la contribution à la croissance des échanges extérieurs nets a été positive alors que celle de la demande intérieure s'est nettement ralentie, principalement, en raison de la décélération de l'investissement (après la forte contribution enregistrée en 2016).

Par ailleurs, le taux d'épargne nationale a légèrement augmenté et le taux d'investissement s'est stabilisé entraînant une baisse du besoin de financement de l'économie à 3,7% du PIB.

Evolution des composantes du PIB, en %



Contributions à la croissance du PIB des composantes de la demande



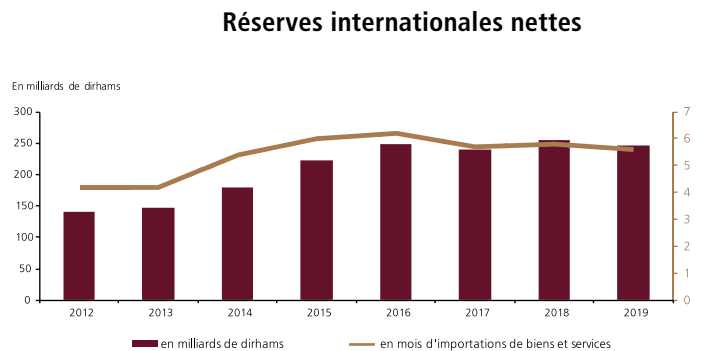
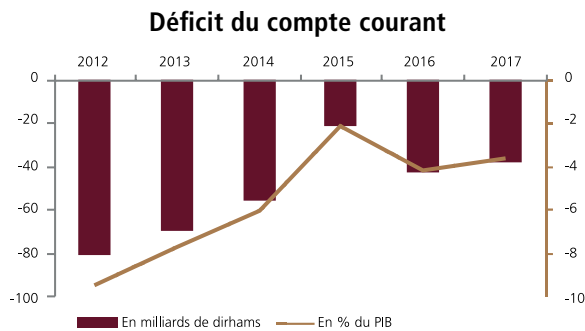
Source : HCP

En matière d'emploi, la bonne performance du secteur agricole a permis la création de 42 mille postes et les activités non agricoles en ont créé 44 mille, soient les meilleurs niveaux observés depuis 2013. Toutefois, avec l'augmentation de la population active de 135 000 personnes, le taux de chômage est passé de 9,9% à 10,2% et celui des jeunes, de 15 à 24 ans, en particulier, s'est aggravé à 26,5% au niveau national, contre 25,8% un an auparavant.

S'agissant des perspectives 2018-2019, le PIB devrait, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, évoluer à un rythme atténué mais soutenu, soit 3,6% puis 3,1% suite notamment à l'amélioration attendue de la croissance non agricole. Cette dynamique serait tirée par une évolution positive de la demande intérieure qui devrait compenser celle, négative, des échanges extérieurs nets.

**Baisse des réserves internationales nettes, liée essentiellement à la hausse de la facture énergétique et aux cessions de devises aux banques**

Le déficit commercial s'est résorbé de 0,4 point en s'établissant à 17,8% du PIB, bénéficiant ainsi d'une hausse des exportations plus dynamique que celle des importations. Les importations ont été tirées par l'alourdissement de la facture énergétique et les achats des biens d'équipement, et les exportations par la reprise des ventes du phosphate et de ses dérivés et la consolidation des performances des autres métiers mondiaux du Maroc, essentiellement l'automobile, l'aéronautique et l'électronique. De même, le déficit du compte courant s'est réduit en passant à 3,6% du PIB après 4,2% suite à l'accroissement des transferts publics de 3 milliards à 13 milliards de dirhams<sup>7</sup> et de 5,7% de ceux des marocains résidant à l'étranger.



Source : BAM

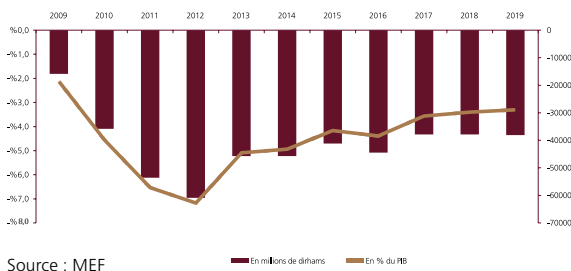
<sup>7</sup> Dont 9,5 milliards sous forme de dons en provenance des partenaires du CCG. Changer la numérotation des autres notes de bas de pages pour le reste du document

Les réserves internationales nettes se sont établies à 240,9 milliards de dirhams, en baisse de 3,3%, assurant, toutefois, la couverture de 5 mois et 21 jours d'importations. Cette évolution s'explique par les achats de devises des banques pour les besoins de couverture à terme de leur clientèle. Sur le moyen terme, les projections de la Banque pointent vers une hausse des RIN de 14,5 milliards en 2018 avant de baisser pour s'établir à 245,9 milliards en 2019 permettant ainsi de couvrir 5 mois et 25 jours puis 5 mois et 18 jours d'importations, en lien avec un déficit du compte courant qui devrait s'établir à 4,1 % puis 3,6% du PIB sur l'horizon de prévision 2018-2019.

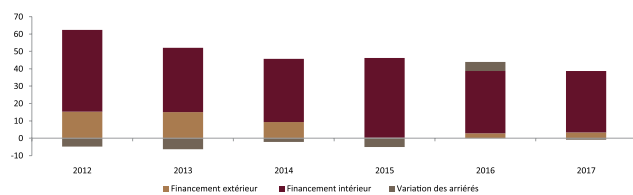
**Une quasi-stagnation du ratio de la dette du Trésor dans un contexte d'allègement du déficit budgétaire**

Le processus d'ajustement budgétaire a repris après l'arrêt observé en 2016. En effet, le déficit budgétaire hors privatisation est revenu de 4,5% du PIB à 3,6% en lien, principalement, avec l'augmentation des recettes ordinaires de 5,7% suite à l'amélioration des recettes fiscales et des entrées au titre des dons des pays du Golfe. Parallèlement, les dépenses ordinaires ont progressé plus lentement à 2% avec, entre autres, un accroissement de la charge de compensation qui a atteint 15,3 milliards, soit 4,1% de plus que la prévision de la loi de finances. En tenant compte de cette baisse du déficit budgétaire et d'une réduction des arriérés de paiement de 0,9 milliard, le besoin de financement du Trésor a stagné à son niveau de 2016 (38,7 milliards) et a été couvert par des ressources intérieures à hauteur de 91,4%.

**Evolution du solde budgétaire**



**Financement du Trésor (en Milliards de dirhams)**

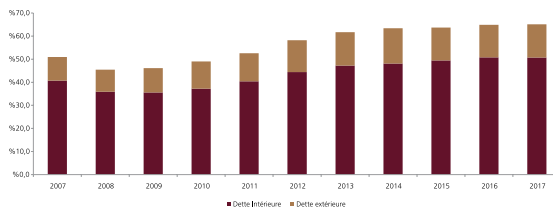


Source : MEF

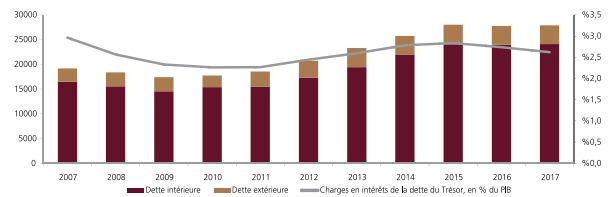
La dette du Trésor a augmenté de 5,3% à 692,2 milliards de dirhams, mais le rebond de l'activité économique a permis de maintenir quasi-inchangé, son ratio par rapport au PIB à 65,1%. Le paiement des intérêts de la dette, en baisse pour la troisième année consécutive, représente 2,6% du PIB. Selon les projections de Bank Al-Maghrib, la dette du Trésor rapportée au PIB devrait s'inscrire dans une tendance baissière dès 2018 pour atteindre 60% en 2021.

Pour atténuer le risque de refinancement, la gestion active de la dette a pour objectif de réajuster le profil de la dette pour lisser les pics de remboursements. A ce titre, le Trésor a procédé à des opérations d'échange de bons de 23,5 milliards DH, en remplaçant les maturités inférieures ou égales à 5 ans par des maturités supérieures ou égales à 5 ans.

**Évolution de l'endettement du Trésor (en % du PIB)**



**Charges en intérêts de la dette du trésor, en millions de Dhs**



Source : MEF

**La structure de la dette extérieure publique est restée similaire aux années précédentes**

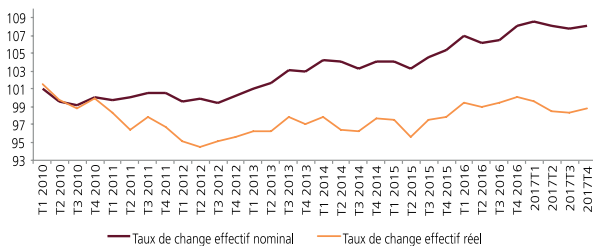
La dette extérieure publique, composée de 54% de dette garantie des établissements publics et 46% de dette du Trésor, en progression de 6,3% par rapport à 2016, s'est établie à 332 milliards. Selon la durée initiale du prêt, elle est restée exclusivement dominée par le long terme et les remboursements exigibles à moins d'un an n'y représentent qu'environ 6%<sup>7</sup>, d'où un risque de refinancement globalement faible. La structure de cette dette par nature du taux d'intérêt est également favorable, puisque 74% de la dette publique extérieure a été contractée à un taux d'intérêt fixe réduisant considérablement l'exposition au risque de taux. Par devise, elle est libellée à hauteur de 61,1% en euro et 27,8% en dollar contre respectivement 63,1% et 23,6% en 2015, l'année de révision du panier d'ancrage du dirham. Pour faire converger cette structure vers celle des pondérations du panier afin de limiter le risque de change, les tirages extérieurs du Trésor ont été réalisés majoritairement en dollar.

**L'inflation a décéléré et les conditions monétaires sont restées accommodantes**

Le taux d'inflation annuel s'est établi à 0,7% en décélération par rapport à 2016, résultat d'un recul des prix des produits alimentaires à prix volatils. En revanche, sa composante sous-jacente s'est accélérée à 1,3% après une baisse sensible en 2016 à 0,8%.

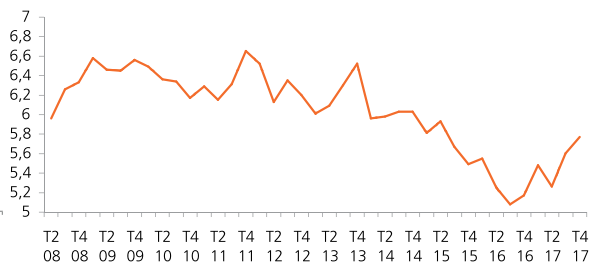
Pour ce qui est des conditions monétaires, elles ont été marquées par la dépréciation du taux de change effectif réel et le maintien du taux directeur au même niveau qu'en 2016.

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



Source : FMI et calculs BAM

**Taux d'intérêt débiteur global**

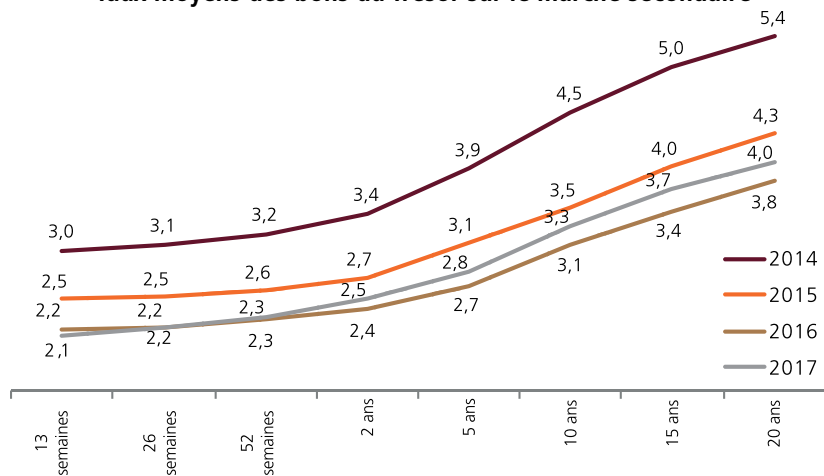


Source : BAM

<sup>7</sup> Selon le rapport du Ministère de l'Economie et des Finances sur la dette publique publié avec la loi des finances de 2018.

Parallèlement, le taux débiteur moyen pondéré en termes nominaux a légèrement augmenté de 28 points de base à 5,52%, reflétant le resserrement des conditions appliquées aux entreprises. Sur le marché secondaire des bons du Trésor, les taux ont connu des hausses plus prononcées pour les maturités longues, qui se sont traduites par une pentification de la courbe des taux. Toutefois, les niveaux actuels demeurent globalement modérés comparativement aux années antérieures à 2016.

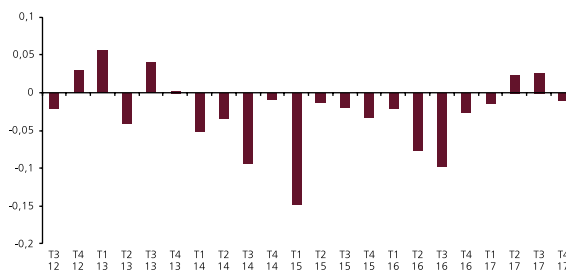
**Taux moyens des bons du Trésor sur le marché secondaire**



Source : BAM

S’agissant du coût de financement des banques, les taux sur les marchés ont légèrement augmenté en lien avec des tensions sur la liquidité. En conséquence, les coûts de financement de ces dernières se sont inscrits à la hausse pour la première fois depuis 2013.

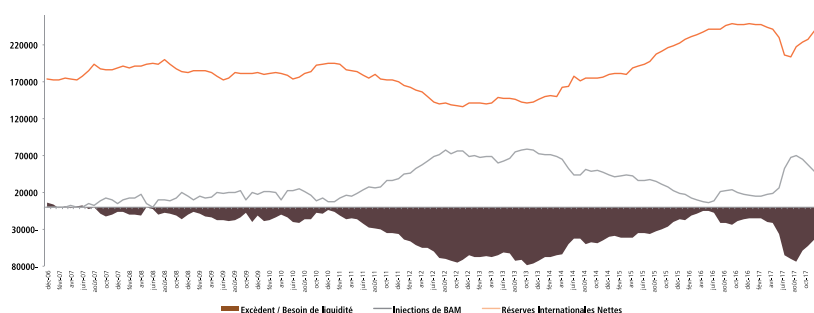
**Variation du coût de financement des banques**



Source : BAM

Pour répondre au creusement du déficit de liquidité bancaire, Bank Al-Maghrib a augmenté le montant moyen de ses injections à 41,7 milliards en 2017 contre 15,3 une année auparavant. Ce creusement résulte, principalement, de l'accroissement des détentions en devises par les banques pour les besoins de couverture à terme de leur clientèle.

### Besoin de liquidité des banques, injections BAM et RIN



Source : BAM

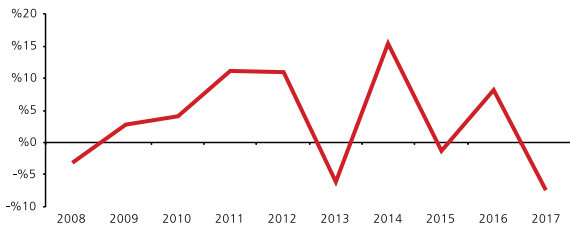
Dans ce contexte, la croissance du crédit accordé aux agents non financiers est restée limitée à 3,8% après 3,9%, essentiellement tirée par le crédit à l'équipement et à la promotion immobilière, grâce à l'assouplissement des critères d'offre pour les entreprises. En 2018 et 2019, le rythme de croissance du crédit bancaire au secteur non financier devrait s'accélérer modérément à 4% et 4,5% respectivement.

**Les taux d'intérêts appliqués aux crédits immobiliers demeurent globalement inchangés dans un contexte de baisse de la production des crédits à l'habitat**

Dans une conjoncture caractérisée par une quasi-stagnation des taux moyens assortissant les prêts immobiliers<sup>8</sup> et une baisse de la production du crédit à l'habitat, la reprise de la demande sur le marché immobilier observée en 2016 ne s'est pas poursuivie. En effet, un recul, de 7,6% en moyenne, du nombre de transactions a été constaté dans l'ensemble des grandes villes, à l'exception de Casablanca.

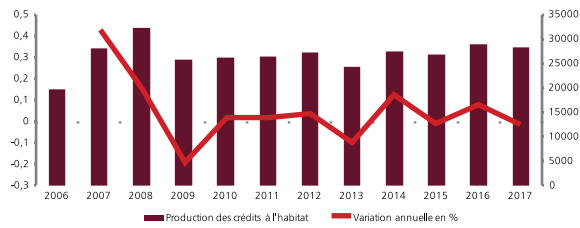
<sup>8</sup> Le taux du crédit à l'habitat est passé de 4,9% à 4,8% et celui de la promotion immobilière de 6% à 5,9%.

### Evolution du nombre de transactions, en %



Source : BAM

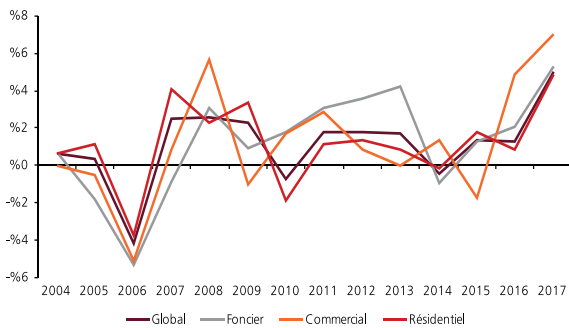
### Production des crédits à l'habitat



Source : BAM

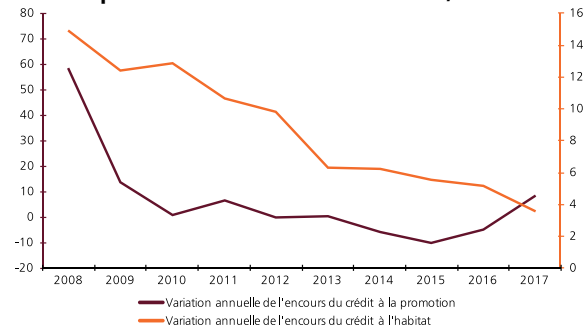
En revanche, l'IPAI a enregistré une progression annuelle moyenne de 5% contre 1,3% un an auparavant<sup>9</sup>. Cette évolution, qui ne correspond pas aux fondamentaux du marché, pourrait s'expliquer, notamment, par l'introduction en 2017 du nouveau référentiel fiscal ayant permis de réduire la pratique de la sous déclaration des prix immobiliers. Les effets de cette mesure sur l'IPAI devront s'estomper au cours des prochains trimestres.

### Variation annuelle de l'IPAI, en %



Source : BAM et ANCFCC

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



Source : BAM

Premier signe de reprise de l'offre sur le secteur, l'encours des crédits à la promotion immobilière s'est accru de 8,3%, soit sa croissance la plus importante depuis 2011. Quant au crédit à l'habitat, il a évolué à un rythme plus ralenti à 3,8% après 5,2% en 2016. En conséquence, l'écart absolu entre la croissance des crédits aux promoteurs immobiliers et ceux destinés à l'habitat s'est inversé pour la première fois. Cette situation, si elle devait se poursuivre, indiquerait davantage de pression à la baisse sur les prix immobiliers.

<sup>9</sup> Cette évolution reflète les augmentations des prix de toutes les catégories d'actifs avec des taux de 4,9% pour les biens résidentiels, de 5,3% pour les terrains et de 7,1% pour les biens à usage professionnel.



## **CHAPITRE 2**

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



## APERÇU

*Le patrimoine financier des ménages a progressé à un rythme soutenu en 2017, s'expliquant par un accroissement de leurs dépôts bancaires, ainsi qu'une hausse de leurs placements en valeurs mobilières. Parallèlement, leur dette financière, mesurée par la somme des crédits à l'habitat et à la consommation accordés aux particuliers par les établissements de crédit, a progressé de 4,4% contre 4,2% une année auparavant. Cette dette s'est ainsi maintenue autour de 30% du PIB, niveau quasi similaire à celui observé durant les cinq dernières années avec toutefois un allongement des maturités des crédits octroyés appelant à la vigilance principalement pour les prêts à la consommation. Dans ces conditions, les ménages ont vu leur taux de défaut se maintenir à 7,3% contre une moyenne de 7,1% entre 2012 et 2016.*

*Dans le même sillage, l'analyse des données d'un échantillon de ménages, relatives aux nouveaux crédits à la consommation octroyés par des sociétés de financement au cours de l'année 2017 fait ressortir en moyenne une charge de dette avoisinant 30% de leurs revenus.*

*S'agissant de la dette financière des entreprises non financières, elle s'est accrue de 3,5% contre 3,8% une année auparavant. Cette légère décélération résulte du ralentissement de la dette des entreprises publiques (6,2% contre 8,9% en 2016) lié principalement à la faiblesse du rythme de progression de sa composante bancaire. Toutefois, celle des entreprises privées a poursuivi sa tendance haussière enregistrant une évolution de 2,1% de son encours expliquée essentiellement par la hausse de leur dette bancaire.*

*La dette bancaire en souffrance des entreprises non financières a connu, quant à elle, une hausse limitée de 1,8% contre 8% en 2016, soit un taux de défaut de 10,1%.*

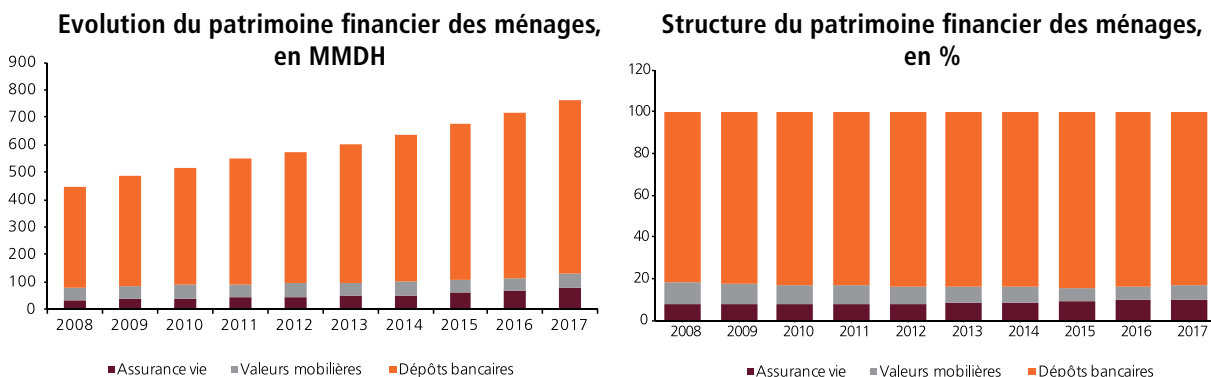
*L'étude de l'endettement d'un échantillon composé de près de 72.100 entreprises non financières publiques et privées fait ressortir un endettement à long terme pour les grandes entreprises se situant à 37% de leurs capitaux permanents à fin 2016, contre 23% pour la TPME. Cette étude révèle aussi que les délais de paiements inter-entreprises se sont allongés atteignant des niveaux inquiétants surtout pour la TPME et pour certains secteurs d'activité, notamment «l'industrie extractive», le «BTP», les «transports et communications» et les «services fournis aux entreprises».*

## II.1 MENAGES

**Le renforcement du patrimoine financier des ménages provient essentiellement de la croissance soutenue de leurs dépôts bancaires**

Le patrimoine financier des ménages a totalisé près de 762 milliards de dirhams en 2017, en progression de 6,8% (près de 36 milliards) contre 5,4% une année auparavant.

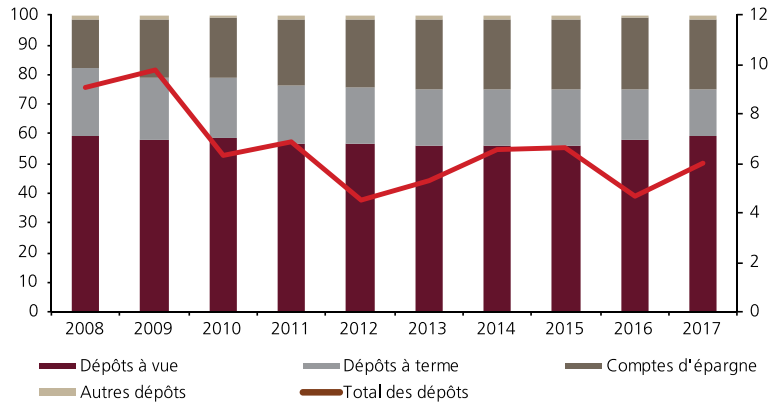
La structure de ce patrimoine est demeurée la même depuis plusieurs années avec une part dominante des dépôts bancaires qui ont représenté en 2017 plus de 80% dudit patrimoine, alors que celle des valeurs mobilières et de l'assurance vie en a représenté 10% et 7% respectivement.



Sources : BAM et ACAPS

Le renforcement de ces avoirs est tiré essentiellement par l'évolution soutenue des dépôts bancaires qui ont totalisé un montant de 634 milliards de dirhams en 2017, marquant une hausse de 6% contre 4,7% en 2016. Par composante, les dépôts à vue ont connu une forte croissance de 8,2% poursuivant leur dynamisme observé depuis 2014, pour s'élever à 375 milliards de dirhams. Les dépôts en comptes d'épargne ont également augmenté de 5,6%, atteignant 151 milliards de dirhams. Ces deux catégories de dépôts, représentant 83% du total des dépôts des ménages, ont contribué à la croissance de ces derniers à hauteur de 6,1 points de base. Par ailleurs, les dépôts à terme, s'établissant à 102 milliards de dirhams, ont eu une contribution négative de 0,2 point, accusant un repli de 1,1% en 2017. Cette baisse intervient pour la deuxième année consécutive (-4,8% en 2016), reflétant le faible intérêt des ménages à ce type de placement dans un contexte de baisse des taux d'intérêt les rémunérant.

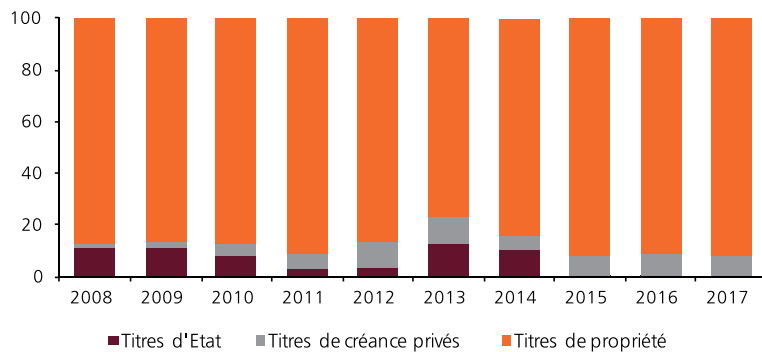
### Structure et évolution des dépôts des ménages, en %



Source : BAM

Parallèlement, les ménages ont renforcé leurs placements en titres, sous forme de valeurs mobilières avec un encours de 51 milliards de dirhams en hausse de 6,7% en 2017. Sur ce total, les titres de propriété continuent de représenter une part majoritaire de 92%. La proportion des titres de créance privés a augmenté à 8% en 2015 et demeurée quasi-stable à ce niveau jusqu'à 2017, au détriment des titres d'Etat dont la part s'est réduite à moins que 1% depuis 2014.

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

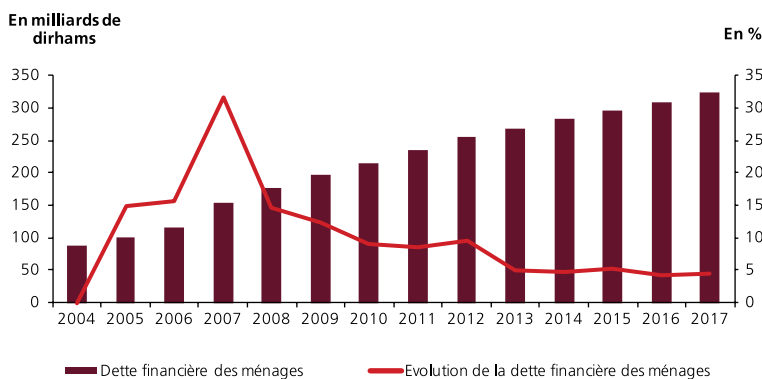


Source : BAM

**La dette financière des ménages a augmenté en 2017, à un rythme comparable à celui observé durant ces quatre dernières années**

La dette financière des ménages, mesurée par la somme des crédits accordés aux particuliers par les banques et les sociétés de financement, a atteint 323 milliards de dirhams à fin 2017, représentant 33% du total des crédits accordés à l'ensemble des agents économiques. Son évolution s'est inscrite en légère hausse par rapport à l'année 2016, passant de 4,2% à 4,4%, soit quasiment le même rythme de progression observé depuis 2013, alors que celui des années antérieures était beaucoup plus rapide (10,8% en moyenne entre 2008 et 2012 et de 14,6% entre 2004 et 2012, avec un pic de 31,7% en 2007).

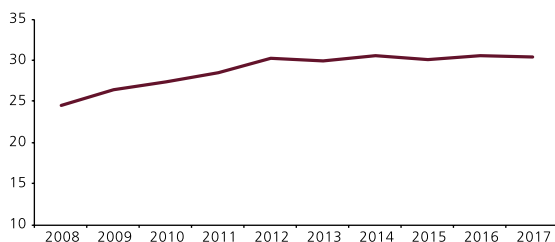
### Evolution de la dette financière des ménages



Source : BAM

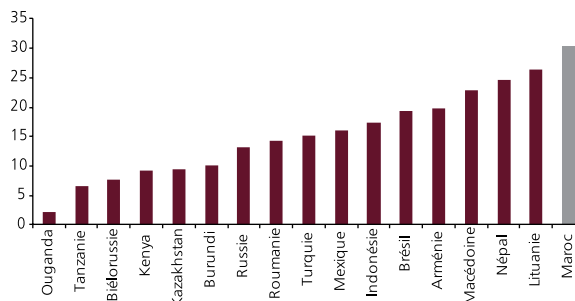
En pourcentage du PIB, la dette financière des ménages s'est établie à près de 30%, niveau quasiment stable durant les cinq dernières années. Comparativement à d'autres économies émergentes et en développement<sup>10</sup> et sous réserve de toutes les spécificités les caractérisant, le niveau d'endettement des ménages au Maroc demeure élevé.

### Evolution de la dette financière des ménages



Source : BAM et HCP

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

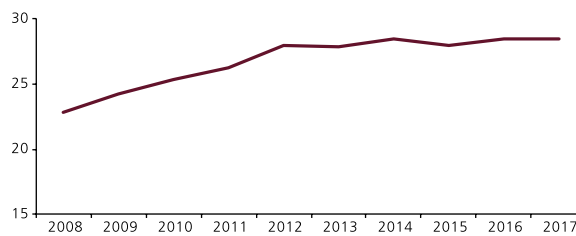


Source : BAM et HCP

<sup>10</sup> Selon le rapport de la stabilité financière dans le monde publié par le FMI en octobre 2017, la dette des ménages rapportée au PIB se situe en 2016 à 21% (valeur médiane) dans les pays émergents et à 63% dans les pays développés.

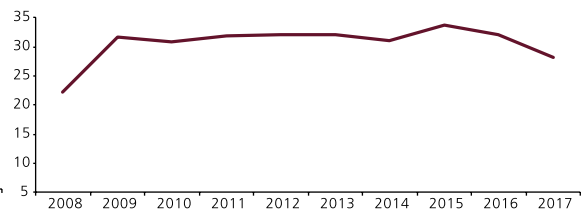
Par lieu de résidence, les ménages résidant au Maroc ont cumulé une dette de 302 milliards de dirhams, en hausse de 4,8% contre 4,5% en 2016. Cette dette représente 28,7% du PIB, un niveau comparable à celui observé durant les cinq dernières années. Parallèlement, la dette des ménages marocains résidant à l'étranger s'est élevée à 20 milliards de dirhams, en retrait de 2% comparativement à l'année précédente et représentant près de 28,1% de leurs transferts, soit un niveau en deçà de celui observé au cours des deux dernières années (32,1% en 2016 et près de 33,7% en 2015), en relation avec la hausse significative des transferts en 2017.

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



Source : BAM et HCP

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

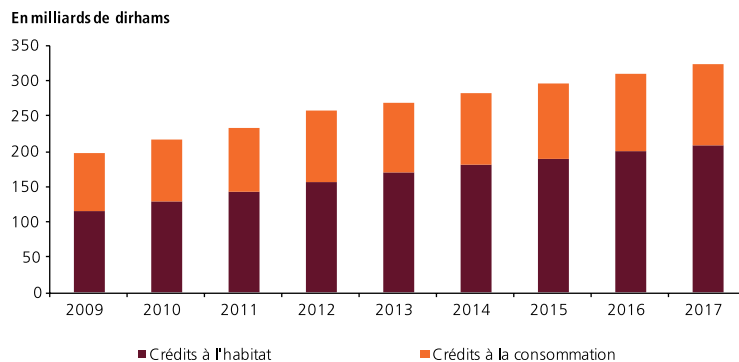


Source : BAM et Office des Changes

**L'acquisition de biens immobiliers continue de constituer le principal motif d'endettement des ménages**

La dette financière des ménages est principalement portée par les crédits à l'habitat qui en représentent près de 64% contre 36% pour les crédits à la consommation. Cette structure est demeurée stable durant les quatre dernières années.

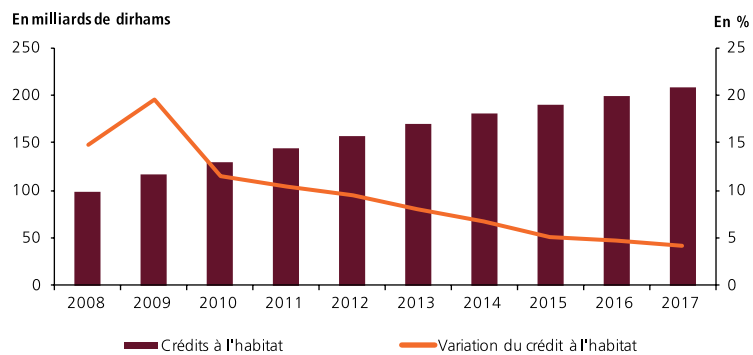
**Evolution de la composition de la dette financière des ménages**



Source : BAM

L'encours des crédits à l'habitat s'est établi à 208 milliards de dirhams, poursuivant sa décélération d'une année à l'autre depuis 2010. Sa croissance s'est limitée ainsi à 4,1% contre 4,8% une année auparavant. Malgré la baisse des taux d'intérêt appliqués aux crédits à l'habitat, les nouveaux crédits contractés par les ménages, au titre de l'année 2017, pour financer leurs nouvelles acquisitions immobilières ont baissé de 2% contre une hausse de 7,1% en 2016. Les transactions immobilières ont également baissé de 7,6% en 2017, en liaison notamment avec le renchérissement de l'ensemble des catégories d'actifs, l'IPAI ayant enregistré une hausse de 5% après 1,3% en 2016.

### Evolution du crédit à l'habitat

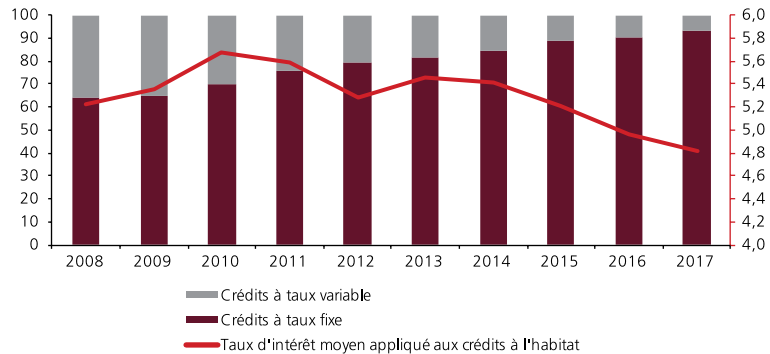


Source : BAM

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

La quasi-totalité de ces prêts sont contractés à taux fixe, leur proportion dans le total des crédits à l'habitat qui a été de 64% en 2008 s'est élargie progressivement pour atteindre 93% en 2017, alors que les crédits à taux variable ne représentent que 7%. Les ménages font ainsi preuve d'une relative prudence vis-à-vis de l'endettement à taux variable et ils profitent particulièrement, dans la conjoncture actuelle, des niveaux bas des taux d'intérêt ; les banques, en revanche, pourraient être davantage exposées au risque de taux.

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



Source : BAM

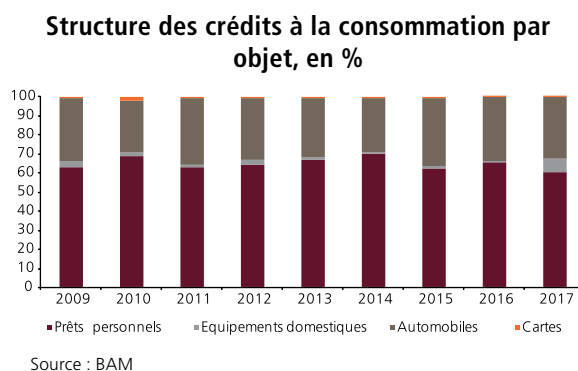
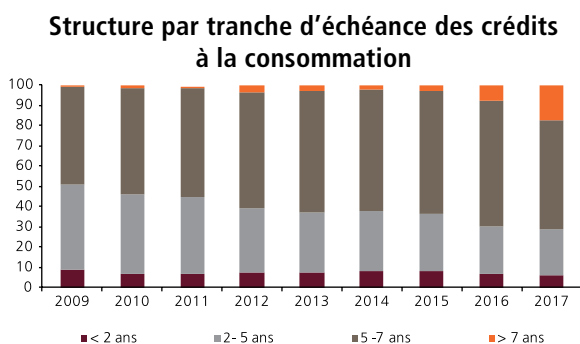
Les crédits continuent d'être majoritairement contractés pour des durées de remboursement longues. En effet, les crédits à durée supérieure à 20 ans ont représenté près de 57% en 2017. Ceux dont la durée est située entre 10 et 20 ans en représentent 36%.

Selon l'enquête sur le crédit immobilier menée annuellement par BAM auprès des banques, les bénéficiaires des crédits à l'habitat sont majoritairement des fonctionnaires et des salariés, cumulant 82% des crédits accordés contre 77% en 2016. Par tranche de revenu, la proportion des particuliers dont le revenu est inférieur à 4.000 dirhams, représente 32% contre 33% en 2016. Parallèlement, la part des ménages ayant un revenu compris entre 4.000 et 10.000 dirhams s'est maintenue à 38% d'une année à l'autre. Ceux dont le revenu est supérieur à 10.000 dirhams représentent environ 30% après 29% en 2016. Les bénéficiaires appartiennent essentiellement à la tranche d'âge de 30 à 49 ans, avec une part de 63% contre 64% une année auparavant.

#### **Les prêts à la consommation se sont accélérés en 2017 et leur durée de remboursement est de plus en plus longue**

Les prêts à la consommation contractés par les ménages se sont accélérés en 2017, enregistrant une croissance de 4,8% contre 3,2% en 2016 et totalisant un montant global de 115 milliards de dirhams. Cette tendance haussière est observée aussi bien chez les banques (3,7% après 1,8% en 2016) que les sociétés de financement (6,3% au lieu de 5%). La répartition de crédits à la consommation par objet est demeurée globalement stable. Les parts les plus importantes concernent le financement des projets personnels (60,4%) et l'achat de véhicules automobiles (32,4%).

Aussi, un allongement des durées de remboursement est-il observé au niveau des crédits à la consommation. En effet, les prêts dont la durée initiale est supérieure à 5 ans représentent une part de 71,5% contre 69,7% une année auparavant. Cette part s'est élargie progressivement d'une année à l'autre, elle était de 49% en 2009. A signaler, en particulier, que cette part inclut une proportion de prêts ayant une durée supérieure à 7 ans, en nette accélération à 17,5% après 8% en 2016 et 3,1% en 2015. La proportion des prêts d'une durée comprise entre 2 ans et 5 ans s'est, quant à elle, limitée à 22,5% et celle dont la durée est inférieure à 2 ans a été de 6,1%.



### **Les défauts de remboursement des ménages se sont accélérés en 2017**

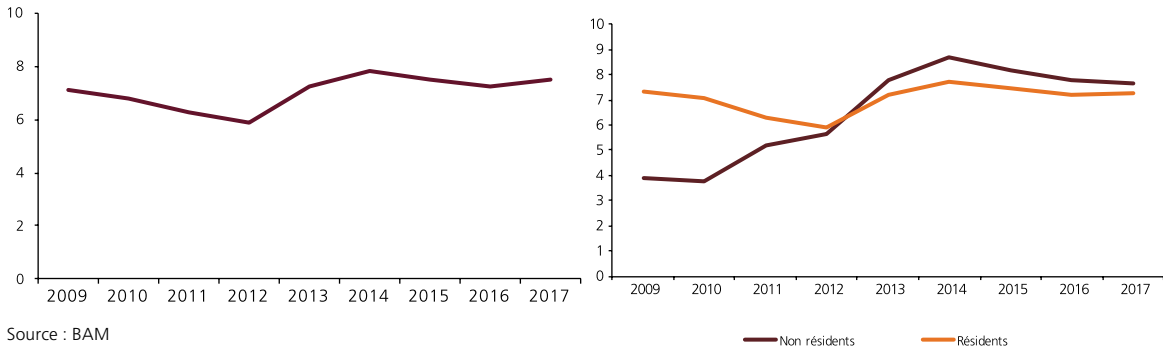
L'accroissement des défauts de paiement<sup>11</sup> des ménages s'est établi à 4,7% au titre de l'année 2017, en nette accélération par rapport à 2015 et 2016, dont la progression était limitée à 0,8% et 0,9% respectivement. Le montant des créances en souffrance des ménages auprès des banques et des sociétés de financement a ainsi totalisé 23,5 milliards de dirhams, maintenant toutefois leur taux de défaut global à 7,3% en 2017 au même niveau qu'en 2016.

<sup>11</sup> Les défauts de paiement présentent un risque de non recouvrement total ou partiel, eu égard à la détérioration de la capacité de remboursement immédiate et/ou future de la contrepartie.

Cette hausse a concerné aussi bien les crédits à l’habitat que les crédits à la consommation, dont les créances en souffrance ont progressé respectivement de 8% et 1,2% après leur décélération observée au cours des deux dernières années. Leur taux de défaut se sont ainsi établis à 6% et 9,5% après 5,8% et 9,9% une année auparavant.

La dette en souffrance chez les ménages résidents a représenté 7,2% de leur dette globale contre 7,6% chez les ménages marocains non-résidents.

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

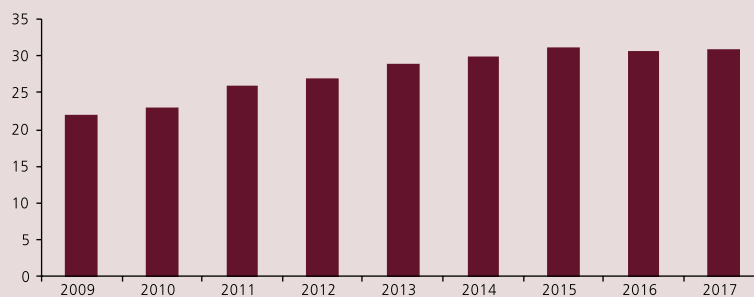


## Encadré N°2: Endettement financier des ménages

Le présent encadré propose une analyse de l'endettement financier des ménages, à partir des données recueillies auprès des principales sociétés de financement, cumulant une part de marché de près de 78,5%. Ces données concernent les particuliers, ayant renouvelé ou contracté un nouveau crédit au titre de l'année 2017. L'analyse présente une vue détaillée sur l'endettement selon le profil socioprofessionnel des bénéficiaires, avec un focus sur ceux ayant une charge de dette dépassant 40% de leur revenu.

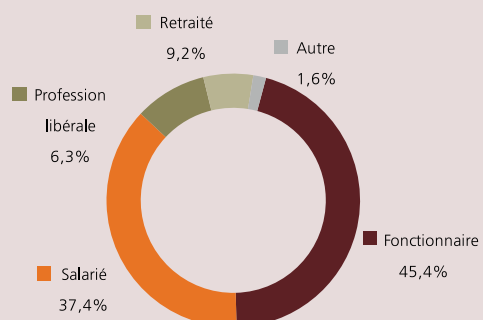
En 2017, l'étude a porté sur 265.084 dossiers de crédits à la consommation. Il en ressort un taux d'endettement moyen de 30,9%, soit un niveau comparable à celui observé au cours des trois dernières années. L'analyse par catégorie socioprofessionnelle et par âge révèle que les fonctionnaires et les salariés ont le plus accès aux crédits et les emprunteurs ont majoritairement un âge entre 41 et 60 ans. Ceux dont le revenu est supérieur à 6000 dirhams bénéficient de près de 65% du montant global des crédits accordés.

Taux d'endettement moyen des ménages, en %



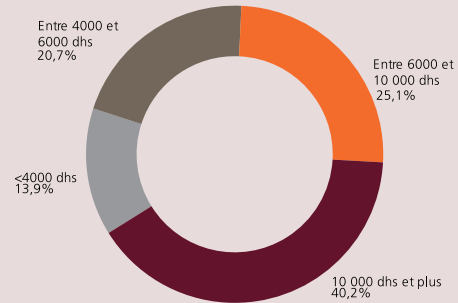
Par ailleurs, la répartition des ménages bénéficiaires de crédit à la consommation est restée globalement stable d'une année à l'autre. Le taux d'endettement chez les fonctionnaires, s'accaparant près de 45,4% du total des crédits accordés, s'est établi à 32,4%. Les salariés, avec une part de l'ordre de 37,4%, occupent la deuxième position et supportent une charge d'endettement moyen de 30,2% par rapport à leur revenu. Par ailleurs, les personnes exerçant une profession libérale et les retraités, cumulant respectivement 9,2% et 6,3% des crédits de consommation octroyés, ont affiché des taux d'endettement de 26,4% et 29%.

répartition des bénéficiaires par catégorie socioprofessionnelle en %



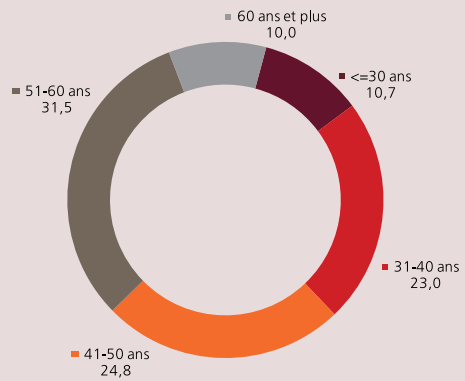
Par tranche de revenu, les ménages ayant les revenus les plus élevés se sont accaparés 65,4% du total des crédits accordés et leur taux d'endettement s'est situé à près de 30% de leurs revenus. Par ailleurs, les individus dont la tranche de revenus est inférieure à 4000 et ceux ayant un revenu entre 4000 et 6000 dirhams ont bénéficié respectivement de 20,7% et 13,9% de ce montant, leurs charges de dette a représenté 32,4% et 31,8%.

**Part des individus selon leur tranche de revenu dans le total du montant financé en crédit à la consommation en 2017**

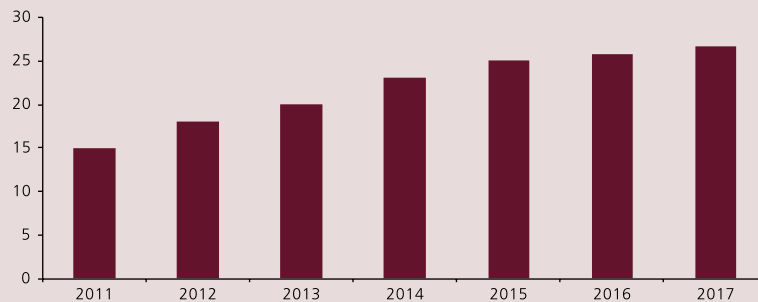


Par tranche d'âge, les bénéficiaires les plus endettés sont ceux, dont l'âge est compris entre 41 et 60 ans, avec une part de 56,3%. Leur taux d'endettement moyen se situe à 31,3% pour la tranche d'âge de 41 à 50 ans et de 31,5% pour celle allant de 51 à 60 ans. Les personnes de la tranche d'âge 31-40 ans représentent 23% de l'ensemble des personnes ayant contracté un crédit en 2017. Ils affichent un taux d'endettement moyen de 31%, alors que les plus jeunes, qui ont moins de 30 ans, sont endettés en moyenne à hauteur de 28,9% par rapport à leur revenu et ne représentent que 10,7% de l'ensemble des dossiers examinés.

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



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

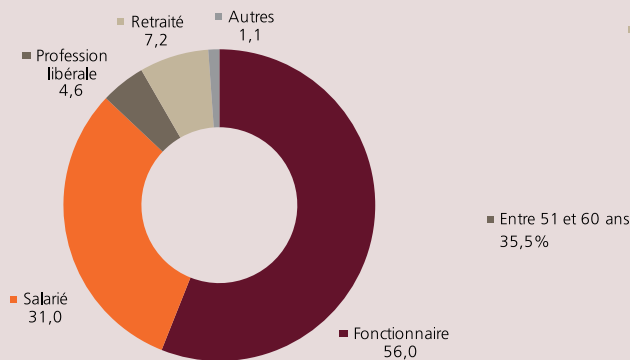


(\*) : Particuliers ayant contracté un nouveau crédit à la consommation, au titre de l'année 2017. Les données sont recueillies auprès des principales sociétés de financement.

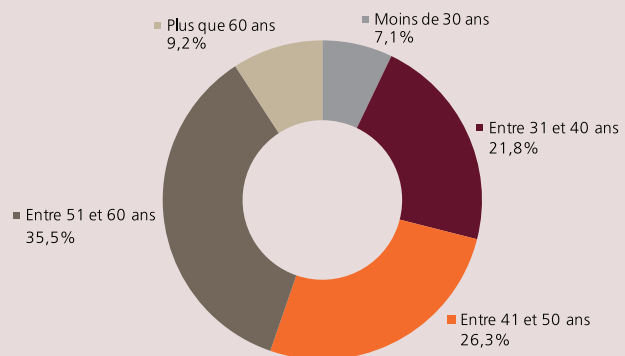
La proportion des particuliers, dont la charge d'endettement est supérieure à 40% de leur revenu, a représenté 26,6% en 2017, cumulant près de 37% des crédits octroyés, en hausse par rapport à 2016 et 2015 où cette part a été de l'ordre de 25,7% et 25,1% respectivement. Elle est constituée à hauteur de 87% de fonctionnaires et de salariés, dont le taux d'endettement moyen est de l'ordre de 53,7% et 53,3% respectivement. Les individus, dont le revenu est supérieur à 6.000 dirhams, en représentent près de 53,8% totalisant 22,3% du montant global des crédits octroyés.

Cette population appartient à hauteur de 62% aux tranches d'âge allant de 41 à 50 ans et de 51 à 60 ans, avec des taux d'endettement respectifs de 53,6% chacune. Les plus âgés de cette catégorie, ayant plus que 60 ans, ont une charge d'endettement de 51,1% et ne représentent que 9,2%. De même, les plus jeunes de moins de 30 ans représentent une part de 7,1%, et ceux dont l'âge est entre 31 et 40 ans en représentent 21,8% avec un taux d'endettement de 54,1%.

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



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



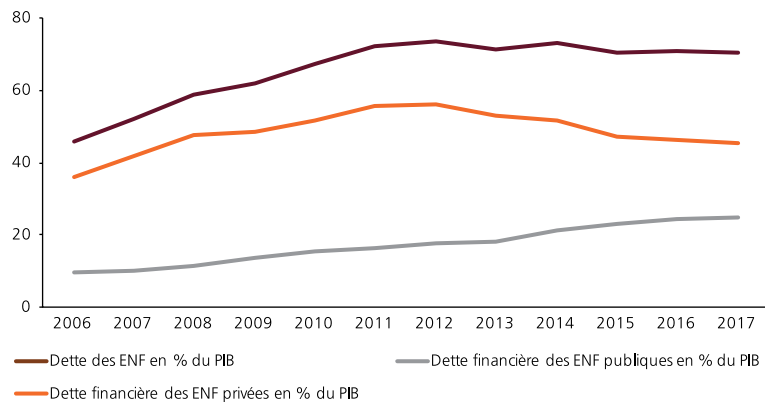
Source des données : base de données des établissements de crédit, calcul BAM

## II.2 ENTREPRISES NON FINANCIERES

**La croissance de la dette financière des entreprises non financières a légèrement décéléré en 2017, impactée notamment par le ralentissement de celle des entreprises publiques**

Au terme de l'année 2017, l'endettement des entreprises a totalisé 746 milliards en hausse de 3,5% contre 3,8% une année auparavant. Rapporté au PIB, le niveau de cette dette s'est établi à 70%. Cette évolution résulte du ralentissement de la dette des entreprises publiques (6,2% contre 8,9% en 2016) en dépit d'une légère accélération du rythme de croissance de celle des entreprises privées.

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

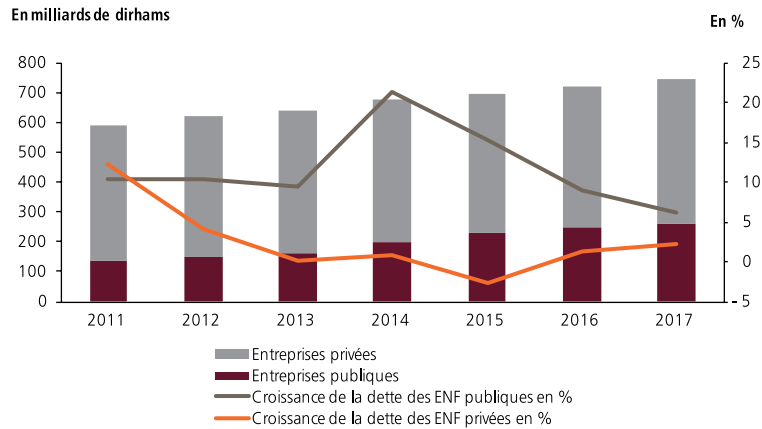


Source : BAM

L'endettement des entreprises privées, constituant 65% de la dette globale des entreprises non financières, s'est quelque peu redressé, enregistrant une évolution de 2,1% contre 1,3% en 2016. Cette hausse s'explique essentiellement par la hausse de leur dette bancaire, qui représente la principale source de financement (89%), passant de 1,6% à 2,5%.

La décélération de la dette des entreprises publiques, quant à elle, est liée principalement à la baisse significative du rythme de croissance de sa composante bancaire (qui représente 19% de leur dette financière) passant de 19,6% en 2016 à 5,3% en 2017.

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

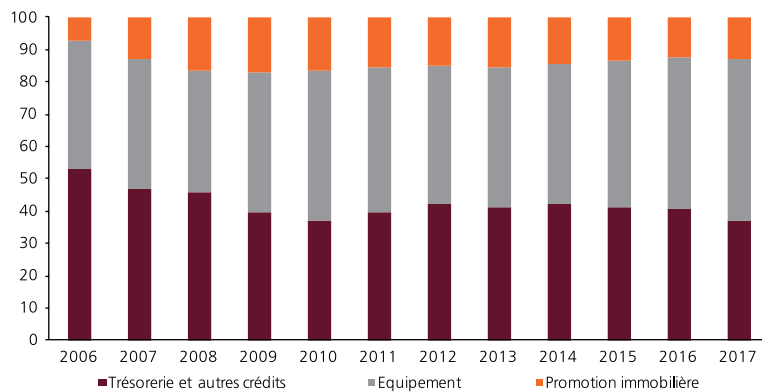


Source : BAM

**La dette bancaire continue de servir les besoins de financement de biens d'équipement ainsi que ceux de trésorerie**

Prise séparément, la dette bancaire, constituant 64% de la dette globale des entreprises non financières, a connu une hausse de 2,8%, en décélération après 3,1% à fin 2016, dans un contexte de demande de crédit atone, pour s'établir à 480 milliards de dirhams. Son ratio par rapport au PIB s'est établi à 45%, en légère baisse par rapport à l'année précédente (46%).

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



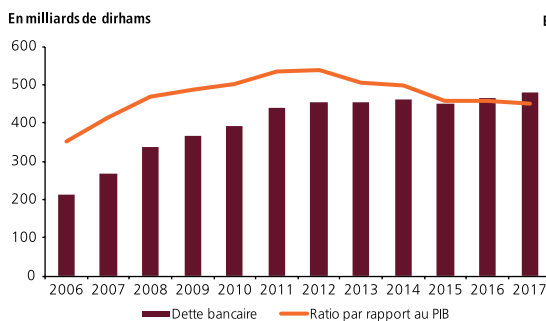
Source : BAM

La structure des emprunts bancaires fait ressortir une hausse de la proportion des crédits contractés pour des besoins de financement des biens d'équipement au détriment de celle des crédits de trésorerie, avec respectivement 50% et 37% de la dette bancaire globale à fin 2017. La dette destinée à financer la promotion immobilière (représentant 13% de l'endettement bancaire) a, quant à elle, renoué avec la croissance avec une hausse de 5,1%, après un recul enregistré depuis 2014.

Pour sa part, la dette extérieure des entreprises non financières a poursuivi son rythme de décélération à 6,8% contre 8,3% une année auparavant, en s'affichant à 203 milliards de dirhams à fin 2017. Les entreprises publiques concentrent près de 89% de cette dette, ce qui pourrait accroître leur exposition au risque de change, suite au passage à un régime de change plus flexible.

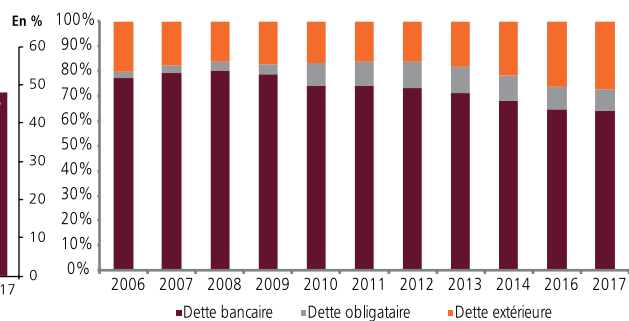
S'agissant de la dette obligataire, elle a poursuivi son ralentissement amorcé en 2015. Son encours s'est infléchi de 0,6% à 63 milliards de dirhams, dont 57% a été émis par des entreprises publiques. Cette évolution résulte principalement du recul de celle des entreprises privées de 11,7% après celle de 15% en 2016.

**Evolution de la dette bancaire des entreprises non financière et son ratio par rapport au PIB**



Source : BAM

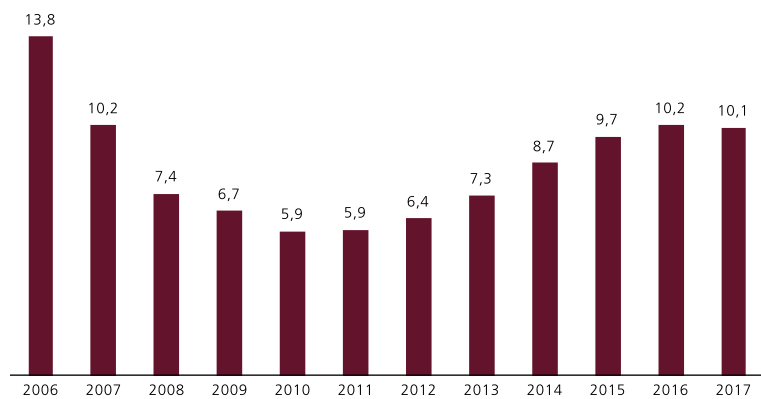
**Composition de la dette financière des entreprises non financières, en %**



**Le rythme de croissance des dettes en souffrance des entreprises non financières s'est fortement ralenti**

La dette bancaire en souffrance des entreprises non financières a connu une nouvelle décélération, enregistrant ainsi une hausse limitée de 1,8% contre 8% en 2016, pour s'établir à 48,5 milliards de dirhams à fin 2017. Le taux des défauts y afférent s'est situé à 10,1% contre 10,2% enregistré à fin 2016.

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



Source : BAM

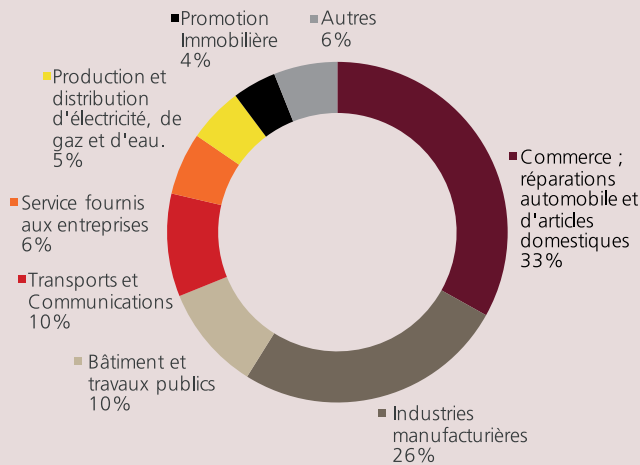
Par secteur d'activité, les taux de défaut les plus élevés sont enregistrés par les entreprises opérant dans le secteur du tourisme, soit 22%, suivi du secteur de l'industrie manufacturière et celui du commerce avec des taux respectifs de 16% et 13%.

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

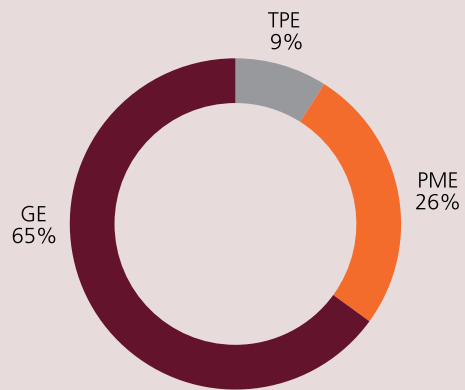
L'étude a porté sur l'analyse de l'endettement d'un échantillon de près de 72.100<sup>12</sup> entreprises non financières en 2016, cumulant un chiffre d'affaires de 1.036 milliards de dirhams, une dette financière avoisinant 403 milliards au titre de l'exercice 2016 et une dette commerciale culminant 356 milliards. Cette étude s'étale sur une période de 5 années, de 2012 à 2016, date la plus récente de disponibilité des états financiers centralisés.

La répartition de l'échantillon en 2016 est décrite comme suit :

Répartition des entreprises de l'échantillon par secteurs d'activité sur la base du Chiffre d'affaires



Répartition des entreprises de l'échantillon selon la taille (Chiffre d'affaires)



Source : OMPIC, MEF et calculs BAM

La situation financière des entreprises composant l'échantillon est appréciée principalement à travers l'évolution de leur endettement financier et commercial. Cette étude se propose d'analyser l'évolution des principaux indicateurs y afférents.

Les résultats et les tendances par secteur d'activité et par taille se présentent comme suit :

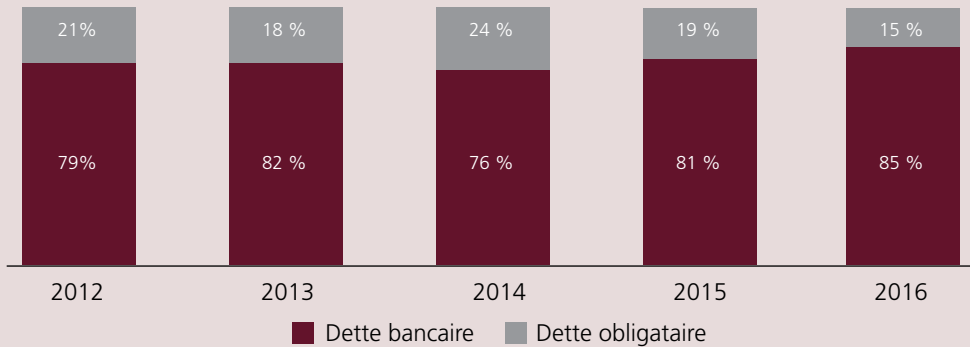
#### Endettement financier des entreprises non financières :

En 2016, l'endettement financier des entreprises de l'échantillon est composé à hauteur de 70 % de la dette à long terme, tandis que la part de la dette de trésorerie s'est située à 30%.

12 Entreprises pour lesquelles les données comptables pour les cinq dernières années ont été réunies et fiabilisées.

• Endettement financier à long terme<sup>13</sup>:

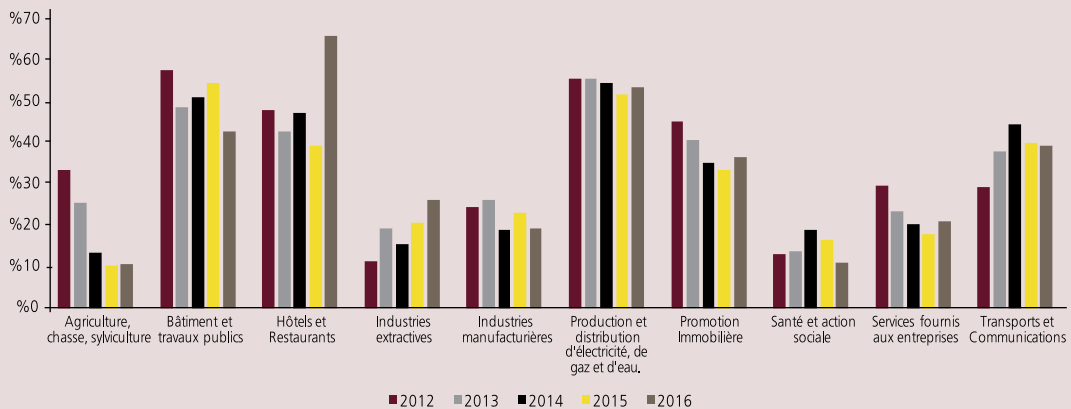
Evolution de la composition de la dette de financement à long terme des entreprises de l'échantillon



Source : OMPIC, MEF et calculs BAM

La dette de financement à long terme est constituée principalement de la composante bancaire qui s'est établie à hauteur de 85% de l'endettement à long terme en 2016 contre une moyenne de 81% sur la période 2012-2016.

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



Source : OMPIC, MEF et calculs BAM

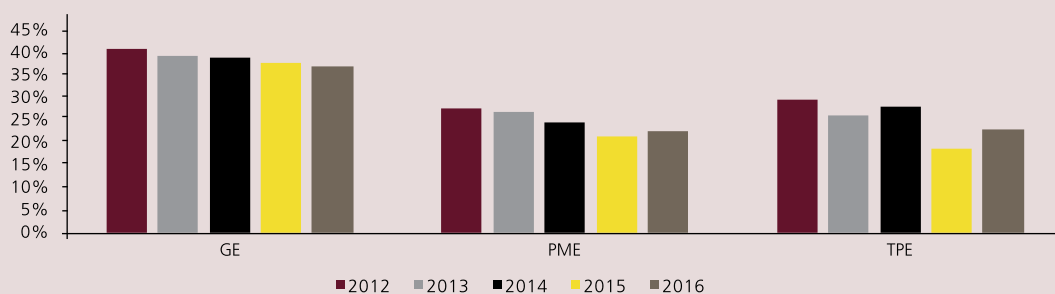
<sup>13</sup> L'endettement à long terme est mesuré par le rapport entre la dette financière, bancaire et obligataire, et les capitaux permanents

L'analyse de l'endettement financier à long terme par secteur d'activité fait ressortir des niveaux d'endettement et des évolutions différenciées. En effet, les entreprises opérant dans le secteur « Hôtels et Restaurants » ont affiché les niveaux les plus élevés avec une moyenne de 66% d'endettement par rapport à leurs capitaux permanents à fin 2016 contre 39% en 2015, suivies par celles relevant du secteur de la « Production et distribution d'électricité, de gaz et d'eau » qui ont vu leur endettement par rapport à leurs capitaux permanents progresser de 52% en 2015 à 54% à fin 2016. En revanche, l'endettement des entreprises du secteur du « BTP » a accusé un repli important, reculant ainsi de 54% en 2015 à 43% à fin 2016.

Les plus faibles taux d'endettement à long terme sont enregistrés par les entreprises relevant du secteur « Agriculture, chasse et sylviculture » avec 11%.

En termes d'évolution, le secteur « Hôtels et Restaurants » a marqué le plus important accroissement du taux d'endettement à long terme, passant de 39% en 2015 à 66% à fin 2016.

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

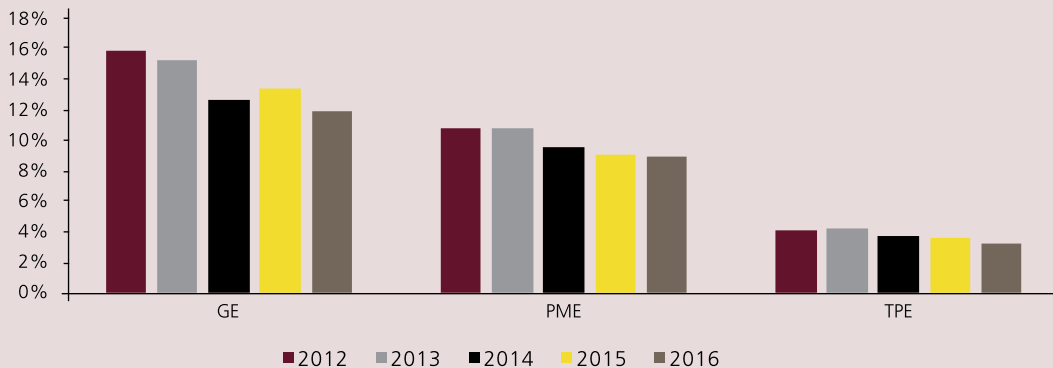


Source : OMPIC, MEF et calculs BAM

Par taille d'entreprise, le taux d'endettement à long terme de la grande entreprise (GE) s'est inscrit en légère tendance baissière, se situant à 37% en 2016 en baisse d'un point de pourcentage par rapport à 2015, tandis que la très petite entreprise (TPE) et la petite et moyenne entreprise (PME) ont enregistré un accroissement de leur endettement à long terme s'établissant 23% à fin 2016 contre 19% et 22% respectivement une année auparavant.

## • Endettement financier à court terme<sup>14</sup>:

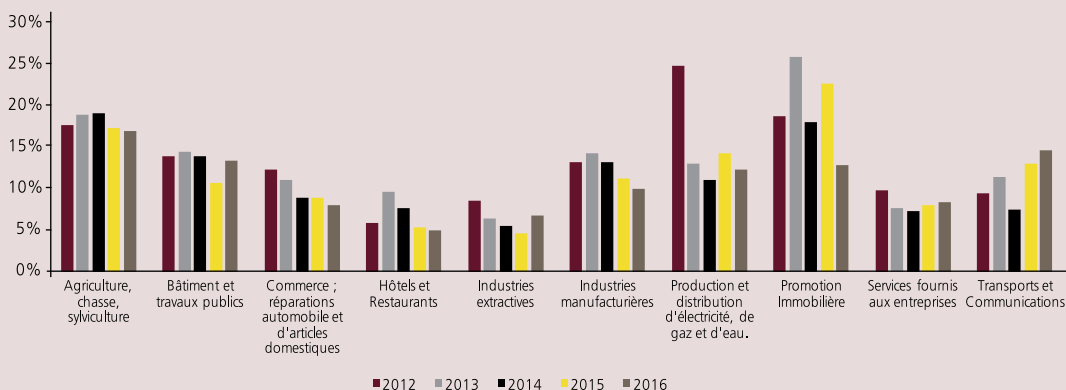
### Evolution de l'endettement de trésorerie des entreprises de l'échantillon - par taille



Source : OMPIC, MEF et calculs BAM

En sus du financement à travers l'endettement à long terme, les entreprises ont fait appel au financement à court terme qui s'est globalement rétréci entre 2012 et 2016. Par taille, l'endettement à court terme est relativement faible sur le segment de la très petite entreprise avec des niveaux avoisinant 3% du chiffre d'affaires. Cependant, la GE et la PME ont bénéficié davantage de facilités de trésorerie et ont affiché des niveaux relativement élevés, s'établissant en moyenne à 12% et 9% respectivement à fin 2016 contre 16% et 11% enregistrés en 2012.

### Evolution de l'endettement de trésorerie des entreprises de l'échantillon - par secteur d'activité



Source : OMPIC, MEF et calculs BAM

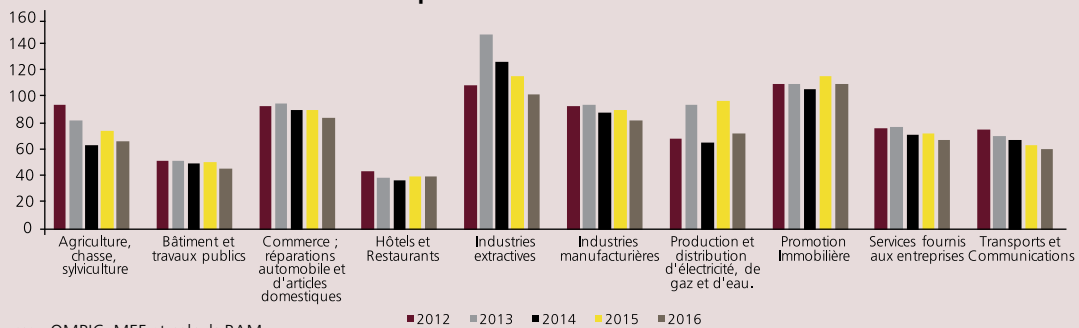
<sup>14</sup> L'endettement à court terme est le rapport entre la dette de trésorerie et le chiffre d'affaires.

Par secteur d'activité, les concours de trésoreries les plus élevés à fin 2016 ont été observés chez les entreprises opérant dans les secteurs « Agriculture, chasse et sylviculture », « Transports et Communications », et « Bâtiments et travaux publics » avec des taux d'endettement de court terme respectifs de 17%, 15% et 13%.

**Endettement inter-entreprises des entreprises non financières :**

• **Délais fournisseurs<sup>15</sup>:**

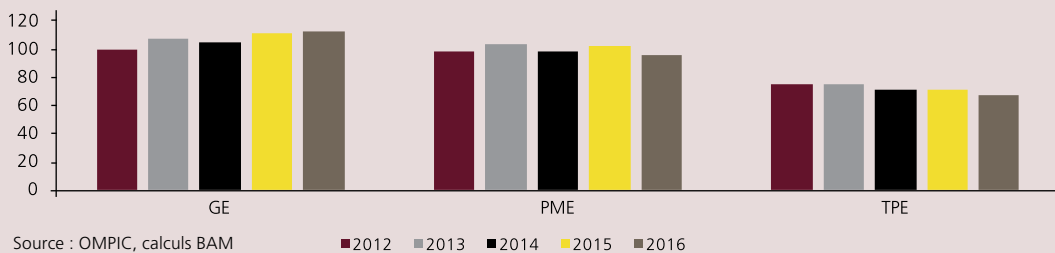
**Evolution de la dette des fournisseurs en jours d'achats des entreprises de l'échantillon - par secteur d'activité**



Source : OMPIC, MEF et calculs BAM

En plus de l'endettement financier, les entreprises de l'échantillon ont eu recours à l'endettement fournisseurs. Une analyse sectorielle de l'évolution des délais de règlement fournisseurs fait ressortir que les entreprises opérant dans les secteurs «Promotion immobilière» et «Industries extractives» ont enregistré les délais les plus importants. Ces délais ont reculé pour s'établir respectivement à 111 et 102 jours d'achats en 2016 contre 116 et 117 jours d'achats une année auparavant. En revanche, les entreprises relevant des secteurs « BTP » et « Hôtels et Restaurants » ont dégagé les délais les plus courts de règlement de leurs fournisseurs représentant respectivement 47 et 40 jours de leurs achats.

**Evolution de la dette des fournisseurs en jours d'achats des entreprises de l'échantillon - par Taille**



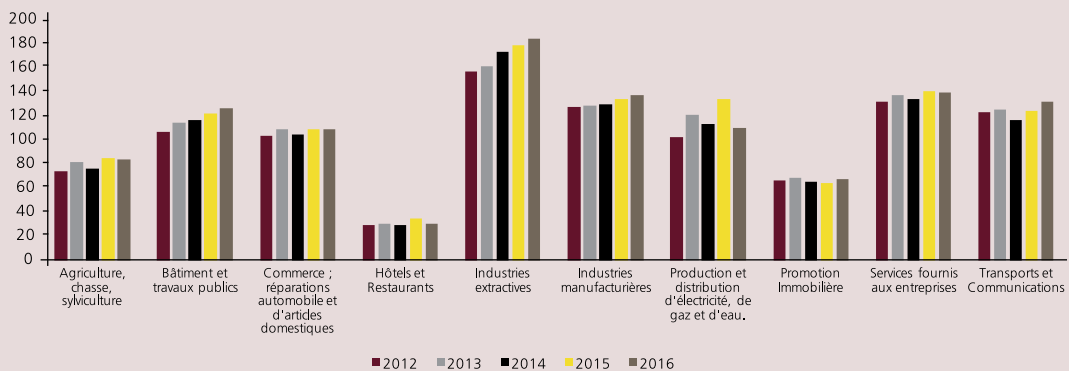
Source : OMPIC, calculs BAM

15 Exprimé en jours d'achats, le ratio « délais fournisseurs » rapporte les dettes fournisseurs aux achats et autres charges externes TTC, multiplié par 360. Les dettes fournisseurs sont calculées après déduction des avances et acomptes versés aux fournisseurs.

Au regard de la taille, la dette fournisseurs se situe à des niveaux plus élevés dans le compartiment de la GE représentant 113 jours de leurs achats en 2016 contre 112 une année auparavant, suivi par la PME affichant un délai de règlement fournisseurs de 96 jours, tandis que la TPE accuse les délais fournisseurs les plus courts avec 68 jours d'achats contre des délais respectifs de 102 jours et 71 jours d'achats observés en 2015.

- **Délais de règlement clients<sup>16</sup>:**

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



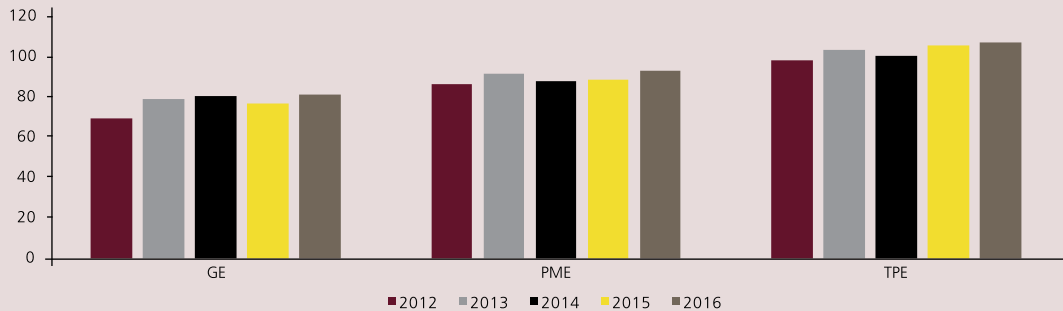
Source : OMPIC, calculs BAM

Globalement, les entreprises de l'échantillon ont vu les délais de paiement de la part de leurs clients s'allonger, hormis celles opérant dans les secteurs « Hôtels et restaurants » et « Production et distribution d'électricité, de gaz et d'eau ».

L'analyse sectorielle des délais de paiement clients révèle une situation contrastée. En effet, les secteurs « Industries extractives », « Services fournis aux entreprises » et « Industries manufacturières » enregistrent les délais de règlement clients les plus élevés avec des créances clients reflétant respectivement 184, 140 et 138 jours de chiffre d'affaires en 2016, contre respectivement 178, 140 et 134 jours de chiffre d'affaires à fin 2015. Tandis que les entreprises du secteur « Hôtels et restaurants » bénéficient des délais de règlement les plus courts de la part de leurs clients, se situant à 30 jours de chiffre d'affaires en repli de 4 jours par rapport à 2015.

<sup>16</sup> Exprimé en jours de chiffre d'affaires, le ratio « délais clients » rapporte les créances clients, effets escomptés non échus inclus, au chiffre d'affaires toutes charges comprises (TTC), multiplié par 360. Les créances clients sont calculées après déduction des avances et acomptes versés sur commande.

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



Source : OMPIC, calculs BAM

Au regard de la taille, les grandes entreprises, ayant un pouvoir de négociation plus significatif, ont accordé les plus courts délais de paiement à leurs clients, avoisinant 81 jours de leur chiffre d'affaires en 2016 contre 93 jours pour la PME et 107 jours pour la TPE.

Les trois segments d'entreprises ont connu un allongement de leurs délais de paiement clients depuis 2012, mais à des niveaux différenciés. En effet, la TPE a subi un allongement de leurs délais de règlement clients de 9 jours de chiffre d'affaires, contre respectivement 7 et 11 jours pour la PME et la GE.

En conclusion, les délais de paiement clients se sont globalement allongés atteignant des niveaux inquiétants surtout pour la TPME et pour certains secteurs d'activité, notamment « l'industrie extractive », le « BTP », les « transports et communications » et les « services fournis aux entreprises », tandis que les délais de règlement fournisseurs se sont rétrécis pour la TPME et allongés pour la GE, ayant un pouvoir de négociation plus important.



## **CHAPITRE 3**

### **SOLIDITE DES INSTITUTIONS FINANCIERES**



## APERÇU

*Dans un contexte de croissance modeste de crédit, les banques ont réalisé en 2017, un résultat net cumulé, en hausse de 17,6%\*, sous l'effet de la baisse de leur coût du risque et du redressement de la marge d'intérêt. Les créances en souffrance détenues par les banques continuent de décélérer de 2,3% contre 6,8% et 9% en 2015, soit un taux moyen de sinistralité de 7,5% contre 7,6% en 2016 et 7,4% en 2015. Ces créances ont été couvertes par des provisions à hauteur de 71% en 2017, contre 69% en 2016. Des provisions à caractère général ont été également constituées en couverture des risques non avérés, d'un montant de 8,4 milliards de dirhams, en hausse de 12,6% par rapport à fin 2016.*

*Parallèlement, le ratio moyen des fonds propres des banques marocaines a enregistré une baisse, soit un ratio de 13,9%, contre 14,2% en 2016, au-dessus du seuil minimum réglementaire de 12%, tandis que le ratio des fonds propres de catégorie 1 s'est établi à 10,9%, après 11,5% en 2016, pour un minimum réglementaire de 9%. Cette évolution est liée à l'impact d'une opération exceptionnelle réalisée en 2016.*

*Les tensions sur la liquidité des banques se sont relativement accentuées d'une année à l'autre, atténuées toutefois par le renforcement de la collecte des dépôts à vue, du refinancement obligataire et des interventions de la Banque Centrale. Ces dernières se sont élevées à 41,7 milliards de dirhams en 2017 contre 15,3 milliards environ en 2016.*

*Les résultats des exercices de stress tests confirment globalement la capacité des banques marocaines, qui représentent près des deux tiers du système financier, à conserver leur résilience face aux chocs issus des conditions macroéconomiques, de leurs expositions intra-financières et de celles émanant des filiales implantées à l'étranger, particulièrement en Afrique. Elles demeurent toutefois, vulnérables aux chocs potentiels susceptibles d'impacter la qualité du crédit de leurs plus grandes contreparties.*

*S'agissant du secteur des assurances, son activité a connu une amélioration en 2017. Sa rentabilité a progressé de 20,2% atteignant des résultats nets de 3,8 milliards de dirhams. La marge de solvabilité s'est également accrue, dépassant largement le minimum exigé par le cadre prudentiel en vigueur. Néanmoins, elle ne couvre parmi les risques encourus que le risque de souscription. Le cadre prudentiel relatif à la Solvabilité basée sur les risques en cours de préparation devrait renforcer la résilience des entreprises d'assurances et de réassurance face aux différents risques auxquels elles sont exposées.*

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

(\*) Sur la base des résultats retraités de l'impact d'une opération exceptionnelle, réalisée l'an dernier.

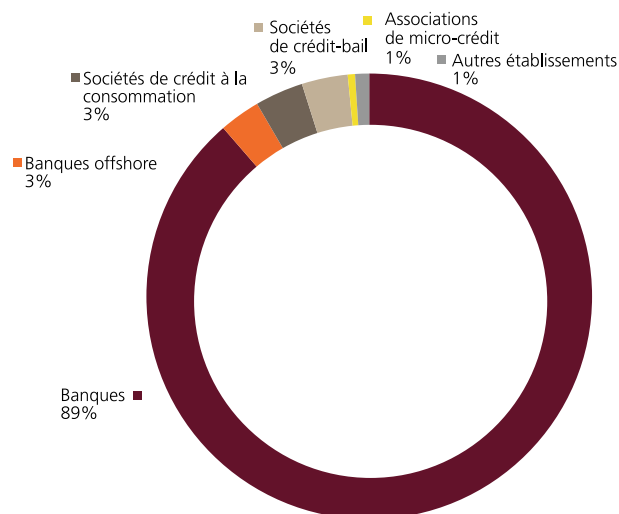
*Concernant les régimes de retraite, le niveau des prestations servies a représenté 117% de celui des cotisations perçues et leurs réserves ont atteint 293,7 milliards de dirhams, en hausse de 4,5% par rapport à 2016. La réforme paramétrique du Régime des Pensions Civiles intervenue en 2016 n'a pas permis de redresser le solde global du régime qui est entré en phase de déficit structurel depuis 2015. Les soldes globaux du RCAR et de la CNSS devraient se maintenir positifs jusqu'en 2021 et 2027 respectivement. L'épuisement des réserves de la CNSS est prévu en 2043 alors que celui du RCAR intervient en 2040. L'horizon de viabilité du RPC-CMR est plus réduit puisque ses réserves s'épuiseront en 2027.*

### III.1 SECTEUR BANCAIRE<sup>17</sup>

**Le secteur bancaire représente les deux tiers environ du secteur financier**

La taille du système financier marocain, mesurée par le total des actifs de ses composantes, est dominée par le secteur bancaire<sup>18</sup>, qui en représente environ les deux tiers. L'activité de ce dernier est centrée sur les métiers traditionnels d'intermédiation financière<sup>19</sup> reflétée par le poids prépondérant des activités de détail au niveau des bilans des banques.

#### Composition du secteur bancaire -Part dans le total actif



Source : BAM

**L'activité du secteur bancaire a progressé à la faveur de l'accroissement de la collecte des dépôts**

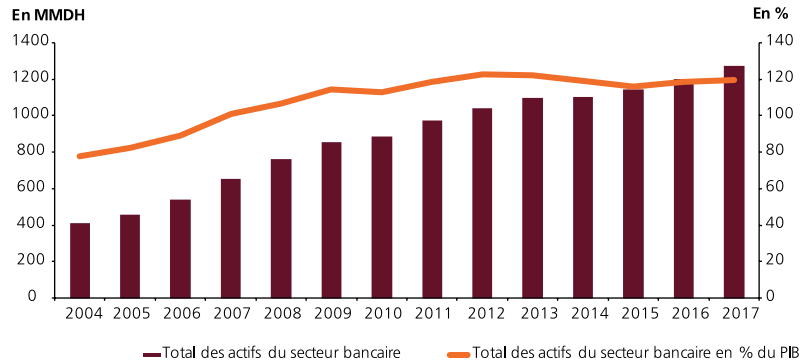
Au terme de l'année 2017, la taille du secteur bancaire appréhendée par son total bilan cumulé, s'est élevée à 1 271 milliards de dirhams, marquant une hausse de 6%, après 4,7% et 3,8% respectivement en 2016 et 2015. En pourcentage du PIB, ce total bilan représente 120% contre 118% une année auparavant. Cette évolution reflète notamment, du côté des emplois, une hausse du portefeuille titres et des crédits et du côté des ressources, une hausse des dépôts collectés auprès de la clientèle et une augmentation du refinancement sur le marché obligataire.

<sup>17</sup> Cette section fait ressortir les principaux indicateurs de solidité du secteur bancaire sur base individuelle.

<sup>18</sup> Au cours du 2<sup>ème</sup> semestre de l'année 2017, le paysage bancaire a évolué avec le démarrage au 3<sup>ème</sup> quadrimestre de 5 banques et 3 fenêtres participatives. Leur activité ayant été marginale, les données y afférentes ne sont pas prises en compte dans les analyses présentées ci-après.

<sup>19</sup> L'intermédiation bancaire désigne la fonction remplie par les banques comme intermédiaires financiers, qui consiste à collecter les disponibilités sous forme d'épargne et de dépôts auprès des agents économiques et à accorder des crédits.

## Evolution de la taille du secteur bancaire

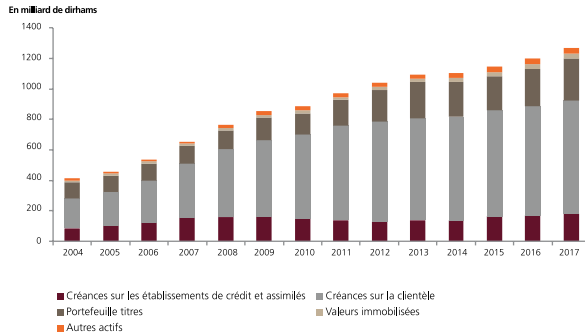


Source : BAM

L'examen de la structure du bilan des banques n'a pas connu de changements significatifs par rapport aux années précédentes. Du côté des emplois, les crédits à la clientèle, constituant la composante la plus importante, s'est néanmoins réduites de 1,2 point de base, pour atteindre 58,6% en 2017, au profit d'un renforcement de celle du portefeuille titres, qui a augmenté de 1,1 point à 21,6%, enregistrant une hausse de 11,7% d'une année à l'autre après 9,7% en 2016. Les créances sur les établissements de crédit ont, quant à eux, maintenu leur part aux alentours de 14%, affichant une progression de 5,5% contre 3,7% une année auparavant.

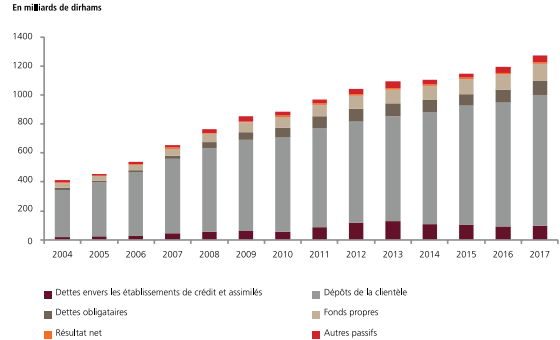
S'agissant des ressources, leur structure s'est maintenue quasi-stable et leur croissance a été tirée essentiellement par les dépôts collectés auprès de la clientèle, constituant près de 71% des ressources collectées. De même, les fonds propres des banques et la dette obligataire émise par ces institutions, représentant 9,1% et 7,8% respectivement, ont progressé de 6,1% et 14,2% en 2017 après 4,3% et 8,8% une année auparavant. Par ailleurs, les ressources en provenance des établissements de crédit ont connu une hausse de 7% après trois années consécutives de baisse, traduisant ainsi le nouveau besoin de refinancement des banques auprès de Bank Al-Maghrib.

### Evolution de la structure des emplois des banques



Source : BAM

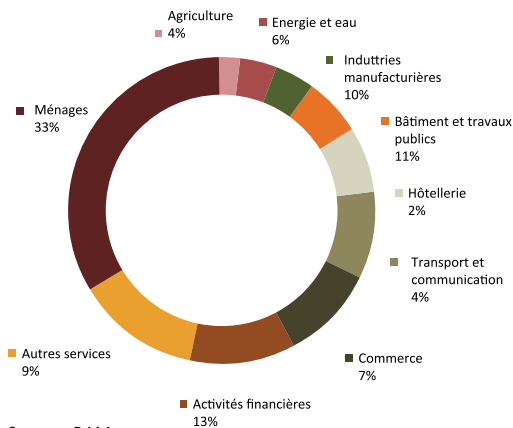
### Evolution de la structure des ressources des banques



**A l'instar des années précédentes, le portefeuille de crédit à la clientèle est demeuré diversifié sur le plan sectoriel**

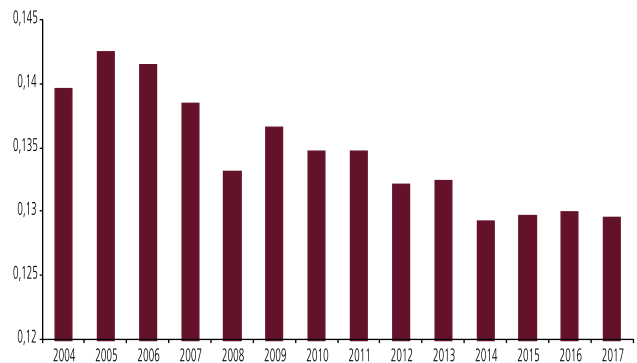
La répartition sectorielle des crédits bancaires demeure bien diversifiée, sans changement notable durant les trois dernières années. Les ménages et les entreprises opérant dans le secteur des « activités financières » concentrent des parts de 33% et 13% respectivement des crédits accordés. La part revenant aux secteurs du « Bâtiment et travaux publics » et des « industries manufacturières » s'est établie à 11% et 10%, suivi par les secteurs du commerce (7%) et transport et communication (4%). Ce constat est confirmé par le calcul de l'indice IHH<sup>20</sup>, qui s'est établi à 0,130, le même niveau que celui observé au cours des dernières années.

### Répartition sectorielle des crédits par décaissement des banques à fin 2017



Source : BAM

### Indice HHI mesurant la concentration sectorielle

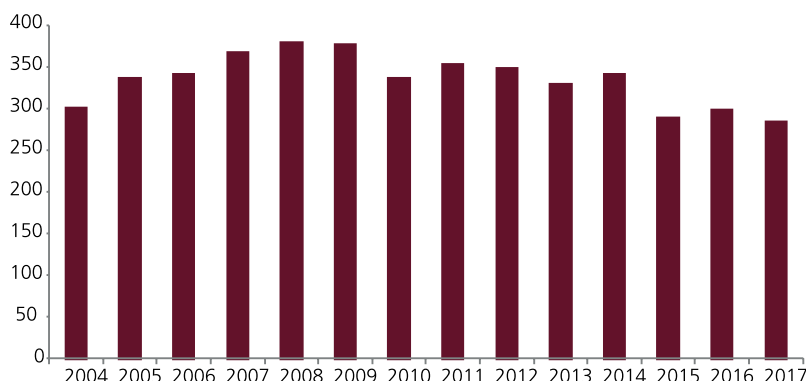


20 L'indice de Herfindal-Hirschmann (IHH) mesure la concentration d'un marché, sa valeur varie entre 0 et 1. Plus cette valeur est élevée, plus la concentration est importante.

**La concentration des banques sur les grands débiteurs continue d'afficher des niveaux élevés**

Les expositions des banques sur les grands débiteurs<sup>21</sup> ont totalisé plus de 355 milliards de dirhams à fin 2017, montant quasi-similaire à celui enregistré en 2016. Cette situation s'explique par une hausse limitée de 1% des engagements bilan conjuguée à un recul de 2% de ceux du hors bilan. S'agissant des expositions bilan, elles sont constituées essentiellement de prêts et de titres de créance dont la part dans le total des crédits accordés aux entreprises est de 55% en 2017. Ainsi, le cumul des expositions s'est maintenu à 2,9 fois les fonds propres des banques.

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



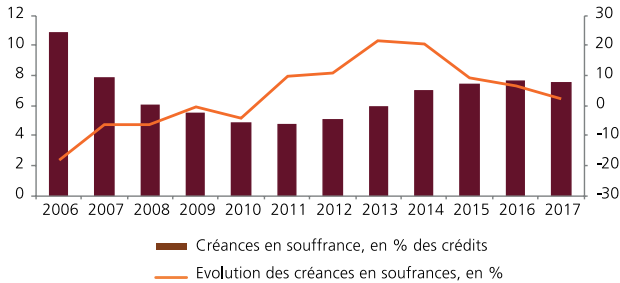
Source : BAM

**La part du portefeuille des créances en souffrance détenu par les banques dans le total des crédits s'est établie à 7,5%, en légère baisse par rapport à 2016**

Les créances en souffrance détenues par les banques poursuivent leur décélération revenant à 2,3% en 2017 après 6,8% en 2016 (9% en 2015 et une moyenne de 17% entre 2012 et 2014). Leur encours a totalisé près de 63 milliards de dirhams. Cet accroissement s'explique principalement par la hausse des créances en souffrance détenues sur les promoteurs immobiliers (+16% par rapport à 2016) ainsi que celles enregistrées sur les entreprises relevant du secteur du commerce avec une hausse de 12%. Le taux des créances en souffrance moyen ressort, quant à lui, à 7,5% contre 7,6% en 2016.

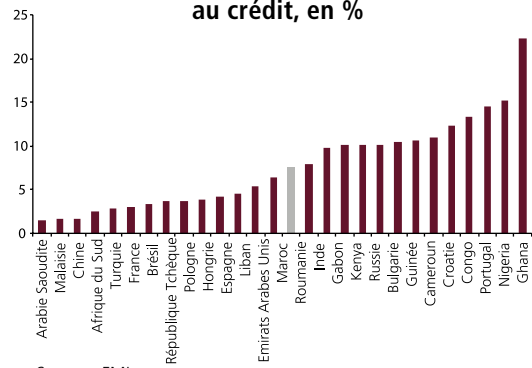
<sup>21</sup> Un grand débiteur est entendu comme toute contrepartie ou groupe de contreparties, dont l'encours des expositions est supérieur ou égal à 5% des fonds propres de la banque.

### Evolution des créances en souffrance des banques



Source : BAM

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

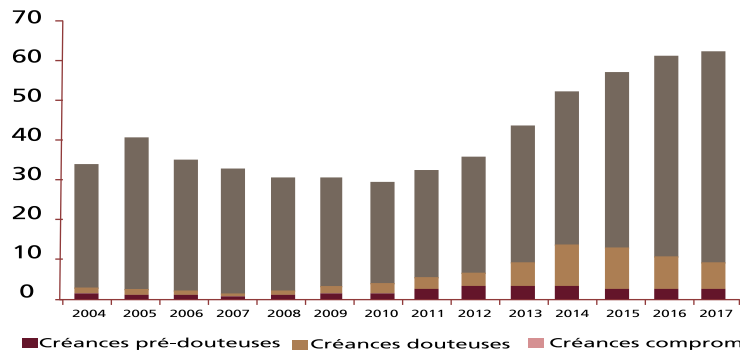


Source : FMI

Par catégorie, les créances compromises, représentant une part prépondérante de 85%, ont connu une décélération de 5,2% contre 14% en 2016, totalisant 53,5 milliards de dirhams. Les créances douteuses ont enregistré un recul de 14% portant l'encours à 6,8 milliards de dirhams avec une part de 11%. Les créances pré-douteuses ont, quant à elles, baissé de 4% contribuant à hauteur de 4% au total des créances en souffrance.

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

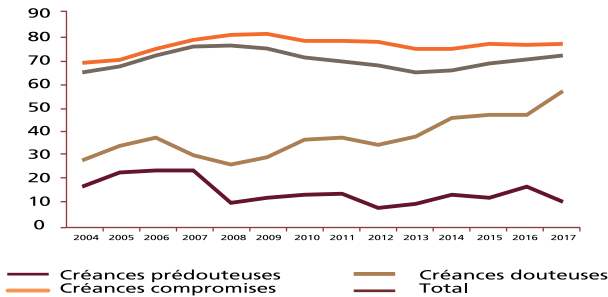
En MMDH



Source : BAM

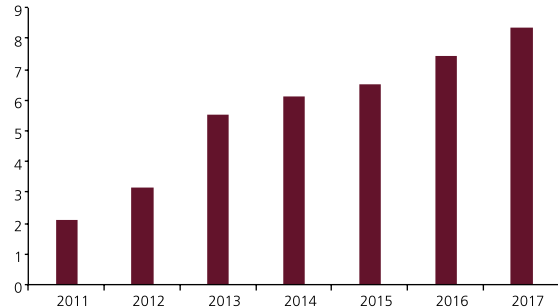
Les créances en souffrance ont été couvertes par des provisions à hauteur de 71% contre 69% enregistré en 2016. Par catégorie, ce taux ressort à 76% pour la catégorie des créances compromises, 57% pour la catégorie des créances douteuses et 12% pour la catégorie des créances pré-douteuses. En sus de ces provisions, les banques ont constitué des provisions à caractère général, d'un montant de 8,4 milliards de dirhams, en hausse de 12,6% par rapport à fin 2016 renforçant ainsi leurs matelas en cas de survenance d'éventuels chocs de crédit.

Taux de couverture par catégorie de créances, en %



Source : BAM

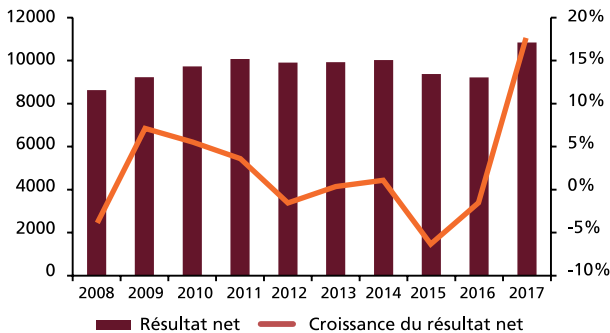
Evolution des provisions à caractère général constituées par les banques, en milliards de dirhams



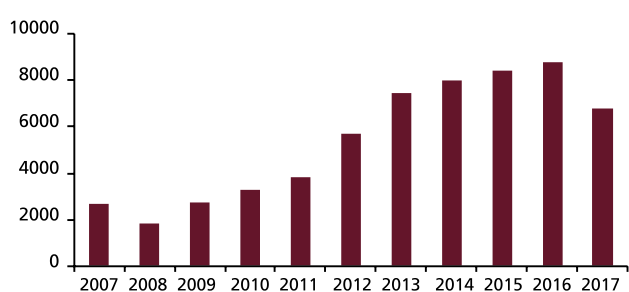
**Les résultats des banques ont été positivement impactés par la baisse du coût du risque et la reprise de la marge d'intérêt**

En dépit d'une légère décélération du crédit, les banques ont dégagé un résultat net à près de 10,8 milliards de dirhams au titre de l'exercice 2017, enregistrant une progression de 17,6%<sup>22</sup> relativement à 2016. Cette progression est liée d'une part, à la baisse significative du coût du risque et d'autre part à la reprise de la marge d'intérêt qui a progressé de 3,8% en 2017.

Evolution du résultat net des banques, en millions de dirhams



Coût du risque des banques, en millions de dirhams



Source : BAM

Ainsi, les banques ont réalisé, au titre de l'année 2017, un produit net bancaire totalisant près de 46 milliards de dirhams, s'inscrivant en légère décélération à 2% contre 3,4% en 2016. Ce ralentissement est imputable principalement à la baisse des résultats des opérations de marché qui ont reculé de 12,7% pour s'établir à 6,9 milliards de dirhams contre 7,9 milliards à fin 2016,

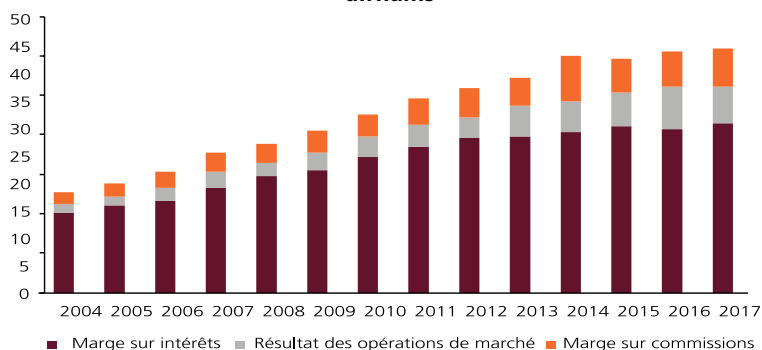
<sup>22</sup> Par rapport à un résultat net de l'an dernier retraité d'une opération significative non récurrente..

conjugué à un redressement de la marge d'intérêts se situant à 30,9 milliards de dirhams à fin 2017 contre 29,7 milliards en 2016.

Quant à la structure du produit net bancaire, elle est demeurée globalement stable sur les cinq dernières années. En effet, le PNB provient principalement de la marge sur intérêts dont la part a progressé de 1%, soit une part avoisinant 69%, tandis que la contribution des opérations de marché dans le PNB s'est réduite à 15% contre 18% une année auparavant, pendant que la part de la marge sur commissions dans le PNB s'est appréciée de 1 point pour se chiffrer à 15%.

Après un repli exceptionnel de 2,2% au titre de l'année 2016, la marge sur intérêt constituant la principale source de revenus des banques, s'est redressée pour atteindre 3,8%.

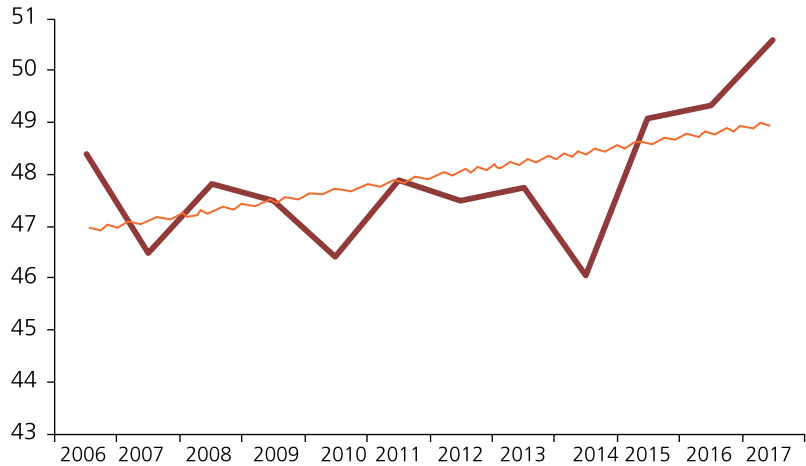
#### Evolution des composantes du PNB des banques, en milliards de dirhams



Source : BAM

Les charges générales d'exploitation se sont établies à 23,25 milliards de dirhams. De ce fait, le résultat brut d'exploitation a progressé de 1%, pour s'élever à 23,5 milliards de dirhams, à fin décembre 2017 contre un recul de 1,8% en 2016. Compte tenu de la décélération de la croissance du PNB, le coefficient moyen d'exploitation s'est détérioré de 1,3 point à 50,6%.

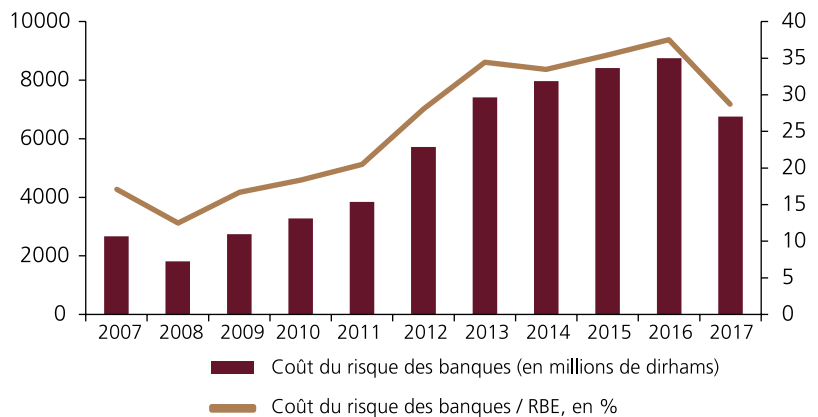
### Coefficient moyen d'exploitation, en %



Source : BAM

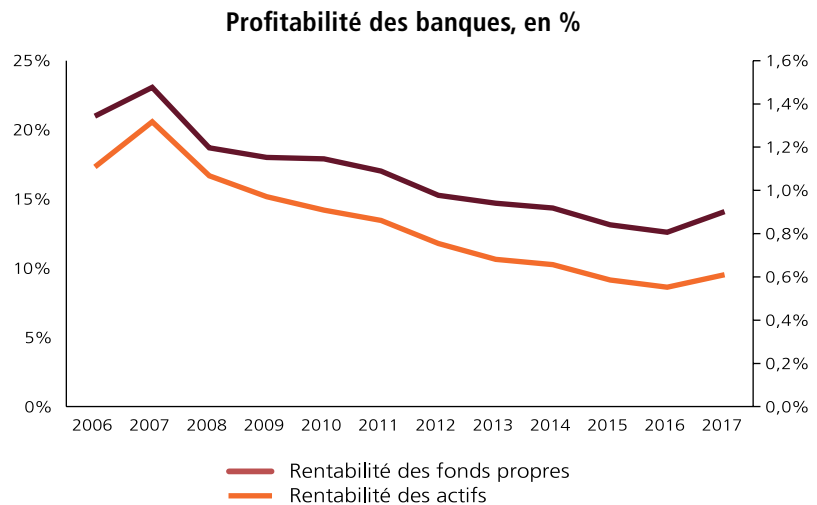
Le coût du risque des banques s'est amélioré pour la première fois depuis 2008 cumulant 6,7 milliards de dirham, enregistrant une baisse de 22% à fin 2017. Cette évolution est imputable principalement au repli des dotations aux provisions pour créances en souffrance. Dans ce contexte, ce coût a absorbé 29% du résultat brut d'exploitation (RBE) dégagé par les banques, soit le niveau le plus faible affiché ces cinq dernières années.

### Coût du risque des banques rapporté au RBE



Source : BAM

Tiré principalement par l'amélioration du coût du risque, le résultat net des banques<sup>23</sup> s'est affiché en hausse de 17,6% en 2017, pour s'établir à 10,8 milliards de dirhams. Cette évolution du résultat net a dégagé une rentabilité des actifs (ROA) de 0,9% contre 0,8% en 2016 et une rentabilité des fonds propres de 9,5% en progression de 0,71 comparativement à l'année précédente.



Source : BAM

**Les ratios des fonds propres pruden­tiels sont supérieurs aux minimas réglementaires**

Au terme de l'année 2017, les fonds propres pruden­tiels<sup>24</sup> des banques se sont consolidés pour s'établir à 126 milliards de dirhams, s'inscrivant en hausse de 3,52%. Constituant 79% du total des fonds propres à fin 2017 contre 81% une année auparavant, les fonds propres de catégorie 1 se sont appréciés de 1,1% à 99 milliards de dirhams en 2017.

Parallèlement, les actifs pondérés aux risques, composés principalement des risques de crédit (à hauteur de 84%), suivis par les risques opérationnels (9%) et des risques de marché (7%), ont enregistré une hausse de 5,9% à fin 2017 après 5,2% en 2016, en lien principalement avec la croissance des actifs au titre du risque de crédit de 5,7%.

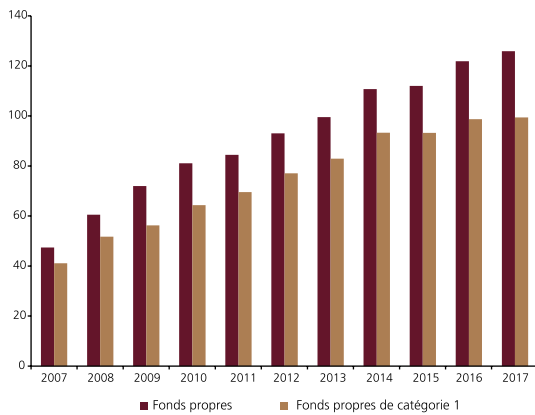
<sup>23</sup> Tenant compte du retraitement du revenu non récurrent issu d'une opération exceptionnelle effectuée l'an dernier par une Institution bancaire.

<sup>24</sup> Les fonds propres de catégorie 1 sont composés d'une part des fonds propres de base et des fonds propres additionnels d'une autre part. Les fonds propres de base comprennent le capital social ou la dotation émise par l'établissement, les réserves, les résultats bénéficiaires et certains instruments de fonds propres de groupes mutualistes. Les fonds propres additionnels sont constitués d'instruments perpétuels qui peuvent comporter une option de remboursement à l'initiative exclusive de l'emprunteur et exercée sous certaines conditions.

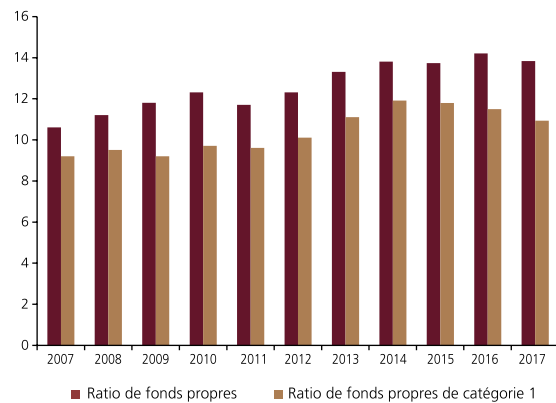
Les fonds propres de catégorie 2 incluent des instruments de dettes d'une échéance initiale d'au moins 5 ans, l'écart de réévaluation, une quote-part des plus-values latentes sur les titres de placement, les subventions, les fonds spéciaux de garantie, les provisions pour risques généraux, les montants positifs résultant du traitement des pertes attendues et les réserves latentes positives des opérations de crédit-bail ou de location avec option d'achat.

Compte tenu de ces évolutions, les banques ont vu leur ratio moyen de solvabilité légèrement revenir à 13,9%, contre 14,2% en 2016, recul attribuable principalement à une opération spéciale de rachat effectuée par une banque de la place, et contre un niveau moyen de 12,8% sur les dix dernières années. Pour sa part, le ratio moyen de fonds propres de base de catégorie 1 s'est situé à 10,9% contre 11,5%.

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



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

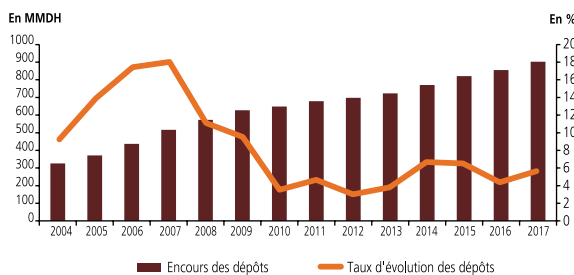


Source : BAM

**La liquidité des banques s'est resserrée d'une année à l'autre**

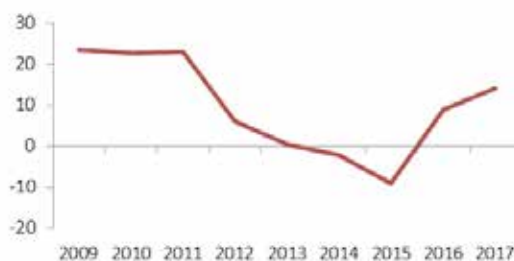
Les conditions de refinancement des banques se sont resserrées en 2017, en liaison avec la hausse de leurs avoirs en devises. Ainsi, les banques ont eu recours à la Banque centrale et au marché obligataire pour résorber leurs besoins de liquidité en dirhams, en sus des dépôts collectés auprès de la clientèle, notamment à vue.

**Evolution des dépôts collectés auprès de la clientèle**



Source : BAM

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

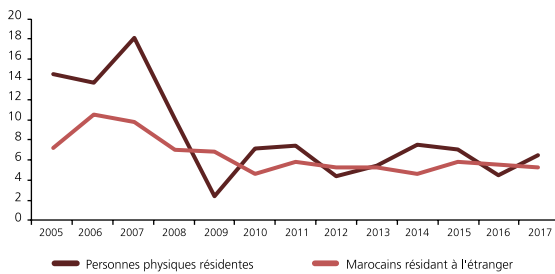


**Croissance soutenue des dépôts en 2017, notamment ceux non rémunérés**

Après une progression de 4,3% en 2016, les dépôts bancaires se sont accrus de 5,5%, totalisant 901,4 milliards de dirhams. Cette évolution est tirée par une augmentation de 8,3% des dépôts à vue à 553 milliards de dirhams, dans un contexte de taux d'intérêt bas, et des dépôts sous forme de comptes d'épargne de 5,4% à 153 milliards de dirhams.

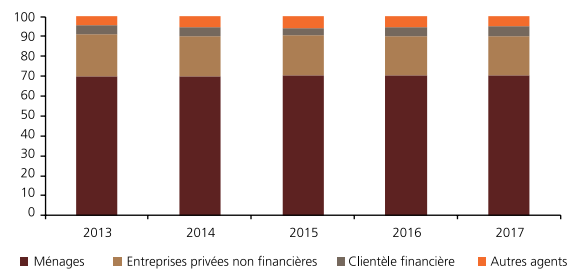
Les dépôts bancaires des particuliers résidents, qui représentent près de 71% du total des dépôts, ont enregistré une hausse de 6,4% à 452,5 milliards de dirhams, contre 4,4% une année auparavant. Parallèlement, les dépôts des marocains résidant à l'étranger (MRE), avec une part de 28,6%, ont enregistré une hausse de 5,1% pour atteindre 181,6 milliards de dirhams, contre une hausse de 5,5% une année auparavant. Les dépôts collectés auprès des entreprises non financières privées se sont accrus de 3,6% à 174,2 milliards de dirhams, en amélioration par rapport à leur évolution limitée de 1,9% enregistrée en 2016, leur part s'étant maintenue autour de 20%. Par ailleurs, les dépôts relatifs à la clientèle financière ont poursuivi leur rythme de croissance soutenu amorcé en 2016, en enregistrant une hausse de 25,8% après 22,7% une année auparavant.

**Evolution des dépôts des personnes physiques résidentes et des non résident, en %**



Source : BAM

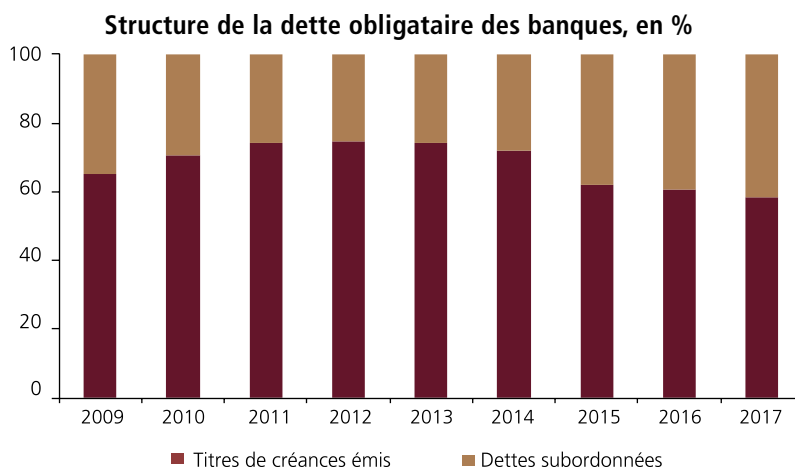
**Structure des dépôts par agent économique, en %**



Source : BAM

**Parallèlement à la progression des dépôts, le recours par les banques au marché de la dette obligataire a de nouveau augmenté**

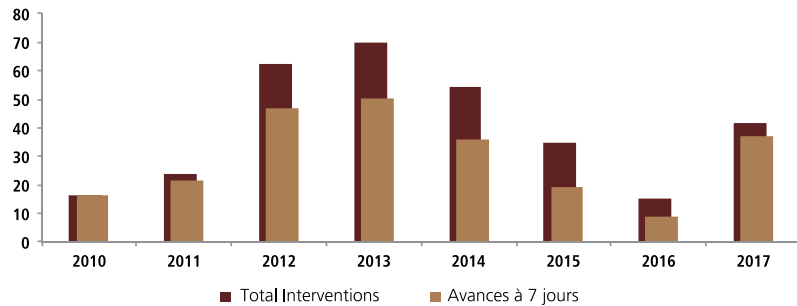
Le recours des banques au refinancement obligataire s'est accentué davantage d'une année à l'autre, représentant 7,8% des ressources des banques en 2017 contre 7,3% une année auparavant. En effet, la dette obligataire émise par ces institutions, a enregistré une croissance de l'ordre de 14,2%, après 8,8% en 2016, totalisant 99,4 milliards de dirhams. Cette évolution recouvre une progression de 9,9% à 58 milliards de dirhams de l'encours des titres de créance émis et une hausse des émissions des dettes subordonnées de 7,1 milliards de dirhams en une année, soit une croissance de 20,6% après 13,7% une année auparavant.



Source : BAM

En 2017, le resserrement de la liquidité des banques en dirhams s'est traduit par une augmentation de leur recours aux avances de Bank Al-Maghrib. Après une baisse de près de 20 milliards en moyenne entre 2015 et 2016, l'encours de ces avances a augmenté de 26 milliards de dirhams en 2017, ramenant leur montant global à 41,7 milliards de dirhams en moyenne quotidienne. Cet encours est constitué d'avances à 7 jours à hauteur de 37 milliards de dirhams, en hausse de près de 28 milliards par rapport à 2016, et de prêts garantis destinés au financement de la TPME pour près de 3,2 milliards, contre 4,1 milliards de dirhams une année auparavant.

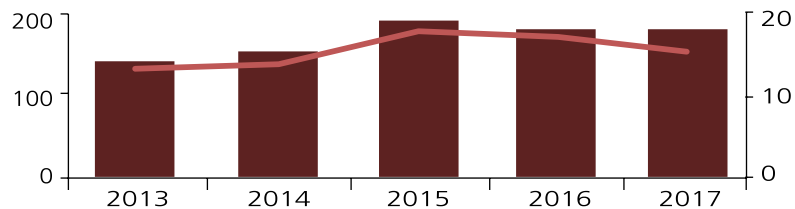
### Interventions de la banque centrale, en MMDH



Source : BAM

A fin 2017, le matelas des actifs liquides et réalisables des banques, constitué essentiellement de Bons de Trésor, a totalisé, près de 175 milliards de dirhams, en quasi-stagnation (+0,2%) après une baisse de 5,4% en 2016. Dans un contexte de resserrement de leur position de liquidité en dirhams, la part des actifs liquides dans le total des emplois s'est établie 13,7%, contre 14,5% une année auparavant.

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



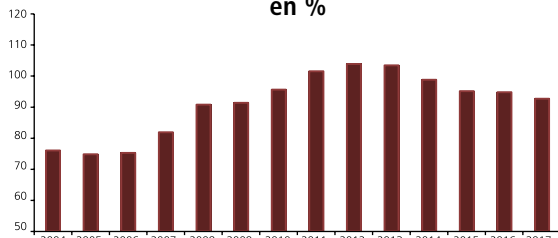
Source : BAM

Globalement, les banques ont pu maintenir un matelas de liquidité confortable, au regard des niveaux observés pour le coefficient d'emploi<sup>25</sup> et le ratio de liquidité à court terme (LCR)<sup>26</sup>. En effet, la croissance des dépôts, à un rythme plus accéléré comparativement à celui des crédits, s'est traduite par une amélioration du coefficient d'emploi, qui a baissé de près de 2 points de pourcentage pour se situer à 93% en 2017.

Par ailleurs, le ratio LCR moyen s'est établi en 2017 à 152% en moyenne contre 143% une année auparavant, au-delà du minimum réglementaire exigible, qui est de 90% en 2018, qui sera rehaussé à 100% en 2019.

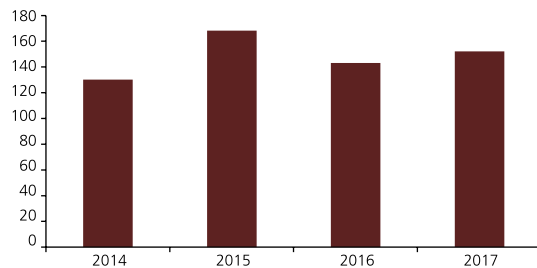
<sup>25</sup> Crédits rapportés aux dépôts.

<sup>26</sup> Ratio mesurant la quantité d'actifs liquides et de haute qualité à la disposition des banques pour couvrir en cas de crise des sorties de trésorerie sur une période d'un mois.

Evolution du coefficient d'emploi des banques,  
en %

Source : BAM

Ratio LCR, en %



**La résilience des banques marocaines face aux chocs macroéconomiques est attestée par les résultats des stress test macro**

Bank Al-Maghrib conduit régulièrement des stress tests macro visant à évaluer l'impact de chocs des conditions macroéconomiques sur le secteur bancaire. Le stress test réalisé au titre de l'année 2017, se décline en deux scénarii; un scénario de base bâti à partir des prévisions macroéconomiques de Bank Al-Maghrib, et un scénario extrême supposant la matérialisation de chocs macroéconomiques assez sévères.

D'après le scénario de base, issu des prévisions macroéconomiques de juin 2018, la bonne campagne agricole et l'amélioration de la demande étrangère devraient soutenir la croissance économique en 2018, tandis qu'en 2019, l'activité serait principalement portée par la consolidation de la production non agricole. Par ailleurs, la croissance des entrées des investissements directs étrangers et des transferts des marocains résidant à l'étranger devraient s'accroître en 2018 avant de se contracter en 2019 (effet de base). Pour sa part, le rythme d'accroissement des prix des actifs immobiliers devrait ralentir, et ce après la forte hausse enregistrée en 2017.

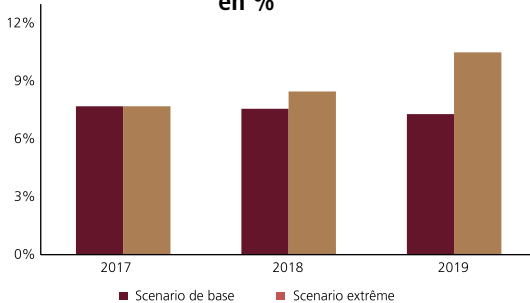
Quant au scénario extrême, il repose sur trois principaux chocs; (i) une accentuation des tensions géopolitiques au Moyen-Orient qui entraînerait une forte hausse du prix du pétrole. Par conséquent, l'inflation devrait sensiblement augmenter, impactant négativement la consommation des ménages tandis que la facture énergétique devrait s'alourdir davantage engendrant un creusement du déficit courant ; (ii) une normalisation plus rapide de la politique monétaire américaine conjuguée à une montée du protectionnisme qui induirait un durcissement des conditions financières mondiales et une diminution des échanges commerciaux. Dans ce sens, une fragilisation de l'économie des principaux partenaires du Maroc serait observée, impliquant une baisse de la demande étrangère adressée au Maroc et (iii) un retournement du marché immobilier qui devrait se traduire par une baisse des prix des actifs immobiliers.

### Scénarii macroéconomiques

		Observation	Prévision	
		2017	2018	2019
PIB	Baseline	4,1	3,6	3,1
	Extrême	-	1	-2,2
Taux d'intérêt (TMP Bons de trésor 52 semaines)	Baseline	2,4	2,3	2,3
	Extrême	-	3,5	3,8
IPAI	Baseline	5,1	1,4	1,6
	Extrême	-	-2	1,7
Capital étranger (flux des IDE et transferts des MRE)	Baseline	-2,6	24,1	-4,1
	Extrême	-	-2,3	-7,8

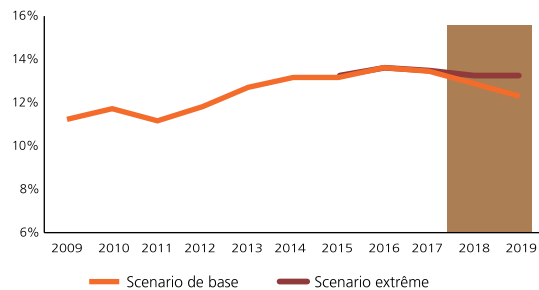
Selon le scénario de base, le taux des créances en souffrance devrait s'établir à 7,6% en 2018 puis à 7,3% en 2019, bénéficiant d'un environnement économique relativement favorable et de la reprise de l'activité du crédit. Par conséquent, les banques continueraient d'afficher des niveaux de ratios de fonds propres globalement adéquats, soit 13,2% en 2018-2019. Cependant, la matérialisation des chocs décrits dans le scénario extrême induiraient une augmentation du taux de créances en souffrance à 8,5% et à 10,5% respectivement en 2018 et 2019. Dans ces conditions, le ratio des fonds propres devrait se situer à 12,9% puis 12,3% pour les huit principales banques.

Evolution du taux des créances en souffrance, en %



Source : BAM

Evolution du ratio de solvabilité, en %



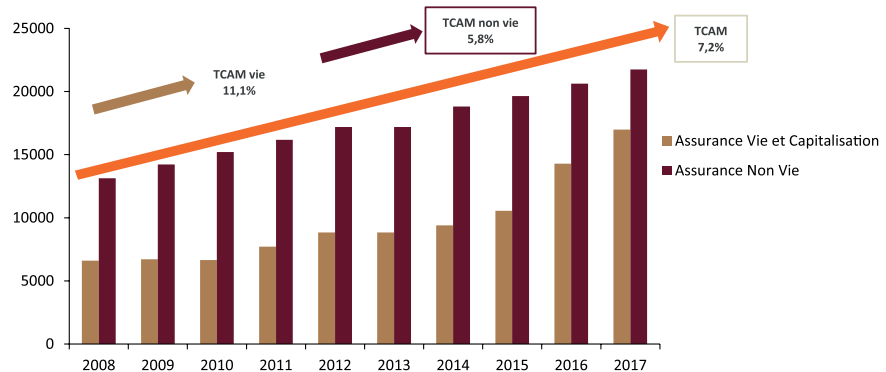
## III.2 SECTEUR DES ASSURANCES

### *Forte progression de l'activité du secteur des assurances*

En 2017, le secteur des assurances a réalisé un chiffre d'affaires, mesuré par les primes émises, de 38,7 milliards de dirhams, soit une progression de 10,9% par rapport à l'année 2016. En intégrant les acceptations des réassureurs exclusifs, le chiffre d'affaires atteint 40,6 milliards, soit une croissance de 9,1%. Le taux de pénétration correspondant au rapport entre les primes émises et le PIB s'établit ainsi à 3,7%.

L'assurance non-vie a réalisé 21,8 milliards de dirhams de primes émises, soit une progression de 5,5%. L'assurance vie et capitalisation, quant à elle, a réalisé 16,9 milliards de dirhams de primes émises, en hausse de 18,8%, confirmant ainsi l'accélération observée durant les trois dernières années et qui a atteint un taux moyen de 17,2%.

### Répartition des primes émises par branches (En millions de dirhams)



Source : ACAPS  
 (\*)TCAM : Taux de Croissance Annuel Moyen

**Le risque de spécialisation demeure faible**

Le marché marocain d'assurance demeure dominé par quatre principales catégories, à savoir les assurances vie et capitalisation, les assurances véhicules terrestres à moteur, les assurances accidents corporels et maladie-maternité et les assurances accidents du travail et maladies professionnelles. Ces assurances représentent, à elles seules, 86,8 % du chiffre d'affaires global.

Les assurances vie et capitalisation représentent 43,9% du total du chiffre d'affaires, suivies des assurances véhicules terrestres à moteur avec une part de 27,1%, des assurances accidents corporels et maladie-maternité avec une part de 10,1% et des assurances accidents du travail et maladies professionnelles avec une part de 5,7%.

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

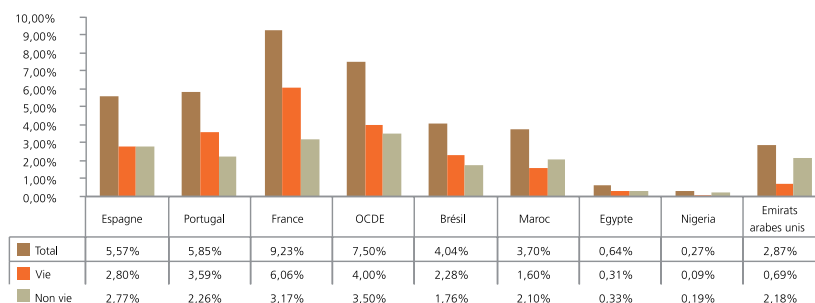
De plus, l'assurance vie et capitalisation continue à se développer en dépit de la tendance baissière des taux d'intérêt et ce, eu égard au développement de la bancassurance et l'absence d'alternatives d'investissement.

L'évolution du chiffre d'affaires des assurances responsabilité civile automobile et accidents du travail continue d'être régulière, vu leur caractère obligatoire et compte tenu de l'accroissement du parc automobile et du développement du tissu économique du pays.

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

Par ailleurs, avec un taux de pénétration de l'assurance situé à 3,7%, le secteur ne semble pas non plus vulnérable au risque d'une baisse du chiffre d'affaires. En effet, et bien que ce taux dépasse celui des pays arabes, il reste en deçà des taux de pénétration enregistrés dans certains pays développés (France, OCDE), ce qui montre un potentiel important de développement pour le marché marocain de l'assurance. L'assurance vie présente un potentiel de développement encore plus important.

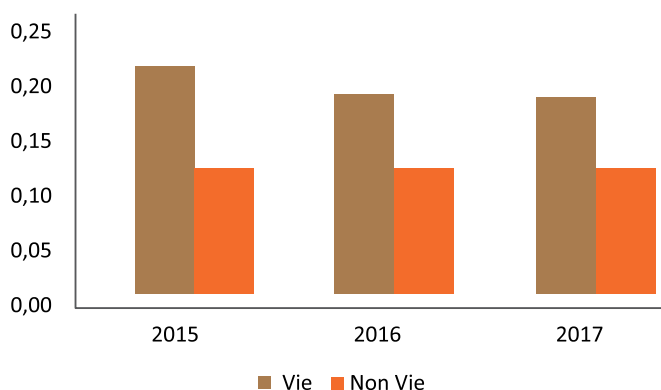
## Taux de pénétration en (%)



**Le secteur des assurances est moyennement concentré**

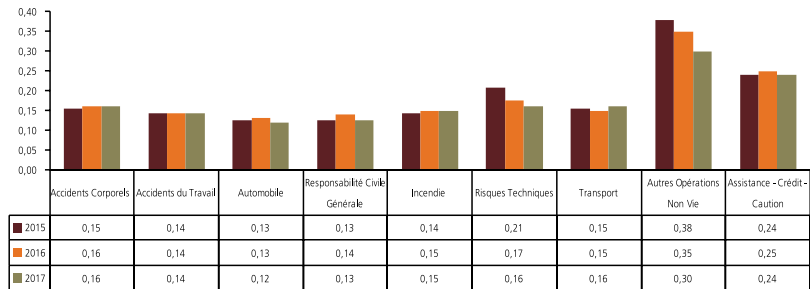
La concentration du secteur des assurances mesurée par l'indice Herfindahl-Hirshman (Voir Encadré 4) s'établit à 0,12, ce qui montre que le marché est moyennement concentré.

## Concentration des branches Vie et Non Vie mesurée par l'indice Herfindahl-Hirschman



S'agissant de la branche Non Vie, cet indice est de 0,11. Les niveaux de concentration sont disparates entre les différentes catégories d'opérations. Le niveau de concentration est faible pour les catégories Automobile, Responsabilité Civile Générale, Accidents du Travail et Incendie. À l'inverse, les catégories Risques Techniques et l'assistance sont concentrées.

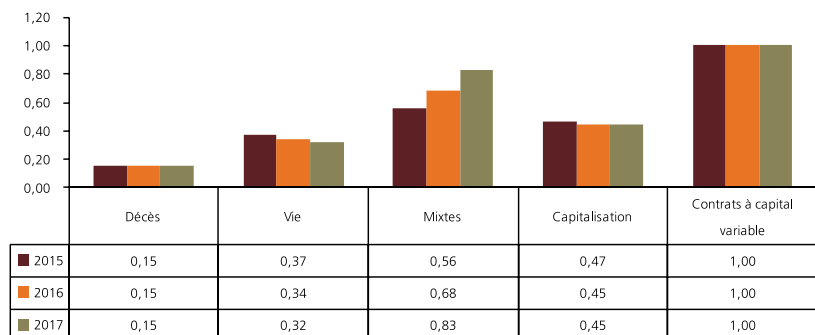
### Concentration Non Vie mesurée par l'indice Herfindahl-Hirschman



Source : ACAPS

Quant à la branche Vie, cet indice est de 0,18. Les niveaux de concentration sont également disparates entre les différentes catégories d'opérations. A l'exception du « Décès » dont le niveau de concentration est moyen, les autres catégories d'assurances Vie présentent un niveau de concentration élevé.

### Concentration Vie mesurée par l'indice Herfindahl-Hirschman



#### Encadré N°4 : Indice Herfindahl-Hirschman

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

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

Cet indice peut être normalisé. La normalisation transforme un indicateur allant de  $1/n$  à 1 en un indicateur compris entre 0 et 100%.

L'indice de Herfindahl-Hirschman normalisé (HHI\*) se calcule selon la formule suivante :  $HHI^* = (HHI - 1/n) / (1 - 1/n)$  où  $n$  est le nombre d'organismes du marché et HHI l'indice de Herfindahl-Hirschman non-normalisé.  $1/n$  mesure l'indice HHI pour un marché où toutes les parts de marché sont identiques.

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

Le résultat net du secteur des assurances, hors réassureurs exclusifs, a progressé en 2017 de 20,2%, atteignant ainsi 3,8 milliards de dirhams contre 3,2 milliards en 2016. En incluant les réassureurs exclusifs, ce résultat atteint 4,3 milliards de dirhams contre 3,5 milliards un an auparavant, en progression de 25,5%.

Le résultat net réalisé par le secteur des assurances, hors réassureurs exclusifs, est la résultante des éléments suivants :

- une forte progression de la marge d'exploitation brute au taux de 122,2% pour atteindre cette année 1,4 milliard de dirhams contre 614,8 millions en 2016. La marge d'exploitation des opérations non vie qui a progressé de 137,9%, suite notamment aux marges réalisées par les assurances récolte et transport maritime, a été derrière l'amélioration de la marge globale ;
- un solde de réassurance en faveur des réassureurs de 1,4 milliard de dirham, dû essentiellement à la baisse de la sinistralité des assurances récoltes ;
- un solde financier de 4,9 milliards de dirhams.

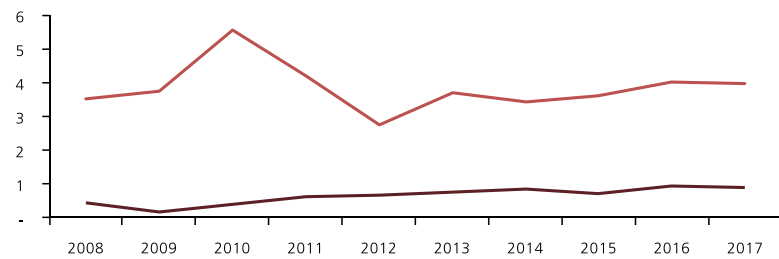
Sur la base de ces éléments, le résultat technique net s'est établi à 4,9 milliards de dirhams contre 5,0 milliards en 2016, soit un retrait de 2,2%.

En millions de dirhams	2016	2017
Marge d'exploitation	615	1 383
Solde financier	4 589	4 922
Résultat technique brut	5 204	6 304
Solde de réassurance	- 194	- 1 413
Résultat technique net	5 010	4 891
Résultat technique	- 555	-7
Résultat avant impôts	4 455	4 884
Résultat sur les sociétés	1 264	1 048
<b>Résultat net</b>	<b>3 191</b>	<b>3 836</b>

Source : ACAPS

### Resultat technique vie et resultat technique non vie

(En milliards de dirhams)

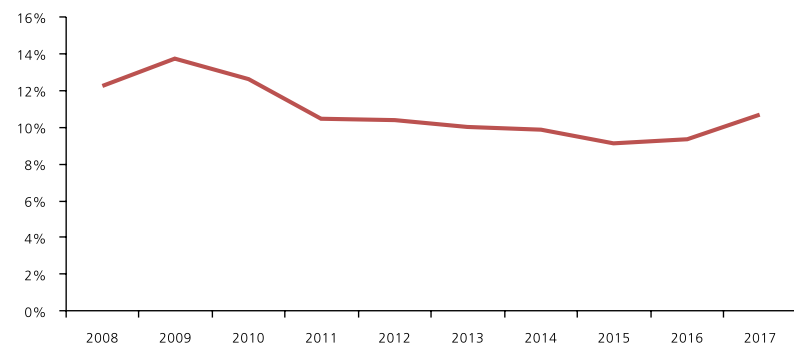


Source : ACAPS

Les capitaux propres ont augmenté de 5,7%, atteignant 36,0 milliards de dirhams contre 34,1 milliards de dirhams en 2016.

Le rendement des capitaux propres (RoE) (résultat net /capitaux propres) a enregistré un niveau de 10,6 % contre 9,4% en 2016.

### Resultat net / Capitaux propres



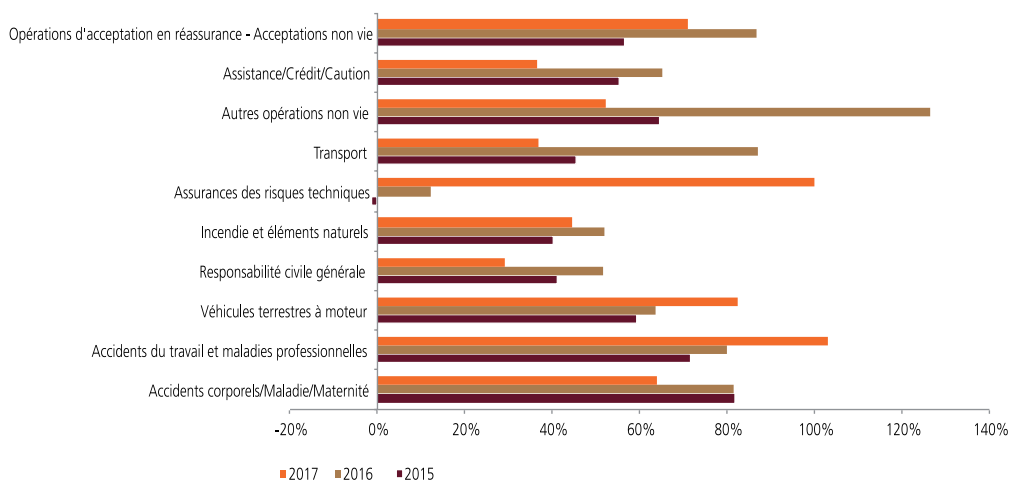
Source : ACAPS

**Une amélioration du ratio (S/P) combiné et du ratio S/P**

Le ratio combiné de la branche non vie a connu en 2017 une baisse conséquente de 5,5 points par rapport à l’année précédente pour atteindre 94,5% contre 100%. Cette amélioration est due à une augmentation des primes plus importante que celle des prestations et frais. Notons, par ailleurs, que le S/P combiné de l’assurance Accidents du travail et maladies professionnelles ainsi que celui de l’assurance Accidents corporels-Maladie-Maternité continuent et de manière structurelle à se situer à des niveaux élevés, soit respectivement 137,5% et 107,5%.

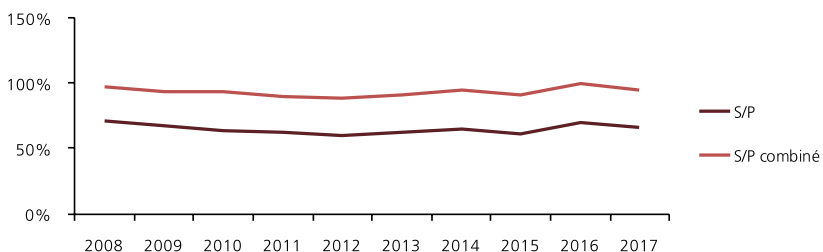
Le ratio sinistres sur primes (S/P) se situe quant à lui à 65,5% en 2017 contre 69,7% en 2016.

**S/P combiné par sous catégories**



Source : ACAPS

**Evolution des ratios de sinistralité (S/P et S/P combiné)**

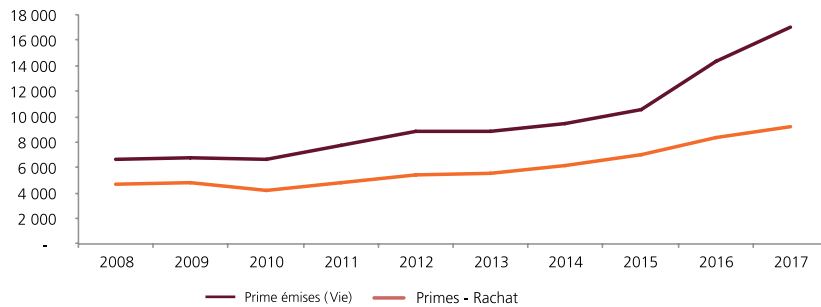


Source : ACAPS

**Le niveau actuel des rachats ne présente pas un risque particulier pour le secteur des assurances**

Malgré la progression du montant des rachats en 2017 au taux de 29,2%, le marché enregistre toujours une croissance des primes nettes de rachats pour l'assurance vie de 9,2 milliards de dirhams contre 8,3 milliards en 2016 (+11,4%). Aussi, le risque de ponction sur l'épargne constituée pour financer les rachats est écarté.

**Evolution nette de l'assurance vie (En millions de dirhams)**

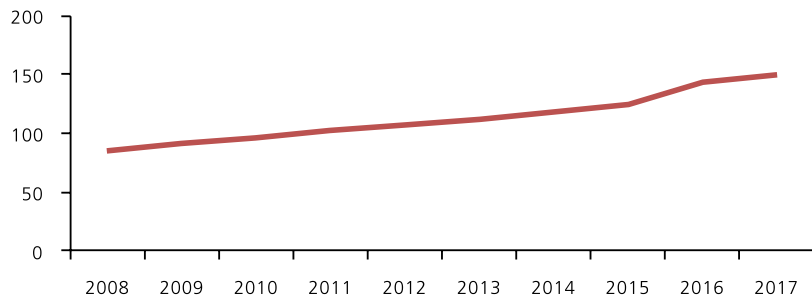


Source : ACAPS

**La couverture des provisions techniques par les actifs représentatifs se situe à un niveau dépassant les exigences réglementaires**

Les provisions techniques des entreprises d'assurances et de réassurance se sont établies en 2017 à 149,8 milliards de dirhams contre 142,7 milliards l'année précédente, soit une progression de 5,0%.

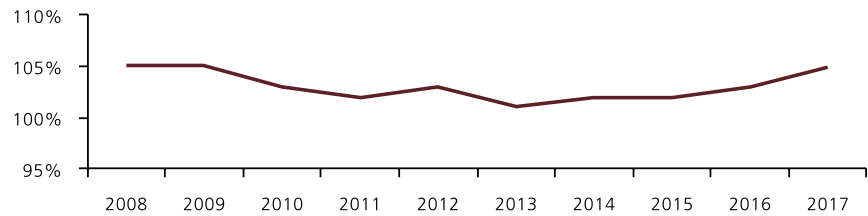
**Provisions techniques (En milliards de dirhams)**



Source : ACAPS

La couverture des provisions techniques par les actifs représentatifs s'est légèrement améliorée, pour atteindre 104,9% en 2017 contre 103% en 2016.

### Taux de couverture des provisions techniques par les actifs représentatifs



Source : ACAPS

**Le niveau de la marge de solvabilité reste au-dessus des exigences réglementaires, mais cette marge ne couvre que le risque de souscription**

La marge de solvabilité passe à 451% à fin 2017 contre 449% à fin 2016. Cette légère augmentation s'explique en partie par les plus-values latentes constatées suite à une performance du marché boursier pour la deuxième année consécutive.

### Taux de couverture de la marge de solvabilité



Source : ACAPS

Bien que le niveau de la marge de solvabilité reste élevé par rapport aux exigences réglementaires, cette marge ne couvre que le risque de souscription. Par conséquent, les excédents de marge seront amenés à diminuer si l'on tient compte des autres risques auxquels sont exposées les entreprises d'assurances.

En effet, le cadre prudentiel relatif à la Solvabilité Basée sur les Risques en cours de préparation, en application du dernier amendement du code des assurances, exige que la marge de solvabilité des entreprises d'assurances tienne compte de tous les risques auxquels ces entreprises sont exposées, ce qui permettra de renforcer leur résilience.

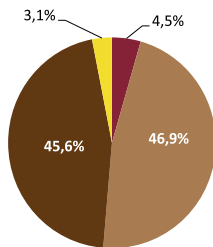
**Une progression des parts des actifs des taux dans les placements des entreprises d'assurances**

Les placements du secteur des assurances ont atteint 166,1 milliards de dirhams en 2017 contre 151,9 milliards en 2016, en progression de 9,4%.

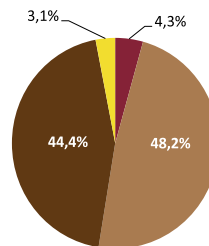
Les placements affectés aux opérations d'assurances ont progressé de 6,5% pour atteindre 154,9 milliards de dirhams contre 145,5 milliards en 2016. Quant aux placements non affectés, ils se sont établis à 11,2 milliards de dirhams contre 6,4 milliards, soit une progression de 75,0 %.

La part des actifs des taux dans le total des placements du secteur des assurances a connu en 2017 une progression, en atteignant 48,2% contre 46,9% en 2016. La part des actifs des actions et celle des actifs immobiliers ont connu, par contre, une légère baisse, en passant respectivement de 45,6% et 4,5% en 2016 à 44,4% et 4,3%.

**Structure du total des placements du secteur des assurances et de réassurance en 2016**



**Structure du total des placements du secteur des assurances et de réassurance en 2017**



- Placements immobiliers
- Actifs des taux
- Actifs des actions
- Reste des actifs

- Placements immobiliers
- Actifs des taux
- Actifs des actions
- Reste des actifs

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

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

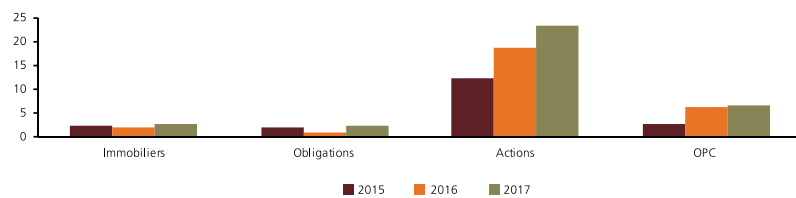
L'exposition au risque immobilier a été également appréhendée à travers un stress test fondé sur un choc des placements immobiliers, calibré sur la base d'une baisse de 10% à 25%.

Les résultats de ces stress tests montrent que les exigences prudentielles en matière de solvabilité restent également respectées par les entreprises d'assurances.

**Une amélioration des plus-values latentes liée essentiellement à la performance du marché boursier**

Par ailleurs, le montant global des plus-values latentes à fin 2017 s'établit à 34,7 milliards de dirhams, soit une évolution de 20% par rapport à l'année 2016. Cette évolution est due essentiellement à l'appréciation des actions détenues directement par le secteur d'un montant de 4,4 milliards de dirhams, suite à la performance du marché boursier enregistrée en 2017. Elle est due également à une légère appréciation des obligations détenues directement par le secteur d'un montant de 1,2 milliard de dirhams et ce, malgré la légère hausse des taux d'intérêt (moyen et long terme) enregistrée au niveau du marché obligataire durant le quatrième trimestre de l'année 2017.

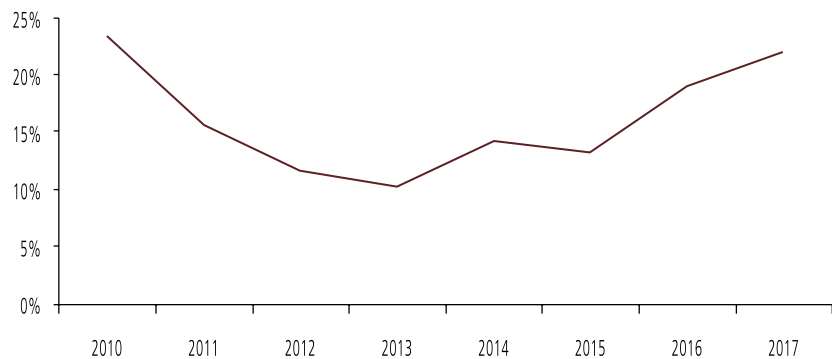
**Plus -value latentes par type d'instruments  
(En milliards de dirhams)**



Source : ACAPS

Rapporté au total des placements, le ratio (Plus-values latentes /total placements) a connu une hausse en passant de 19% en 2016 à 21,9% en 2017.

**Plus values latentes/Total placements**



Source : ACAPS

***Le risque de contrepartie vis-à-vis de certains émetteurs continu d'être surveillé de près pour certaines entreprises d'assurances et de réassurance***

Le risque de contrepartie sur certains émetteurs découlant des placements demeure élevé pour certaines entreprises d'assurances et de réassurance. Ce taux qui dépasse dans certains cas 30% des fonds propres continue d'être surveillé de près.

***Le risque de contrepartie vis-à-vis des réassureurs est relativement modéré***

Concernant les cessions en réassurance, 26% des engagements des entreprises d'assurances sont garantis par des dépôts auprès des cédantes, 66% sont cédées à la Société Centrale de Réassurance (SCR) qui bénéficie de la garantie de l'Etat et 8% sont portées par des réassureurs étrangers dont la quasi-totalité bénéficie d'une notation BBB et plus.

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

---

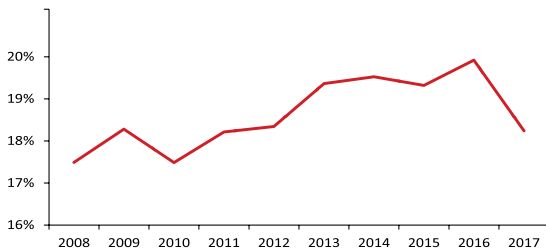
27 Sur la base des notations des réassureurs en 2016.

**L'assainissement des arriérés vis-à-vis des assurés et des intermédiaires d'assurances se confirme**

L'exposition des entreprises d'assurances au risque d'impayés provenant aussi bien des assurés que des intermédiaires d'assurances a diminué. En effet, les parts de ces impayés dans les fonds propres s'élèvent en 2017 respectivement à 18,4% et 12,3% contre 19,9% et 13,2% en 2016.

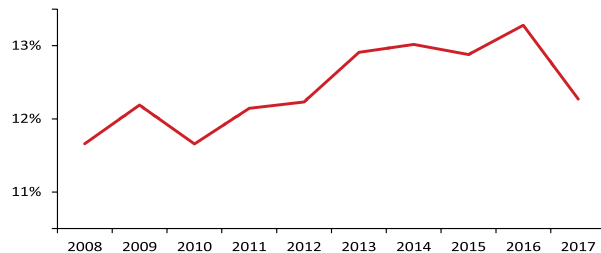
Ces impayés représentent respectivement 2 mois et 1,4 mois du chiffre d'affaires.

**Créances des Assurés/Capitaux propres**



Source : ACAPS

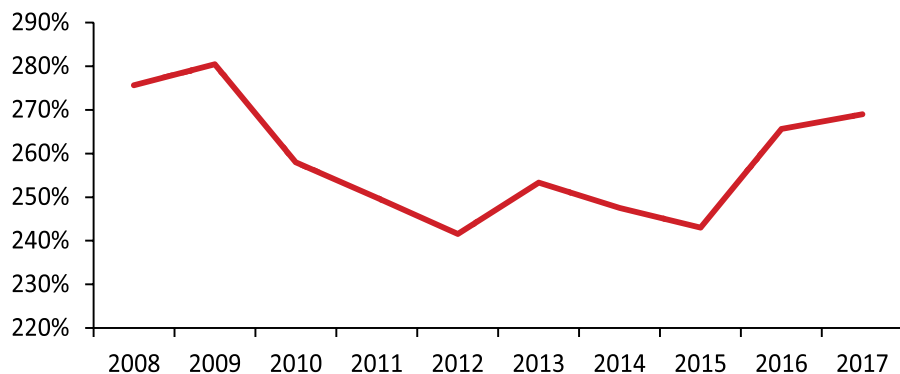
**Créances des intermédiaires/Capitaux propres**



**Le ratio de liquidité se situe à un niveau similaire à celui de l'année dernière**

Le ratio de liquidité s'établit à 269% contre 266% en 2016.

**Actifs liquides / Passifs exigibles**



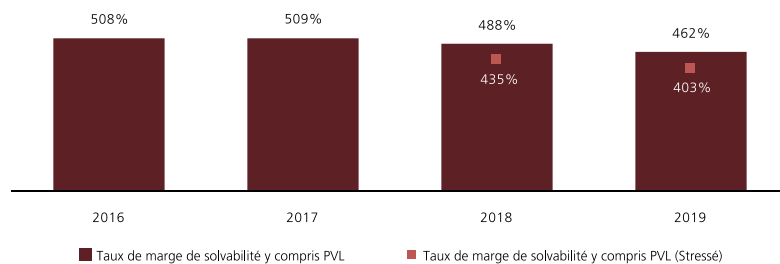
Source : ACAPS

**Les résultats des stress tests macro montrent que les entreprises d'assurances sont résilientes aux chocs macroéconomiques**

Un exercice de macro stress test a été réalisé sur un groupe d'entreprises représentant plus de 78% du total du marché d'assurance, avec un horizon des simulations de 2 ans couvrant les années 2018 -2019 (voir encadré 5).

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

Les résultats montrent que le secteur des assurances marocain maintiendrait sa résilience à l'horizon de 2019. Ils indiquent que le taux de couverture de la marge de solvabilité incluant les plus-values latentes devrait, selon le scénario de base où les variables macro-économiques évolueraient dans des conditions normales, s'établir en moyenne entre 488% en 2018 et 462% en 2019. Toutefois, la détérioration des conditions économiques, telles que simulées dans le scénario extrême, devrait se traduire par une légère détérioration de ce taux pour atteindre en moyenne 435% en 2018 et 403% en 2019.



### Encadré 5 : Description du Stress Test Macro dans le secteur des assurances

Le Stress Test Macro est un instrument utilisé par les autorités de supervision pour identifier, évaluer et suivre la fragilité du secteur financier suite à des chocs macroéconomiques extrêmes mais réalistes.

La démarche déployée pour la mise en œuvre d'un modèle Macro Stress Test pour le secteur des assurances consiste à évaluer l'impact, sur la résilience et la solvabilité des entreprises d'assurance, des scénarii macroéconomiques défavorables extrêmes mais plausibles liés à la croissance du PIB, à l'inflation, au taux d'intérêt, et au prix de l'immobilier, à travers le calibrage d'un modèle de données de panel à effet fixe. Ce calibrage s'effectue à partir d'un historique de données macroéconomiques et des variables assurancielles d'une profondeur de 10 ans et concernant six entreprises d'assurance représentant plus de 78% du total actif du marché.

Les effets de scénarii macroéconomiques sont captés essentiellement à travers les risques de marché, de souscription et de baisse de l'activité. Afin de capter toute la palette des risques afférents à l'activité d'assurance y compris les autres risques non liés au contexte macroéconomique, les stress test macro sont complétés par une étude de sensibilité en créant des scénarii de crise notamment par rapport aux risques d'épidémies, de longévité, de crash boursier et de catastrophes naturelles.

***L'ACAPS continue d'œuvrer pour le renforcement du cadre légal et réglementaire du secteur des assurances à l'effet d'accélérer son développement et renforcer sa résilience***

Sur le plan de la régulation, l'année 2017 a été marquée par la finalisation des textes réglementaires qui étaient déjà en concertation ou mis dans le circuit d'adoption et de publication. Ainsi, la circulaire générale relative aux assurances et les projets de textes réglementaires relatifs à l'assurance Takaful ont fait l'objet d'examen avec le Ministère de l'Economie et des Finances et le Secrétariat Général du Gouvernement. Ces derniers textes ont été également soumis au Conseil Supérieur des Ouléma pour avis conforme. Les concertations ont été également poursuivies avec les parties concernées sur les autres projets de textes à savoir les textes d'application relatifs aux assurances construction (Tous Risques Chantier et RC décennale) et au régime de couverture des conséquences d'évènements catastrophiques.

En outre et en application de la loi n° 59-13 ayant introduit le principe de la Solvabilité Basée sur les Risques (SBR), un projet de circulaire a été élaboré et a fait l'objet de consultation avec la profession. Ce projet prévoit un nouveau référentiel prudentiel pour l'évaluation de la solvabilité des entreprises d'assurances et de réassurance qui tient compte de l'ensemble des risques auxquels elles sont exposées. Il définit les exigences quantitatives

requisés liées au capital de solvabilité exigé et aux fonds propres ainsi que les règles de gouvernance et celles visant une meilleure transparence. Des études d'impact et des tests de calibrage devant permettre la fixation des seuils des exigences quantitatives seront lancées, afin de mesurer les implications concrètes sur le secteur.

Par ailleurs, parmi les recommandations de la mission d'évaluation du système financier marocain FSAP (Financial Sector Assessment Program) qui a été conduite au Maroc en 2015, figure la nécessité de l'intégration de la mission de stabilité financière parmi les missions dévolues à l'Autorité. Un projet d'amendement de la loi n° 64-12 portant création de l'ACAPS a été élaboré dans ce sens. Ce projet prévoit que l'Autorité assure la surveillance macro prudentielle et contribue à la stabilité du système financier national, notamment dans le cadre du comité de coordination et de surveillance des risques systémiques institué par les dispositions de l'article 108 de la loi n°103-12 relative aux établissements de crédit et organismes assimilés.

### **Encadré N°6 : Circulaire générale de l'ACAPS**

L'article 148 de la loi n° 64-12 portant création de l'Autorité de contrôle des assurances et de la prévoyance sociale stipule que les dispositions prises pour l'application de celles de la loi n°17-99 portant code des assurances resteront en vigueur tant qu'elles ne contredisent pas les dispositions de la loi n° 64-12 précitée, jusqu'à la publication des circulaires de l'Autorité prises pour son application. Aussi, et conformément à l'article 3 de la loi n° 64.12 ci-dessus, l'Autorité a préparé une circulaire générale unifiée concernant le secteur des assurances en vue de compiler les exigences réglementaires qui entrent dans ses prérogatives et qui sont prévues dans les différents textes d'application de la loi n° 17.99 précitée (Décret, Arrêtés et Circulaires).

En plus, la préparation de la nouvelle circulaire était également l'occasion pour y introduire de nouvelles règles concernant :

- La révision de certaines règles prudentielles relatives à la réassurance (conditions d'admission des créances sur les réassureurs, approbation du programme de réassurance, réassurance facultative,...) ;
- L'institution du provisionnement des créances sur les intermédiaires d'assurances ;
- L'introduction de nouvelles procédures pour l'ouverture des dossiers sinistres, la constitution et la mise à jour des provisions y afférentes ainsi que la validation des montants de ces provisions.

Ladite circulaire générale est composée de six parties (livres) dans le respect de la logique adoptée au niveau du Code des Assurances.

Cette circulaire est actuellement dans la dernière phase de validation par le Secrétariat Général du Gouvernement (SGG) avant sa publication au Bulletin Officiel.

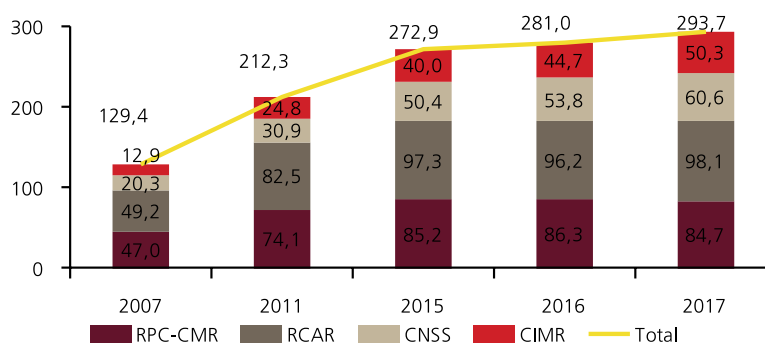
### III.3 REGIMES DE RETRAITE

**Les prestations servies par les régimes de retraite représentent 117% des cotisations perçues contre 110% une année auparavant**

Les cotisations collectées par les régimes de retraite<sup>28</sup> ont représenté 45,7 milliards de dirhams en 2017, soit 4,3% du PIB. Le nombre d'actifs cotisants s'est élevé à 4,5 millions soit 41,8% de la population active occupée<sup>29</sup>. Quant aux prestations servies par ces régimes, elles ont atteint 53,3 milliards de dirhams, soit 5,0% du PIB.

Les réserves constituées se sont accrues de 4,5% pour atteindre 293,7 milliards de dirhams en 2017.

#### Evolution des réserves des régimes de retraite en milliards de dirhams



Source : ACAPS

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

	Cotisations		Prestations		Solde technique <sup>30</sup>		Solde global <sup>31</sup>	
	2016	2017	2016	2017	2016	2017	2016	2017
RPC-CMR	16 513	18 662	21 209	24 223	-4 696	-5 561	-1 444	-1 791
RCAR	2 916	2 652	5 066	5 456	-2 150	-2 804	1 988	2 770
CNSS	11 844	10 921	10 661	10 650	1 183	270	2 587	1 818
CIMR	6 572	7 205	4 534	4 794	2 038	2 411	4 648	5 225
<b>Total</b>	<b>37 845</b>	<b>39 440</b>	<b>41 470</b>	<b>45 123</b>	<b>-3 626</b>	<b>-5 684</b>	<b>7 778</b>	<b>8 022</b>

Source : ACAPS

<sup>28</sup> Il s'agit des régimes gérés par la CMR (RPC et RPM), la CNSS et la CIMR ainsi que le RCAR (régime général).

<sup>29</sup> La population active occupée au titre de l'année 2017 est de 10,69 millions (source : HCP)

<sup>30</sup> Solde technique = Cotisations - prestations

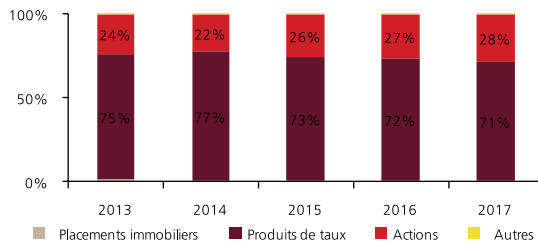
<sup>31</sup> Solde global = solde technique + produits financiers nets- frais de gestion.

**La structure des placements des régimes se caractérise par une prépondérance des placements en produits de taux**

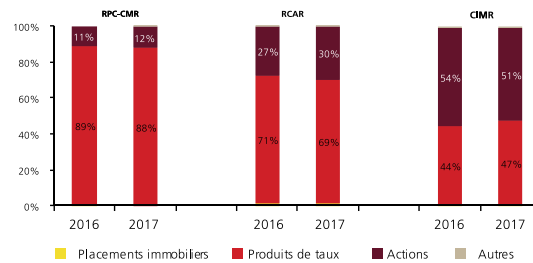
Les placements effectués par les régimes de retraite en 2017 se sont élevés à 292,0 milliards de dirhams, affichant un taux d'évolution de 4,3% par rapport à 2016.

En dehors des dépôts de la branche long terme de la sécurité sociale, effectués essentiellement auprès de la CDG<sup>32</sup>, la structure des placements des trois autres régimes est restée stable par rapport à 2016. Les placements obligataires ont représenté en 2017 une part de 70,8% (dont 50,7% en BDT) du total des placements contre 28,0% pour les actions. Les placements de la CIMR se caractérisent par la prépondérance des placements en actions et parts sociales avec un taux de 51,3%, alors qu'ils ne représentent que 29,6% et 11,7% respectivement pour le RCAR et le RPC-CMR.

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



**Structure des placements par caisse**



Source : ACAPS

**Poursuite de la détérioration des équilibres techniques des régimes de base**

La sous-tarifcation de la branche long-terme de la CNSS pèse sur son équilibre technique. En effet, avec un rapport prestations/cotisations<sup>33</sup> de 230,8%, le solde technique de la branche continue de se dégrader pour se situer à seulement 270,1 millions de dirhams en 2017.

Le déficit technique du RCAR s'est établi à 2,8 milliards de dirhams contre 2,1 milliards une année auparavant, sachant que la gestion financière des réserves ne permettra de l'absorber que jusqu'à 2021, année où le régime enregistrera son premier déficit global. Pour le RPC-CMR, et malgré un rapport prestations/cotisations de 94,2%, l'importance des engagements du régime au titre des droits passés, constitués avant la réforme paramétrique, continue de peser sur sa pérennité financière d'où le besoin de trouver les financements nécessaires à la résorption des dettes découlant de ces droits.

<sup>32</sup> Les fonds disponibles de la CNSS doivent être déposés à la Caisse de dépôts et de gestion, en vertu des dispositions du Dahir portant loi n°1.72.184 du 27 juillet 1972.

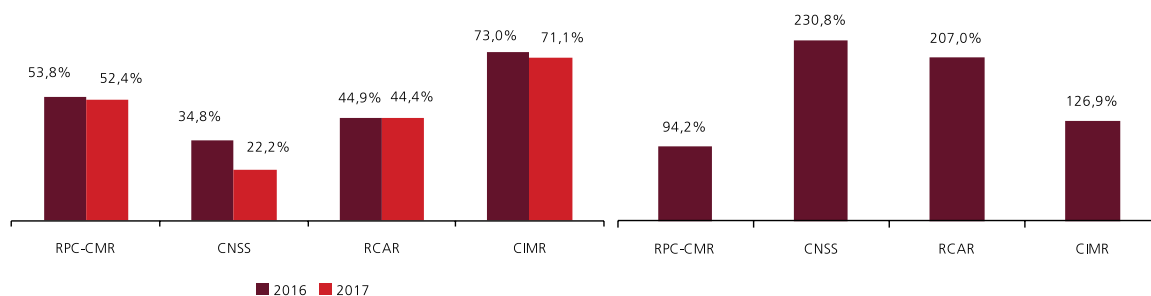
<sup>33</sup> Rapport calculé pour un individu représentant le profil moyen de chaque régime en tenant compte de ses propres hypothèses en termes de mortalité, évolution des salaires, revalorisation des pensions, taux technique...

Cette situation se traduit par des niveaux faibles des taux de préfinancement<sup>34</sup> tel que cela ressort du graphique ci-dessous (52,4% pour le RPC-CMR, 22,2% pour la CNSS<sup>35</sup> et 44,7% pour le RCAR).

Le taux de préfinancement de la CIMR se situe à 71,1%. Toutefois son équilibre technique reste sensible au facteur démographique de par le caractère facultatif du régime.

### Taux de préfinancement en régime ouvert

### Rapport prestations / cotisations



Source : ACAPS

La réforme paramétrique du RPC-CMR intervenue en 2016 a permis d'équilibrer la tarification du régime pour l'avenir mais pas de redresser son solde global qui est entré en phase de déficit structurel depuis 2015. Les soldes globaux du RCAR et de la CNSS devraient se maintenir positifs jusqu'en 2021 et 2027 respectivement.

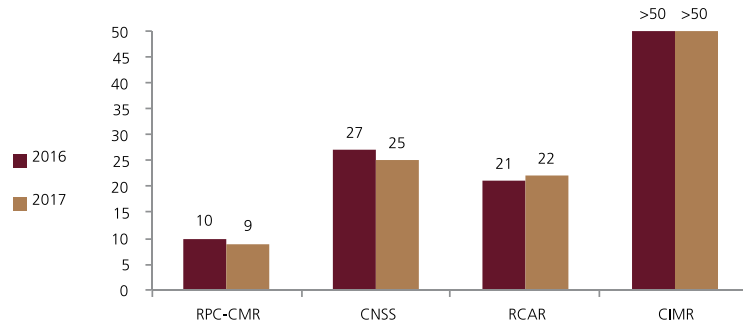
### ***Pas de changements majeurs en ce qui concerne les dates d'épuisement des réserves par rapport aux projections de 2016***

Les résultats des projections effectuées en 2017 n'ont pas enregistré de changements majeurs en ce qui concerne la date d'épuisement des réserves par rapport à celles effectuées en 2016. Ainsi, pour la CNSS, l'épuisement des réserves est prévu en 2043 (contre 2044 projeté en 2016), alors que celui du RCAR interviendra en 2040 au lieu de 2038. L'horizon de viabilité du RPC-CMR est plus réduit puisque ses réserves s'épuiseront en 2027. Les réserves de la CIMR resteront quant à elles positives tout au long de la période de projection.

<sup>34</sup> Somme des réserves disponibles à l'année de base et des recettes actualisées, rapportée au total des engagements qui englobent les dépenses futures actualisées et l'engagement à l'horizon des projections en « régime fermé ».

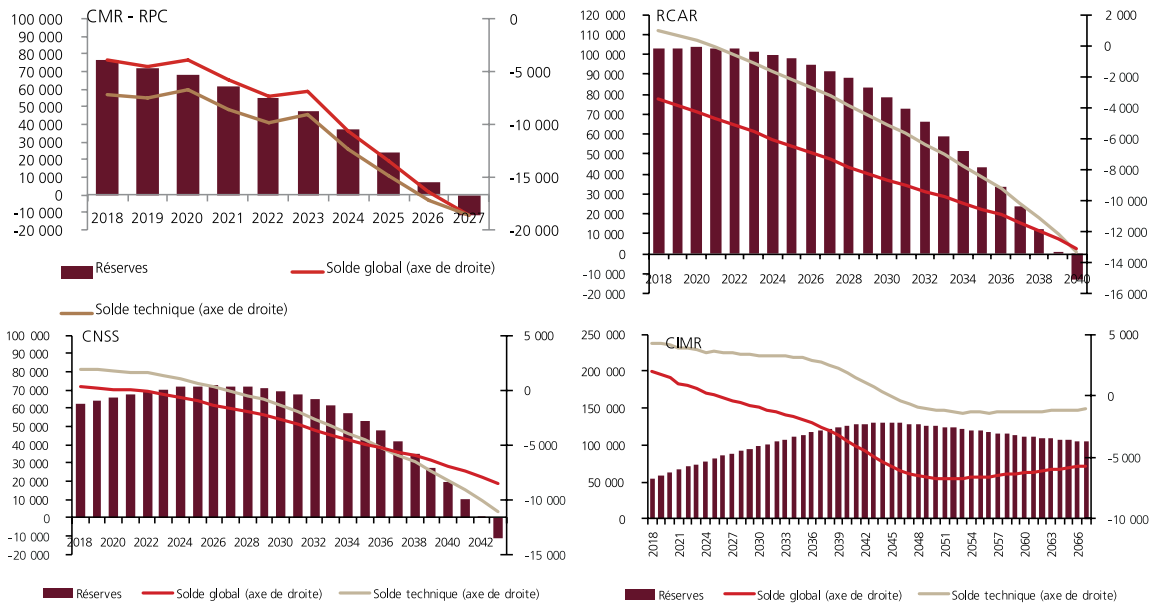
<sup>35</sup> La baisse du taux de préfinancement de la CNSS de 34,8% en 2016 à 22,2% est due à la révision de l'hypothèse des engagements de la caisse au titre des droits de la population des dormants (inactifs) au-delà de l'horizon des projections. Sous la même hypothèse, ce taux aurait été de 22,2% en 2016.

### Nombre d'années avant épuisement des réserves



Source : ACAPS

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

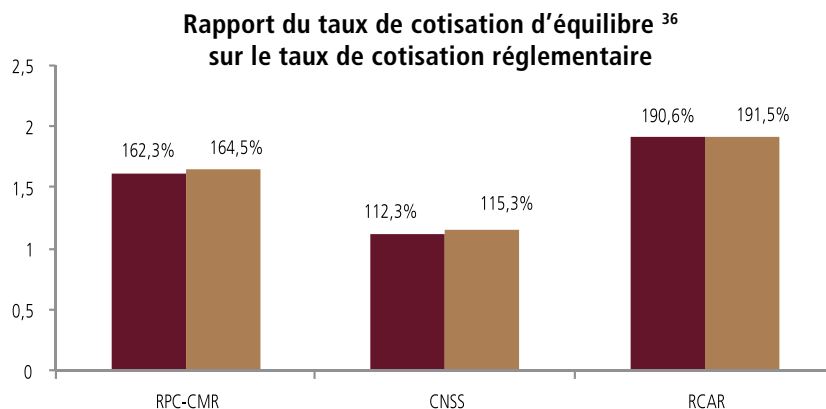


Source : ACAPS

**La nécessité de la mise en place du pôle public et du financement des engagements des régimes du secteur public afin de renforcer leur équilibre financier**

Repousser l'horizon de viabilité de 50 ans nécessiterait pour la CNSS, qui dispose d'un facteur démographique favorable, une augmentation du taux de cotisation à 13,7% au lieu de 11,9% en vigueur actuellement. En revanche, les taux de cotisation du RPC-CMR et du RCAR devraient, pour assurer leur viabilité sur le même horizon, être augmentés à des niveaux insoutenables à savoir 46,1% et 34,4% respectivement au lieu de 28,0% et 18,0%.

De ce fait, les marges de manœuvre dont disposent les régimes de retraite du secteur public restent très réduites. Le renforcement de leur équilibre financier dépend essentiellement de l'accélération de la mise en place du pôle public et du financement des dettes découlant des droits passés.



Source : ACAPS

### Encadré N°7 : Transformation de la CIMR en société mutuelle de retraite (SMR)

La CIMR, ancienne association d'employeurs régie par le dahir de 1958, s'est transformée à partir de janvier 2017 en Société Mutuelle de Retraite (SMR) et ce, conformément aux dispositions de la loi n°64-12 portant création de l'ACAPS.

Les SMR sont régies par les dispositions de la loi n° 64-12 précitée et sont, à ce titre, soumises à des règles prudentielles qui consistent en le respect d'un ensemble d'indicateurs d'équilibre ainsi que la constitution de provisions techniques suffisantes à même de permettre à ces régimes d'honorer leurs engagements.

<sup>36</sup> Il correspond au taux de cotisation permettant d'avoir une réserve qui ne s'annule qu'à l'horizon des projections (2067)

### III.4 INTERCONNEXIONS ENTRE LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES

Parallèlement aux risques auxquels est exposée chaque institution financière, l'expérience internationale a montré que les interconnexions entre institutions financières peuvent être une source de risque systémique en périodes de tensions ce qui pourrait compromettre le bon fonctionnement du système financier. Dans ce sens, une évaluation de l'interconnexion des institutions financières, considérée comme critère fondamental dans l'identification des institutions revêtant une importance systémique, est effectuée à travers la conduite de trois stress tests. Le premier est relatif à la contagion interbancaire domestique, le second porte sur les interconnexions entre les banques et les institutions d'assurances, quant au dernier, il évalue les liens entre les banques marocaines et leurs filiales à l'international.

L'analyse des résultats, détaillés dans les paragraphes qui suivent, confirme de nouveau que (1), les relations interbancaires sur le marché monétaire n'engendraient pas d'effet domino (2) les compagnies d'assurances demeurent vulnérable à la contagion émanant des banques, l'inverse n'étant pas vérifiée et (3) l'impact du risque de contagion transfrontalière sur la solvabilité des banques concernées reste très limité.

## A. INTERCONNEXIONS INTERBANCAIRES SUR LE MARCHÉ DOMESTIQUE

***Les résultats du stress test de contagion interbancaire sur le marché monétaire reflètent la faiblesse des interconnexions multilatérales entre les acteurs de ce marché***

Le risque de contagion interbancaire domestique est évalué à l'aide d'un stress test conduit trimestriellement depuis 2009. Ce dernier simule la conséquence d'un défaut de paiement d'une contrepartie sur les trésoreries des banques recourant au marché monétaire. Le stress test est basé sur la matrice des engagements interbancaires bilatéraux bruts (à blanc et collatéralisés) des 18 principaux établissements<sup>37</sup> intervenant sur le marché monétaire interbancaire marocain.

Au terme de l'année 2017, l'analyse de cette matrice fait ressortir que trois banques centralisent, à elles seules, plus de 60% des emprunts bruts traduisant la concentration dont pâtissent les différents compartiments du marché monétaire marocain.

Néanmoins, les résultats du stress test font ressortir que le risque de contagion découlant des expositions interbancaires est limité. L'absence d'un effet de domino confirme 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 plus importantes que celles des banques***

Afin d'évaluer l'intensité des liens entre les composantes du système financier, un stress test de contagion a été réalisé sur la base des expositions bilatérales brutes de treize institutions financières marocaines recouvrant huit banques et cinq compagnies d'assurance.

Il en ressort que les expositions des banques sur le secteur des assurances représentent seulement 0,3% de leurs emplois, composées majoritairement d'instruments de dette et de capitaux propres.

Pour ce qui est des compagnies d'assurances, leurs expositions sur le secteur bancaire représentent une part plus significative de 19% de leurs emplois. Ces expositions sont constituées majoritairement de titres de participation et de propriété (72%), de titres de créance négociables (13%) et de dépôts (16%).

<sup>37</sup> : 17 banques et CDG

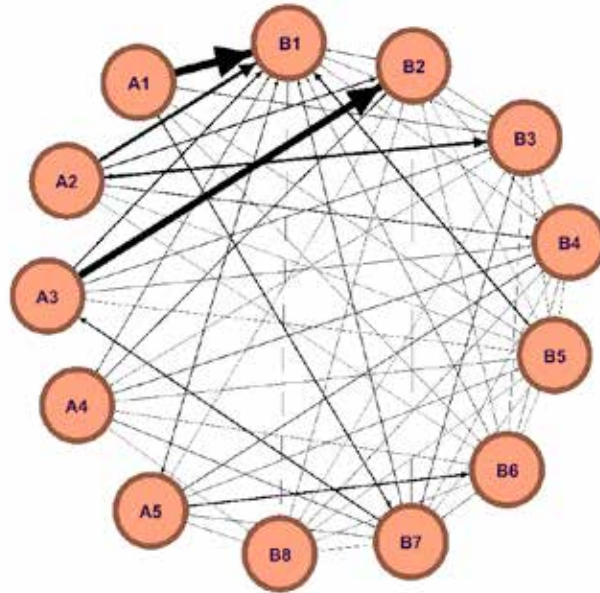


Figure 1: Expositions entre les banques et les assurances

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

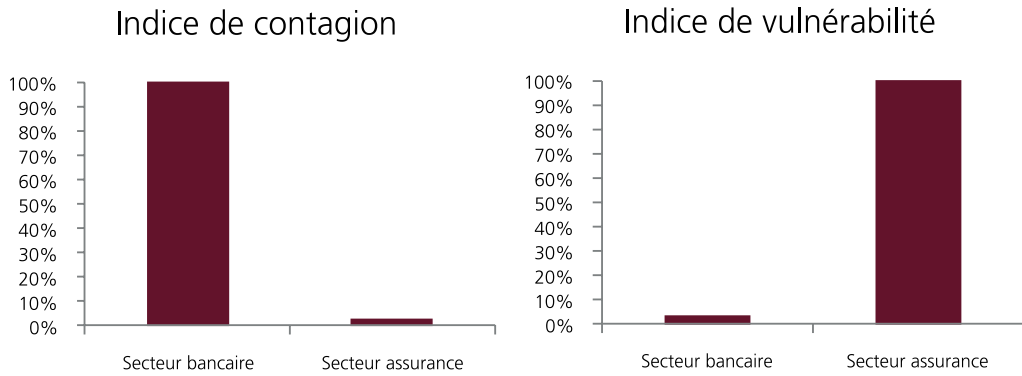
Source : BAM - ACAPS

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

Le scénario retenu pour la conduite de l'exercice de stress test est basé sur plusieurs simulations mesurant chacune l'impact du défaut de paiement d'une contrepartie emprunteuse sur le reste des institutions prêteuses (effets dominos).

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

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



Source : BAM - ACAPS

Les résultats de ce stress confirment la vulnérabilité des compagnies d'assurance à des défaillances bancaires expliquée par le niveau de leurs expositions vis-à-vis des banques. L'indice de contagion le plus élevé est associé au secteur bancaire, reflétant l'importance systémique des banques tandis que l'indice de vulnérabilité le plus important est observé au niveau des compagnies d'assurances.

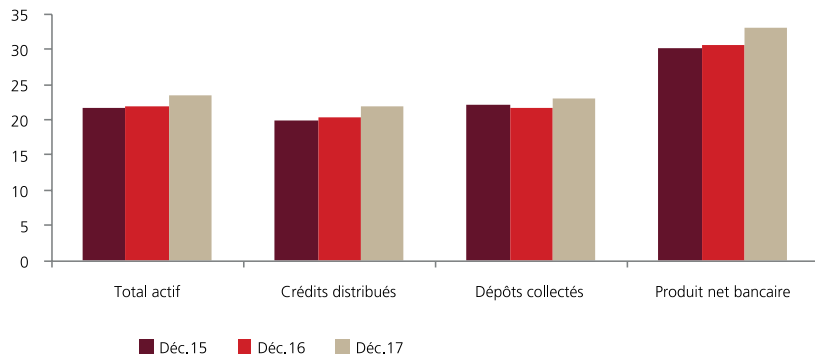
## C. INTERCONNEXIONS ENTRE LES BANQUES ET LEURS FILIALES À L'ÉTRANGER

*L'activité des trois groupes bancaires marocains à l'étranger a continué d'être dynamique*

En 2017, les banques marocaines ont continué leur stratégie de développement à l'international à travers le rachat de 2 banques renforçant de ce fait leur présence en Afrique. Outre, la croissance externe, les filiales africaines ont enregistré une croissance interne dynamique.

Dans ce contexte, les filiales ont contribué de manière positive à l'activité bancaire au Maroc. En effet, leurs parts dans les dépôts collectés et les crédits distribués ont progressé respectivement à 23% et 22%. De même, leur part dans le total actif est passée de 21,8% à 23,4%. Le résultat net et le résultat net part du groupe se sont améliorés, atteignant respectivement 34% et 28%. Concernant le produit net bancaire, il s'est établi à 33% contre 31% en 2016.

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

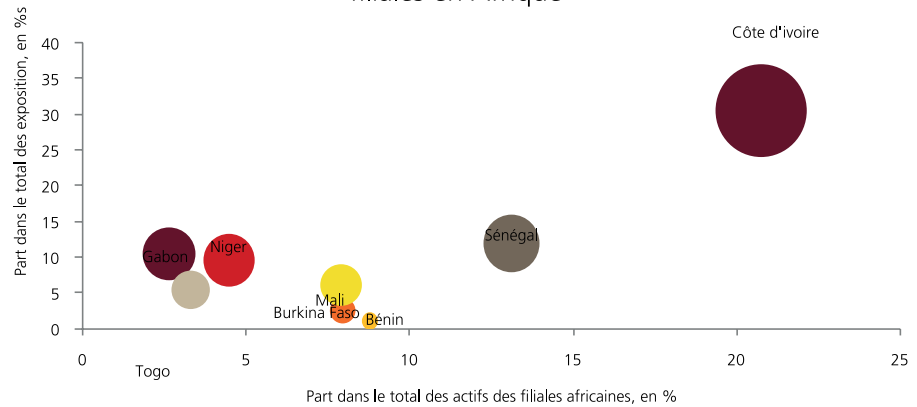


Source : BAM

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

Les expositions des trois banques actives à l'international sur leurs filiales implantées en Afrique sont très limitées et représentent 0,3% de leurs actifs à fin 2017. Ces expositions sont réparties de manière différenciée, avec une part de 30% sur la Côte d'Ivoire, 12% sur le Sénégal et 10% respectivement sur le Gabon et le Niger.

Principales expositions des banques marocaines sur leurs filiales en Afrique



Source : BAM

Afin d'évaluer l'impact de défaut des filiales établies en Afrique sur leurs maisons mères, un stress test a été réalisé sur la base des expositions directes bilan et hors bilan des trois banques. Les résultats indiquent que les banques marocaines disposant d'une marge de solvabilité suffisante pour absorber des chocs<sup>38</sup> provenant du défaut de l'ensemble des filiales en Afrique, engendrant une perte des expositions portées par leurs maisons mères.

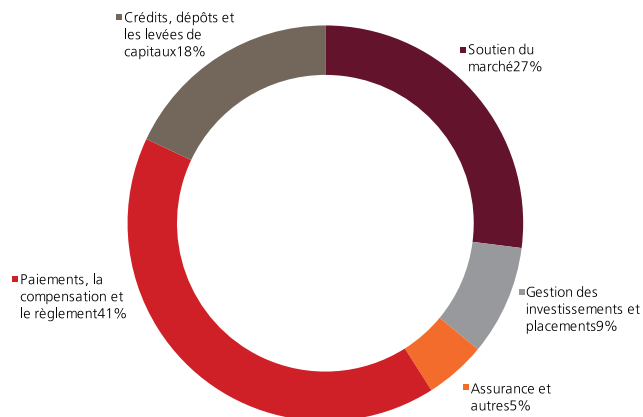
38: Il s'agit de chocs simulant le défaut de l'ensemble des filiales engendrant une perte des expositions portées par leurs maisons mères.

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

#### *Emergence de plus en plus rapide des FinTech à l'international*

Au plan international, les développements rapides des innovations technologiques disruptives et l'apparition de plus en plus marquée des FinTech<sup>39</sup> ont incité les instances internationales (notamment le Conseil de stabilité financière, le FMI et le Comité de Bâle) ainsi que de nombreux régulateurs, à se pencher l'impact de ces innovations sur le système financier et sur sa stabilité qui peut voir ainsi sa structure et son « business model » changer significativement. Les innovations technologiques financières les plus importantes concernent les registres distribués (Blockchain) utilisés dans le cadre des crypto-monnaies et crypto-actifs, l'apparition de nouvelles solutions de paiement, telle que celle du « paiement mobile », le développement de plateformes internet de « Crowdfunding » et l'utilisation des technologies de « Big data » et d'intelligence artificielle.

Secteurs d'intervention des FinTech



Source : BIS

Si ces évolutions sont porteuses de nouvelles opportunités d'investissement et permettent d'améliorer les services financiers (tout en réduisant leurs coûts) et de renforcer l'inclusion financière, elles ne sont pas sans risques sur la stabilité financière. Les cyber-attaques, le blanchiment de capitaux, l'inadéquation du cadre réglementaire sont autant de facteurs de risques pouvant découler de ces innovations.

39 Le Comité de Bâle et le Conseil de stabilité financière définissent les Fintech en tant « qu'innovation financière fondée sur la technologie qui pourrait déboucher sur de nouveaux modèles commerciaux, applications, processus ou produits ayant un effet matériel sur les marchés financiers et les institutions ainsi que la fourniture de services financiers ».

En somme, il est important aussi bien pour les institutions financières que les autorités de régulation, de trouver le juste équilibre entre, d'une part, le développement de ces innovations technologiques au vu de leurs apports au secteur financier et, d'autre part, la gestion des risques inhérents à l'utilisation de ces nouvelles technologies. Cette approche équilibrée favoriserait la sécurité et la solidité des institutions financières, la stabilité financière, la protection des consommateurs et le respect des lois et règlements applicables.

Au Maroc, le marché financier connaît une forte dynamique associée à l'évolution des nouvelles technologies de l'information et de la communication (NTIC). Dans ce cadre, Bank Al-Maghrib a déjà mis en place une circulaire encadrant l'activité des établissements de paiement. Cette circulaire permet de réguler et encadrer les FinTech opérant dans les services de paiement, principal champ d'intervention de ces innovations technologiques.

De même, un projet de loi sur le financement collaboratif a été élaboré par le Ministère de l'Economie et des Finances et est actuellement en cours d'adoption.

### **Encadré N°8 : Projet de mise en place d'un cadre réglementaire du financement collaboratif « crowdfunding » au Maroc**

Le financement collaboratif, connu à l'international sous le nom du « Crowdfunding », est un mode de financement alternatif de projets « peer to peer » qui permet de collecter des fonds, généralement de faible montant par contributeur, auprès d'un large public, principalement en vue de financer l'entrepreneuriat et l'innovation ou de soutenir l'émergence de projets sociaux, culturels et créatifs. Ce nouveau mode de financement<sup>40</sup> opère à travers des plateformes internet, qui permettront la mise en relation directe et transparente entre les porteurs de projets et les contributeurs.

Au Maroc, le projet de loi régissant les activités de financement collaboratif a été élaboré par les pouvoirs publics, pour le renforcement de l'inclusion financière des jeunes porteurs de projets, l'appui au développement économique et social et la canalisation de l'épargne collective vers de nouvelles opportunités. Ce projet vise la mise en place d'un cadre juridique qui devra contribuer notamment à :

- la mobilisation de nouvelles sources de financement au profit des TPME et des jeunes porteurs de projets innovants ;

<sup>40</sup> Il existe trois formes de financement (Don, Prêt, Prise de participation en Capital)

- la participation active de la Diaspora marocaine aux projets de développement du pays via un mécanisme simple, sécurisé et transparent ;
- l'accompagnement de la société civile dans le financement de projets à fort impact social et de développement humain ;
- la libération du potentiel créatif et culturel des jeunes.

Les dispositions de ce projet de loi prévoient, entre autres :

- la création du statut de gestionnaire de plateformes de financement collaboratif (PFC) en l'occurrence le SFC (sociétés de financement collaboratif).
- la définition des procédures et des modalités de création et de fonctionnement des PFC.
- la définition du dispositif d'agrément et de suspension des activités de financement collaboratif par les régulateurs financiers.
- l'obligation pour les SFC de conclure un contrat de prestation de services avec un établissement de paiement dûment agréé par Bank Al-Maghrib pour gérer les dépôts collectés via les PFC.
- la définition des engagements et des obligations de la SFC notamment, en matière d'information public, de publicité et de reporting.
- les droits et obligations des contributeurs, notamment en matière d'information, de résiliation d'inscription et de restitution des fonds.

***Même si les crypto-actifs ne posent pas aujourd'hui de risque pour la stabilité financière mondiale, leur développement rapide au niveau international requiert un suivi rapproché***

Les crypto-actifs sont des actifs numériques nés de la technologie « Blockchain ». Ce sont des actifs virtuels stockés sur un support électronique permettant à une communauté d'utilisateurs l'acceptant en tant qu'instrument d'échange en vue de réaliser des transactions sans avoir à recourir à la monnaie légale. Les crypto-actifs ne remplissent pas complètement les trois fonctions dévolues à la monnaie, à savoir moyen d'échange, réserve de valeur et unité de compte. En effet, ils ne sont acceptés que par un nombre limité de commerces, n'ont pas de valeur intrinsèque et connaissent une forte volatilité qui reflète leur nature spéculative.

A fin janvier 2018, plus de 1 300 crypto-actifs sont recensés dont les plus importants en termes de capitalisation sont le bitcoin créé en 2009, le ripple en 2012 et l'éthereum en 2015. Ces trois actifs représentent respectivement 35%, 20% et 10% de la capitalisation totale des crypto-actifs<sup>41</sup>.

41 Rapport trimestriel de la BRI (septembre 2017)

**Plusieurs banques centrales, autorités financières et institutions internationales ont mis en exergue les défis et risques liés aux crypto-actifs**

Selon l'évaluation du Conseil de Stabilité Financière, les crypto-actifs ne représentent pas, à l'heure actuelle, de risques pour la stabilité financière mondiale. Toutefois, cette évaluation pourrait changer en fonction de leur expansion rapide et leurs interconnexions avec le système financier.

Le développement important des crypto-actifs a amené plusieurs institutions et instances internationales à examiner et à se prononcer sur les implications de ces actifs. Ainsi, tout en reconnaissant le potentiel novateur de la technologie qui soutient les crypto-actifs pour améliorer l'efficacité des systèmes de paiement et renforcer l'inclusion financière, le FMI et le G-20 mettent en exergue les défis liés à ces actifs qui échappent à toute forme de surveillance et de réglementation.

Aussi, plusieurs banques centrales et autorités financières ont attiré l'attention sur les risques liés à l'utilisation des crypto-actifs. Il en est ainsi à titre d'exemples pour la Banque Centrale Européenne et la Banque de France. D'autres juridictions sont allées jusqu'à leur interdiction (Chine, Jordanie, Bolivie).

Au plan national, le Ministère marocain de l'Economie et des Finances, Bank Al-Maghrib et l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux ont attiré l'attention du public sur les risques liés à l'utilisation des monnaies virtuelles, dont principalement :

- L'absence de protection du consommateur : (i) L'absence de protection réglementaire pour couvrir les pertes en cas de défaillance des plateformes d'échange ; (ii) L'absence d'un cadre juridique de protection spécifique des usagers de ces monnaies en rapport avec les transactions effectuées, surtout en cas de vol ou de détournement ;
- La volatilité du cours de change de ces monnaies virtuelles contre une devise ayant cours légal ; cours pouvant varier fortement à la hausse comme à la baisse, en très peu de temps, de façon imprévisible ;
- L'utilisation de ces monnaies à des fins illicites ou criminelles notamment le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme;
- Le non-respect des réglementations en vigueur, en particulier celles ayant trait aux marchés des capitaux et à la législation des changes.

### • Cybersécurité du Système Financier Marocain :

Les systèmes et technologies de l'information font partie intégrante de l'activité et du fonctionnement des administrations publiques, des entreprises ainsi que du mode de vie des citoyens et ce, dans un monde de plus en plus connecté et où la communication occupe une place de choix dans nos sociétés contemporaines.

La sécurité et le bon fonctionnement de ces systèmes devient ainsi un enjeu très important pour l'ensemble des acteurs économiques et financiers dans un environnement marqué par l'essor important de la digitalisation à tous les niveaux mais aussi par la recrudescence de la cybercriminalité qui s'est traduite par un accroissement inquiétant du nombre de cyberattaques.

Pour faire face à ce nouveau risque, un dispositif de cybersécurité a été mis en place au plan national à travers notamment la création du Comité stratégique pour la sécurité des systèmes d'information et l'institution de la Direction Générale de la Sécurité des Systèmes d'Information (DGSSI) relevant du Département de la Défense Nationale Marocaine. Dans le même sens, ont été élaborés, une stratégie nationale de cybersécurité, une directive nationale de la sécurité des systèmes d'information ainsi qu'un décret fixant le dispositif de protection des systèmes d'information sensibles des infrastructures d'importance vitale.

Au vu de ce contexte, le secteur financier marocain (banques, assurances, caisses de retraite, infrastructures des marchés financiers) va devoir relever des défis importants au cours des années à venir en matière de cyber-résilience, d'autant plus que ce secteur représente une cible privilégiée des pirates informatiques. La vulnérabilité croissante à ce risque pour les institutions financières s'explique aussi par l'augmentation des données stockées ou échangées sur le net, l'appel à des sociétés tierces et le développement des innovations financières technologiques.

Le cyber-risque revêt, par ailleurs, un caractère systémique qui pourrait, en cas de cyberattaque massive, compromettre la stabilité du système financier. En effet, les récentes publications des institutions internationales (FSB, BRI, FMI, Banque Mondiale, IOSCO, IAIS,..) révèlent la criticité de ce risque ainsi que la nécessité pour l'ensemble de la sphère financière de mettre en place un

dispositif approprié de réglementation et de supervision inspiré des meilleures pratiques et standards internationaux<sup>42</sup>.

Compte tenu de ce qui précède, les autorités financières au Maroc ont œuvré en 2017 à l'élaboration d'une feuille de route pour la surveillance du cyber-risque au sein du système financier et ce, en tenant compte du dispositif national susmentionné. Le principal objectif de cette feuille de route est de convenir d'un cadre de référence commun et harmonisé entre les trois régulateurs pour la surveillance de ce risque, tout en veillant à une bonne coordination inter-autorités et à l'égard des autres parties prenantes (DGSSI, Agence de Développement du Digital, instances internationales).

***Un engagement fort au niveau national pour l'alignement du secteur financier sur le développement durable***

#### • Développement de la finance durable :

Sur le plan international, le Conseil de la stabilité financière (FSB) considère les risques liés à la finance durable parmi les risques émergents auxquelles les Banques Centrales et les régulateurs internationaux sont confrontés aujourd'hui. Bien qu'ils puissent avoir des conséquences économiques et sociales parfois considérables, les canaux de transmission demeurent difficiles à modéliser et les implications ne sont pas aisément quantifiables.

Même s'il n'existe pas encore de cartographie des risques systémiques complète dédiée à la finance verte, deux grandes catégories de risques ont été répertoriées par la « Task Force on Climate-related Financial Disclosures » relevant du FSB :

- **Risques liés aux impacts physiques des changements climatiques:** résultant de l'impact des événements climatiques sévères (catastrophes naturelles). Les risques physiques peuvent avoir des implications financières pour les organisations, telles que les dommages directs aux actifs et les impacts indirects de perturbation de la chaîne d'approvisionnement.
- **Risques de transition à une économie de bas Carbone :** découlant des efforts des organisations visant à converger vers une économie à bas carbone. Cette transition peut s'appuyer notamment sur des politiques publiques et des avancées technologiques.

<sup>42</sup> tels que le référentiel NIST, les contrôles de sécurité du CIS (Center for Internet Security) et la famille des normes ISO 2700x du système de management de la sécurité de l'information.

**Un engagement fort  
au niveau national  
pour l'alignement du  
secteur financier sur le  
développement durable**

Au Maroc, les autorités financières (Bank Al-Maghrib, ACAPS et AMMC) au côté du Ministère de l'Economie et des Finances, se sont inscrites dans l'orientation du pays pour le développement durable et la lutte contre le changement climatique et ont œuvré à la mise en œuvre de la feuille de route globale du système financier, signée en octobre 2016, en faveur d'une finance verte à même de soutenir la transition vers une économie verte.

**Encadré N°9 : Etat d'avancement de la feuille de route de finance verte**

S'agissant du secteur bancaire, les principales actions engagées concernent le développement d'offres de financement orientées vers l'économie durable (énergie verte), l'émission de « green bonds » par quelques établissements, la prise en compte par certaines banques des risques environnementaux dans l'évaluation du financement de certains projets, la publication par certaines banques d'un rapport spécifique RSE.

Du côté du secteur des assurances, l'ACAPS a conclu des conventions de coopération avec des acteurs et organismes pour promouvoir les investissements du secteur d'assurance dans les projets liés à l'environnement et au développement durable ainsi que pour intégrer les risques et les opportunités climatiques dans le cadre du développement des entreprises d'assurances. Ce cadre de collaboration engage aussi les compagnies d'assurance à adopter les quatre principes ci-après (1) Intégration des enjeux environnementaux sociaux et de gouvernance pertinents pour les métiers de l'assurance dans les prises de décision, (2) Sensibilisation des clients et partenaires aux enjeux environnementaux sociaux et de gouvernance en les incitant à mieux maîtriser les risques et à développer des solutions concrètes, (3) Coopération avec le gouvernement, le régulateur et les autres parties prenantes pour la promotion d'une action globale répondant aux enjeux environnementaux sociaux et de gouvernance et (4) Reporting sur l'état d'avancement de l'application des principes et leur mise en œuvre.

Au niveau des marchés de capitaux, l'AMMC a élaboré un guide servant de référence aux institutions souhaitant émettre des « Green Bonds ». En outre, le sujet de la finance verte a été introduit dans les différents accords conclus avec des homologues étrangers (Nigéria, Ghana, CREPMF...). Aussi et dans le cadre du développement des normes internationales en matière de régulation de la finance verte, l'AMMC a proposé à l'OICV de mettre en place un groupe de travail qui devrait se pencher sur cette question. Parallèlement, des actions de sensibilisation visant la promotion de la culture de la prévention des risques environnementaux ont été menées au profit de la clientèle et des émetteurs faisant appel public à l'épargne.

## III.6 POLITIQUE ET INSTRUMENTS MACROPRUDENTIELS

Compte tenu des résultats de l'évaluation des risques systémiques, la politique macroprudentielle se focalise aujourd'hui essentiellement sur les instruments de fonds propres, de liquidité et d'instruments spécifiques au secteur immobilier. Le dispositif existant aujourd'hui comporte le coussin de fonds propres contracyclique qui est un instrument orienté vers les risques systémiques émanant d'une croissance excessive du crédit. Des travaux sont également en cours pour ajouter et calibrer deux autres instruments en l'occurrence: (i) la surcharge en fonds propres systémique principale instrument de lutte contre les risques liés à l'existence d'institutions revêtant une importance systémique et (ii) les limites sur le ratio « prêt sur valeur » pour atténuer les risques liés à l'émergence d'une bulle sur le marché de l'immobilier.

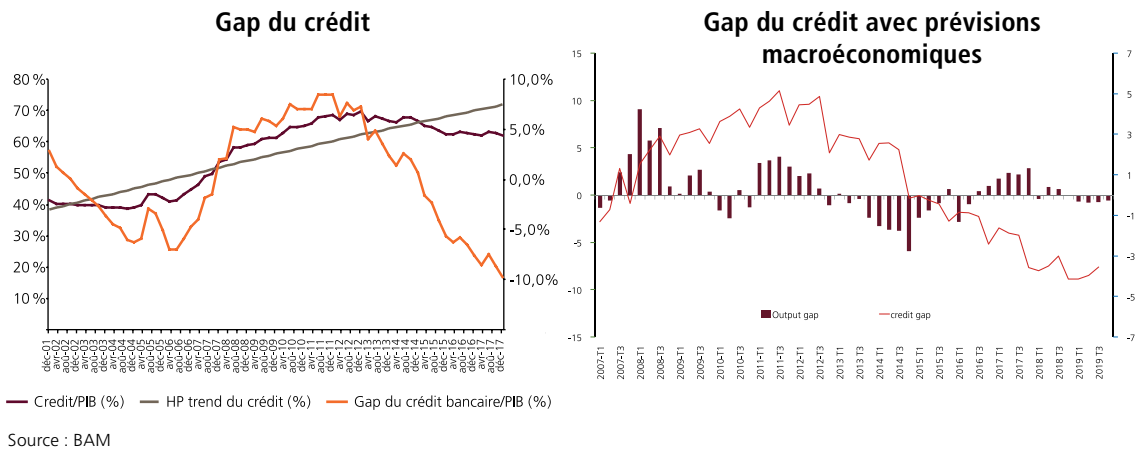
### A. LE COUSSIN DE FONDS PROPRES CONTRA-CYCLIQUES

En 2016 et en application de l'accord de Bâle III, Bank Al-Maghrib a introduit une disposition à la circulaire des fonds propres lui conférant la latitude de requérir des banques de constituer, pour des considérations macroprudentielles, un matelas de fonds propres dits contra-cycliques pouvant varier de 0% à 2,5% des risques pondérés. A l'entrée en vigueur de ces dispositions, ce niveau a été fixé à 0% jusqu'à janvier 2019.

Le coussin de fonds propres contracyclique est un instrument macroprudentiel destiné à atténuer la procyclicité du système financier. Il s'agit d'une exigence en fonds propres supplémentaires à constituer lors des phases ascendantes du cycle financier au moment où la croissance du crédit est excessive et qu'elle s'accompagne d'une importante accumulation des déséquilibres financiers. Il en résulterait une augmentation des coûts de financement qui pourrait contribuer à infléchir la forte croissance du crédit. En revanche, lorsque le cycle se retourne, il peut être décidé d'assouplir cette exigence pour que les banques disposent d'une marge de manœuvre leur permettant de mieux absorber les pertes et de maintenir leur octroi de crédit.

En ligne avec les recommandations de Bâle III, l'écart du ratio du crédit au secteur privé au PIB par rapport à sa tendance (gap

du crédit) constitue le principal indicateur guidant l'activation de cet instrument. A fin 2017, malgré l'amélioration du rythme de croissance du crédit aux agents privés, le ratio du crédit au PIB s'est aggravé par rapport à l'année dernière. Tenant compte des prévisions macroéconomiques de juin 2018, il ne devrait pas se résorber sur l'horizon de prévision et en conséquence le coussin contracyclique, suivant ces projections, devrait rester à 0% jusqu'à fin 2019, ce qui est de nature à soutenir l'activité économique également.



## B. LA SURCHARGE SYSTÉMIQUE

Suite à la crise financière de 2008-2009, le comité de Bâle a conduit des travaux pour quantifier le caractère systémique des institutions financières et pour fixer un cadre réglementaire permettant d'atténuer l'impact de leur défaillance sur la stabilité du système financier et sur l'économie dans son ensemble. En 2012, il a publié un document méthodologique qui propose les lignes directrices pour calculer et scorer l'importance systémique d'une banque à l'échelle domestique. Cette publication, cependant, laisse à l'appréciation des autorités de réglementation locales l'évaluation et la mise en œuvre des mesures appropriées.

La surcharge en fonds propres pour les banques systémiques est proportionnelle à leur importance systémique. De ce fait, l'identification des banques systémiques et le calcul de leurs scores de systémicité est une étape cruciale pour le calibrage de l'exigence supplémentaire de ces institutions. S'inspirant de

la démarche du comité de Bâle en la matière, du benchmark international et tenant compte des spécificités du système bancaire marocain, l'approche adoptée retient des critères afférents à la taille, l'interconnexion et la complexité pour l'identification des banques systémiques marocaines et le calcul de leurs scores de systémicité.

Le score obtenu pour une banque donnée est ensuite utilisé pour déterminer la surcharge en fonds propres à lui appliquer en fonction de son importance systémique. Conformément aux recommandations du comité de Bâle, Bank Al-Maghrib utilise une méthode qui se base sur le principe d'égalité d'impact espéré et qui s'appuie sur l'utilisation du modèle de distribution historique du rendement des actifs pondérés par le risque (RORWA : return on risk weighted assets).

Conformément aux dispositions de l'article 79 de la loi 103-12 relative aux établissements de crédit et organismes assimilés, les conditions et modalités d'application de la surcharge systémique précitée devraient être fixées par circulaire du Wali de Bank Al-Maghrib, après avis du comité des établissements de crédit. Dans ce sens, Bank Al-Maghrib a œuvré courant 2017 à la mise en place du cadre méthodologique de cet outil macroprudentiel préalablement à l'élaboration du dispositif réglementaire y afférent en 2018.

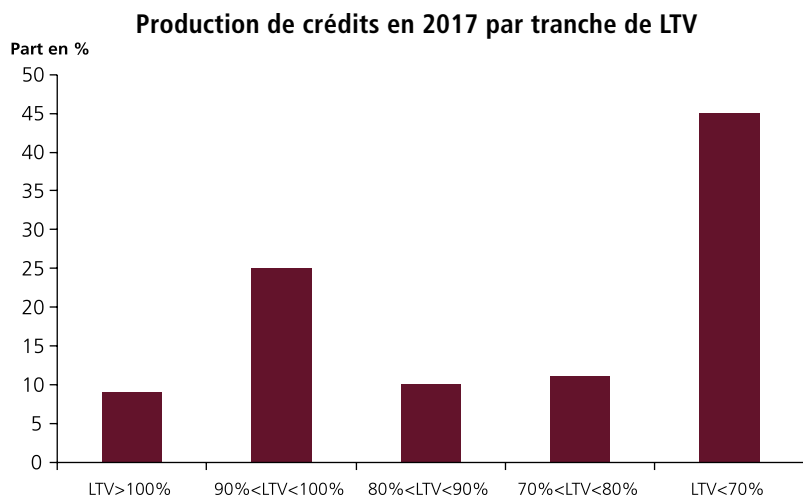
### **C. LIMITES SUR LE RATIO « PRÊT SUR VALEUR » RELATIF AU CRÉDIT HYPOTHÉCAIRE D'HABITAT**

Le ratio prêt/valeur (Loan To Value : LTV) est le rapport entre le montant d'un prêt destiné à financer l'acquisition d'un bien immobilier à usage d'habitation et la valeur d'achat de ce même bien. Ce ratio a tendance à augmenter lors des périodes de « booms du crédit » car la sous-évaluation du risque qui caractérise ces épisodes entraîne un assouplissement excessif des conditions d'octroi du crédit. L'évolution de la LTV, au travers du cycle financier, est un indicateur pertinent pour surveiller ce risque et elle fournit également des indications importantes pour calibrer in fine les limites prudentielles à ce ratio. En effet, la limite sur la LTV

est un instrument souvent utilisé pour cibler directement le secteur immobilier en agissant sur la demande des emprunteurs les moins solvables. Le plafonnement du ratio LTV se situe généralement entre 40% et 100% selon les pays et tient compte de plusieurs critères dont le nombre de biens achetés, l'âge de l'acquéreur et le caractère spéculatif de la zone géographique du bien à acquérir.

Afin de se doter de cet instrument, Bank Al-Maghrib a inscrit, dans le cadre de la feuille de route en matière de stabilité financière, des actions de collecte de données, de conception et mise en place de la « limite LTV ». Un modèle de reporting a été ainsi mis en place, discuté avec les principales banques en 2016 et intégré au calendrier des états réglementaires depuis janvier 2017.

L'analyse des premiers reportings reçus fait ressortir une LTV moyenne à l'octroi autour de 69% en 2017, avec des niveaux variant entre 61% et 76% selon les banques. Ce niveau montre que les apports personnels des emprunteurs représentent, en moyenne, une part significative du crédit accordé. En parallèle, la structure de la production, selon le niveau de la LTV, montre que la proportion des emprunteurs dont la LTV est inférieure à 80 % représente près de 56%. Près d'un quart des crédits sont accordés avec une LTV entre 90% et 100%. S'agissant des opérations ayant fait l'objet d'un sur-financement (LTV>100%), leur part se situe à 9%. La mise en place de ce type d'instrument aura pour objectif d'agir sur cette structure en limitant la part des crédits assortis de ratios LTV élevés.



Source : BAM



# **CHAPITRE 4**

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



## APERÇU

*L'année 2017 s'est caractérisée par le creusement de la liquidité bancaire de près de 26,4 milliards de dirhams en moyenne. Dans ce contexte, la Banque centrale a haussé l'encours moyen de ses interventions pour atteindre 41,7 milliards contre 15,3 milliards en 2016. En 2017, les taux sur les marchés monétaires et obligataires ont enregistré une légère hausse après une période baissière de trois ans et ce, en lien avec la situation du déficit de liquidité bancaire.*

*Le volume des émissions de titres de dette privée est en légère augmentation par rapport à 2016. Près de 80% du volume des nouvelles émissions a servi au financement du secteur financier. Concernant le marché secondaire de la dette privée, un projet est mené par l'AMMC afin d'en assurer une supervision adéquate. Le risque de crédit de la dette privée reste quant à lui maîtrisé. De nouveaux types de dettes structurées plus risquées sont apparus sur le marché, mais leur volume reste limité et sont destinés aux investisseurs qualifiés.*

*S'agissant de la bourse, le marché primaire a été peu actif en 2017 avec un volume de levées de capitaux faible de 1,4 milliard de dirhams, et sans aucune IPO enregistrée. Quant au marché secondaire, il reste marqué d'un déficit de liquidité en raison de la faiblesse du facteur flottant ainsi que de l'écart entre les prix de l'offre et de la demande. La volatilité du MASI reste modérée à 10,7% malgré une tendance haussière depuis 2014. Soutenue par le contexte de faiblesse des taux d'intérêts, la valorisation des titres reste élevée avec un PER à 19,7 bien qu'en légère baisse par rapport à 2016. Si la hausse des taux d'intérêts se poursuit en 2018 de manière sensible, le marché boursier pourrait subir une période d'instabilité avec une correction à la baisse de la valorisation. L'activité d'intermédiation boursière souffre d'une forte concentration et de la faiblesse du volume transactionnel, mais les sociétés de bourse disposent globalement d'une bonne assise financière, notamment suite à l'encaissement de dividendes exceptionnels.*

*Les personnes physiques investissant en bourse, dont le nombre a légèrement reculé en 2017, ont toutefois été plus actives sur le marché à l'instar des OPCVM. Ces derniers se sont plus orientés à l'achat en raison notamment des souscriptions importantes observées dans les fonds « Actions » et « Diversifiés » dans un contexte marqué par des taux d'intérêts encore bas en dépit de la légère hausse constatée. Concernant les investissements étrangers en bourse, ils demeurent constitués essentiellement de participations stratégiques à caractère stable.*

*L'activité des sociétés de gestion d'OPCVM a connu une progression soutenue de l'actif net de 10,7% en 2017 et de 10,6% en moyenne annuelle pendant les six dernières années. Les institutions financières restent les premiers investisseurs en OPCVM avec 75,9% de l'actif net total sous gestion, créant ainsi un lien important entre les institutions financières et le marché des capitaux.*

*Le volume des opérations de prêts de titres, qui portent essentiellement sur les Bons du Trésor, est de plus en plus important et a atteint 511 milliards de dirhams en 2017 mais avec une durée*

*moyenne de prêts raccourcie de moitié à 3 semaines. A la fin de l'année 2017, l'encours des prêts est quasiment revenu à son niveau de fin 2016, soit 15 milliards de dirhams, après un pic à 26 milliards de dirhams en juillet 2017. Le cadre législatif et réglementaire de cette activité est en cours d'amendement afin de favoriser son développement tout en renforçant les exigences en termes de couverture du risque de contrepartie.*

*Enfin, concernant les infrastructures de marché, Maroclear a enregistré en 2017 une progression en termes de volumes des avoirs conservés (encours 1 750 milliards de dirhams) et de transactions dénouées (57,8 milliards par jour en moyenne). Au niveau de la société gestionnaire de la Bourse de Casablanca, le taux de suspens des transactions boursières reste très faible.*

## IV.1 MARCHÉS DE CAPITAUX

### A. MARCHÉS MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

#### **Resserrement de la liquidité bancaire**

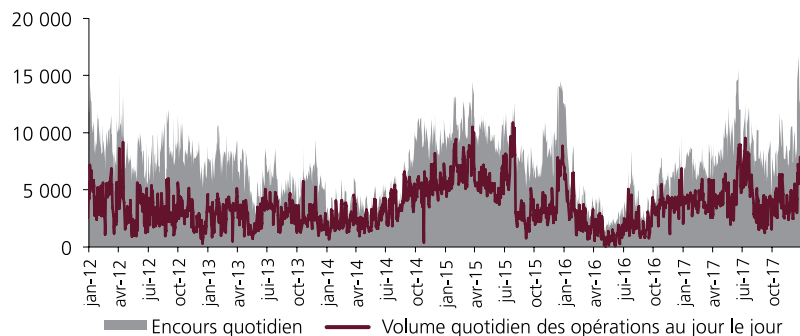
La position de liquidité des banques soumises à la réserve obligatoire s'est dégradée en 2017 de 26,4 milliards de dirhams en moyenne quotidienne, pour enregistrer un déficit de liquidité de 40,6 milliards de dirhams. Cette évolution résulte principalement de l'augmentation de l'encours de la monnaie fiduciaire et de la baisse des Réserves internationales nettes (RIN).

Dans ce contexte, la Banque centrale a augmenté ses interventions comme en témoigne la hausse de l'encours quotidien moyen de ses injections à 41,7 milliards de dirhams en 2017 contre 15,3 milliards en 2016.

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

Le resserrement de la liquidité bancaire a également impacté la dynamique du marché interbancaire à travers un accroissement des volumes échangés sur le marché monétaire interbancaire en blanc qui ont augmenté en moyenne à près de 8,6 milliards de dirhams, contre 4,6 milliards l'année précédente. La hausse des volumes échangés a concerné aussi bien les opérations traitées au jour le jour que celles à terme, atteignant en moyenne quotidienne 4,3 milliards de dirhams chacune en 2017 contre respectivement 2 milliards de dirhams un an auparavant.

**Volumes échangés sur le marché monétaire interbancaire  
(en millions de DH)**

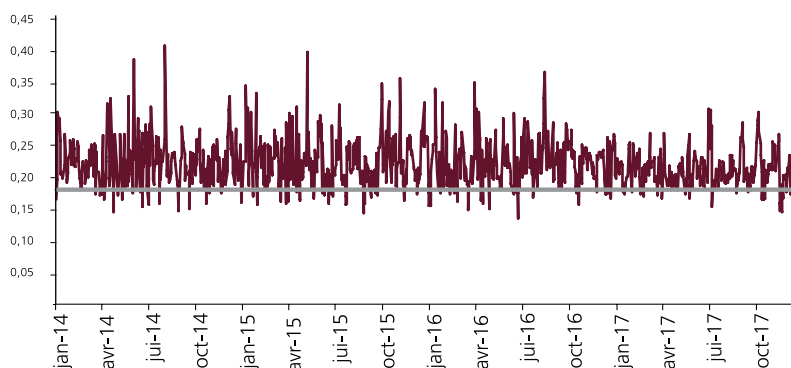


Source : BAM

**Le caractère structurel de concentration sur le marché monétaire se maintient**

La répartition des liquidités bancaires demeure inégalement répartie entre les banques. En effet, 71% des réserves totales des banques sont détenues par les trois plus grands établissements bancaires de la place. Ainsi, l'indice de concentration Herfindahl-Hirschman (IHH) de la liquidité bancaire s'est établi à 0,21, reflétant une concentration importante de la liquidité bancaire.

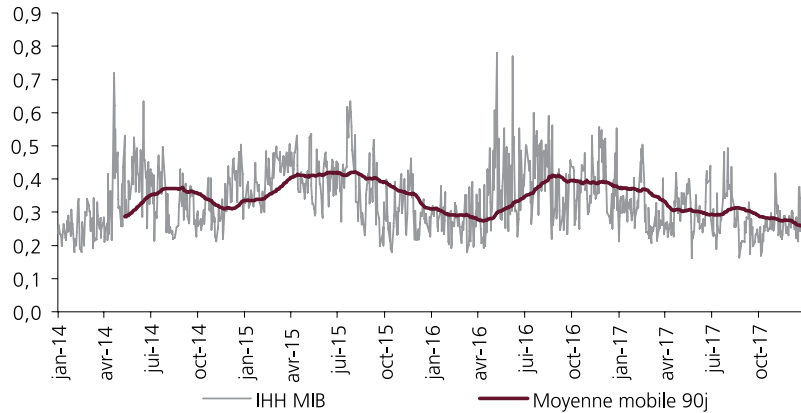
**Concentration de la liquidité bancaire**



Le marché monétaire interbancaire en blanc demeure concentré malgré l'amélioration de l'indice de concentration IHH qui s'est établi à 0,29 en 2017 contre 0,36 une année auparavant. Cette évolution est en lien principalement avec la baisse de la concentration au niveau des opérations d'emprunts dont l'indice IHH est passé de 0,42 à 0,29, avec trois banques qui ont emprunté près de 75% des ressources sur ce compartiment de marché, tandis que l'IHH des prêts interbancaires à blanc est resté stable à 0,29 entre 2016 et 2017.

Source : BAM

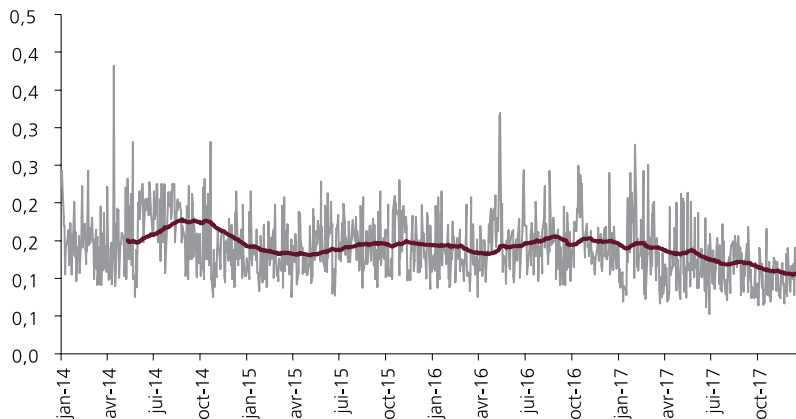
### Concentration du marché monétaire interbancaire en blanc au jour le jour



Source : BAM

S'agissant du marché de la pension livrée, il continue d'enregistrer une concentration moins importante comparativement aux autres compartiments, avec un indice IHH s'établissant en moyenne à 0,12 sur l'année 2017, en baisse de deux points de base par rapport au niveau enregistré une année auparavant. La concentration sur ce marché est considérée comme modérée du fait de son élargissement à des opérateurs non bancaires dont notamment les OPCVM et les assurances.

### Concentration du marché de la pension livrée

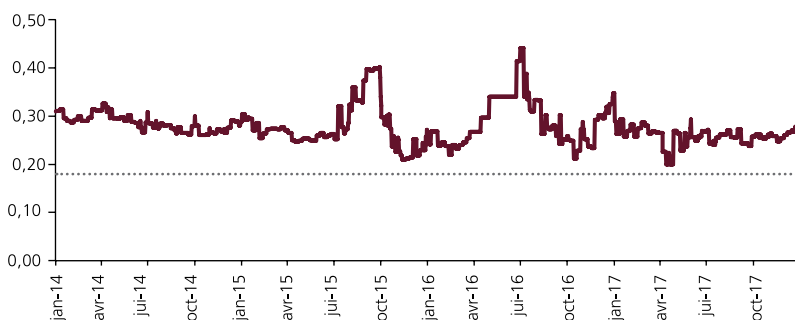


Source : BAM

**Le refinancement des banques auprès de BAM demeure fortement concentré**

La répartition des injections de Bank Al-Maghrib entre les établissements bancaires reflète la forte concentration du refinancement des banques auprès de la Banque centrale. Ainsi, près de 84% des injections sont concentrées au niveau des trois plus grandes banques de la place. En dépit d'une baisse de 3 points de base de l'indice IHH en 2017, ce dernier reste supérieur au seuil de 0.18, traduisant une forte concentration du refinancement auprès de Bank Al-Maghrib.

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



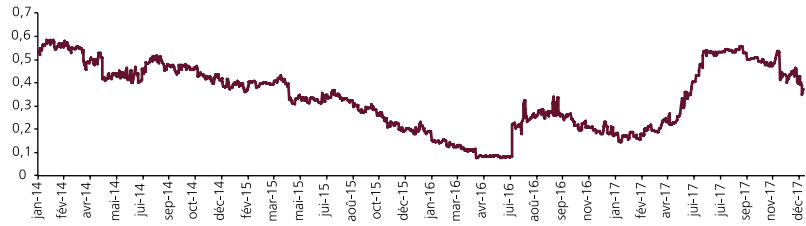
Source : BAM

**Hausse de la pression sur le collatéral<sup>43</sup> et rupture avec sa tendance à la baisse**

L'évolution de la pression sur le collatéral a rompu avec sa tendance baissière. En effet, après avoir enregistré des niveaux de 48%, 32% et 18% respectivement en 2014, 2015 et 2016, la part du collatéral mobilisé par les banques par rapport à leurs avoirs propres en actifs éligibles s'est nettement appréciée à 40% en moyenne. Cet accroissement est tiré essentiellement par la hausse importante du volume des interventions de Bank Al-Maghrib dont l'encours a fortement augmenté à partir du deuxième trimestre.

<sup>43</sup> La pression sur le collatéral est un indicateur de la capacité des banques à se refinancer auprès de la Banque centrale. Plus cet indicateur est élevé, plus le risque d'émergence de tensions sur la liquidité bancaire augmente.

### Part du collatéral mobilisé par les banques

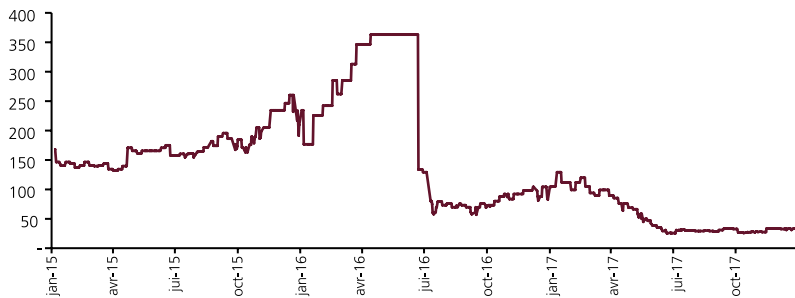


Source : BAM

***Poursuite de la baisse de la durée moyenne des interventions de BAM***

La durée moyenne des interventions de Bank Al-Maghrib s’est inscrite en baisse à moins de 2 mois sur l’année 2017, contre une durée moyenne de 6 mois l’année précédente. Cette contraction est attribuable principalement à l’importante augmentation des opérations de refinancement hebdomadaires en lien avec le resserrement des conditions de la liquidité bancaire mais également à la baisse de l’encours des prêts garantis accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME.

### Durée moyenne des interventions de BAM



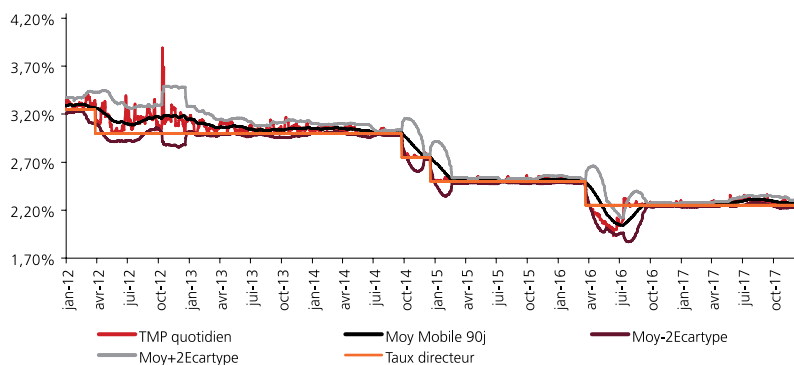
Source : BAM

### Faible hausse des taux monétaires

Dans un contexte marqué par le resserrement des conditions de liquidité conjugué à l'accroissement des volumes de refinancement des banques auprès de Bank Al-Maghrib, le taux moyen pondéré (TMP) sur le marché interbancaire en blanc au jour le jour s'est légèrement apprécié à 2,281% en moyenne en 2017 contre 2,265% en 2016. Ainsi son écart par rapport au taux directeur, maintenu à 2,25%, est passé à 3 points de base contre 1,5 point de base l'année précédente.

La volatilité du taux interbancaire s'est résorbée au cours de cette année comme en témoigne la baisse de son écart-type passé à 0,02% contre 0,03% en 2016. Dans ce sens, sa fourchette d'oscillation a été réduite entre [2,25% ; 2,36%] enregistrant un spread de 11 points de base contre une fourchette de 61 points de base en 2016 [1,93% ; 2,54%].

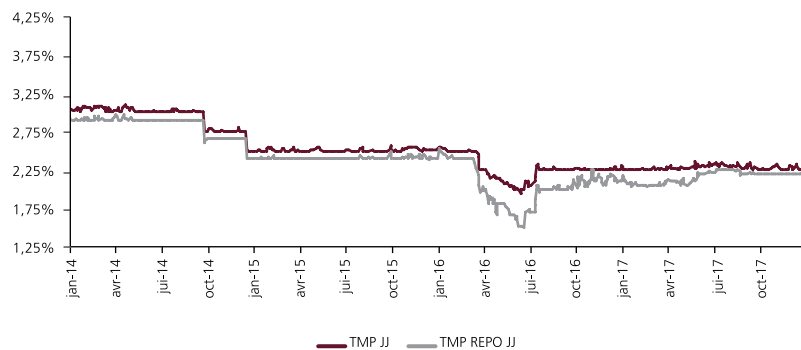
#### TMP interbancaire en blanc au jour le jour : tendance et volatilité



L'efficacité de la formation des prix sur le marché monétaire, mesurée par l'écart entre les taux d'intérêts maximum et minimum au cours d'une même journée sur le marché interbancaire en blanc, s'est affaiblie en 2017. En effet les écarts constatés ont doublé en moyenne en 2017, allant à 10 points de base contre 5 en 2016. Tandis que les écarts de taux sur le marché de la pension sont revenus à un niveau moyen de 7,5 points de base en 2017 après avoir atteints 16 points de base en 2016, année durant laquelle Bank Al-Maghrib a baissé le taux directeur.

La comparaison entre les conditions de financement sur le marché interbancaire en blanc et le marché de la pension livrée fait ressortir en moyenne un écart entre les taux respectifs de ces marchés de 12 points de base à fin 2017, s'inscrivant en baisse de 10 points de base par rapport à 2016.

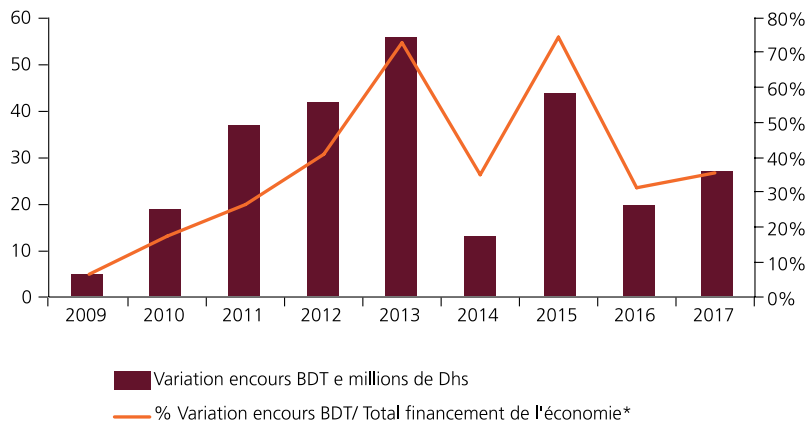
### TMP au jour le jour sur le marché de la pension et sur le marché interbancaire en blanc



Source : BAM

Le marché de la dette publique représente le moyen de placement privilégié des investisseurs, de par le manque d'opportunités alternatives de placement et surtout en lien avec le risque faible induit par ce marché. Ainsi, l'encours global des bons du Trésor s'est inscrit en hausse de 5% par rapport à 2016, à 517 milliards de dirhams, en augmentation de 27 milliards de dirhams par rapport à fin 2016, soit une hausse de 5,44%.

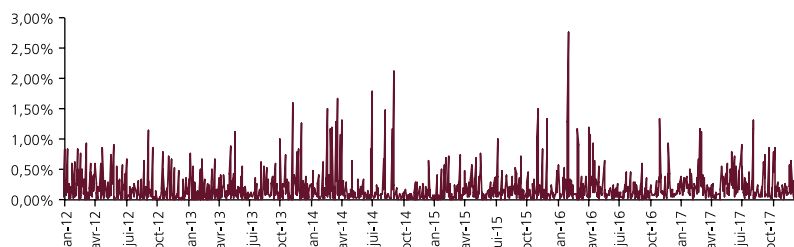
### Variation de l'encours des Bons du trésor (en milliards de dirhams)



Source : BAM

Le volume des opérations traité sur le marché secondaire des bons du Trésor reflète toujours un manque de profondeur en dépit d'une légère amélioration, en conséquence le taux de rotation en moyenne quotidienne s'est élevé à 0,22% en 2017 contre 0,18% en 2016. En effet, le volume de ces opérations<sup>44</sup> a augmenté en moyenne quotidienne de 28% passant de 880 millions de dirhams en 2016 à près de 1,1 milliard de dirhams en 2017.

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



Source : BAM

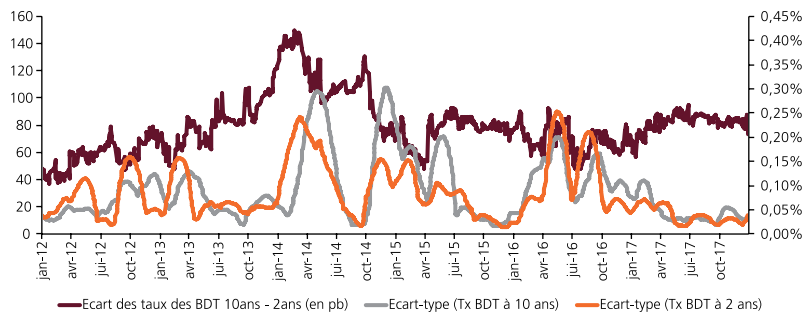
<sup>44</sup> opérations retenues pour la construction de la courbe des taux.

**Hausse des taux de rendement des Bons du Trésor, principalement des maturités moyen et long termes, conjuguée à une baisse de leur volatilité**

La courbe des taux a marqué une pentification vers le haut sous l'effet de l'augmentation des taux de rendements des BDT aussi bien pour les maturités à moyen terme que celle à long terme. En effet, le taux des BDT à 10 ans s'est accru en moyenne sur l'année 2017 de 20 points de base pour s'établir à 3,29%, alors que le taux à 2 ans a connu une légère hausse de 7 points. Dans ce sens, l'écart entre les taux de rendement des BDT à 2 ans et 10 ans s'est hissé de 69 points de base en 2016 à 82 points en 2017.

En outre, l'écart-type des taux des bons du Trésor à 10 ans a baissé entre 2016 et 2017, passant de 0,08% à 0,04%. Pour sa part, l'écart-type du taux à 2ans a stagné pour se situer à 0,04% à fin 2017.

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



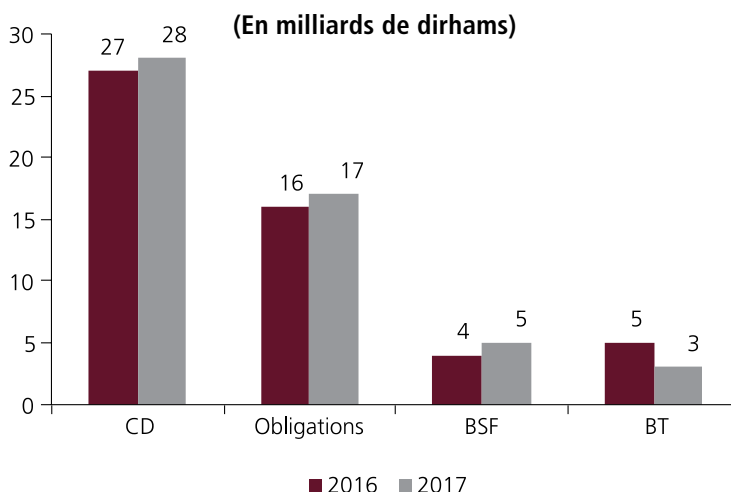
Source : BAM

**Le volume des émissions de titres de dette privée est en légère augmentation par rapport à 2016, mais il ne bénéficie qu'à hauteur de 20% aux secteurs non financiers**

S'agissant du marché de la dette privée, les émissions se sont établies à 53,4 milliards de dirhams pour l'année 2017 en hausse de 2,5% par rapport à 2016. Cette évolution s'explique par une augmentation des gisements obligataires et des encours des certificats de dépôt et des bons de sociétés de financement respectivement de 3,30%, 5,44% et 37,47%, alors que le compartiment des billets de trésorerie a connu une baisse de ses encours de l'ordre de 37,4%.

Les émissions restent dominées par les TCN, et plus particulièrement les certificats de dépôts. En effet, les certificats de dépôts représentent plus de la moitié de l'ensemble des émissions de la dette privée, soit 53,2%, suivis par les obligations pour 31,25%. Les billets de trésorerie (BT) et les bons des sociétés de financement (BSF), représentent respectivement 6,38% et 9,18%.

#### Evolution des émissions de dette privée par catégories de titres



Source : Maroclear et Calculs AMMC

**L'encours de la dette privée confirme sa dynamique haussière entamée en 2016**

Les établissements de crédit restent les principaux émetteurs de la dette privée avec 80% de l'ensemble des émissions. Les entreprises publiques, quant à elles, représentent 7% des émissions qui sont principalement destinées au financement des projets structurants et à la mise en œuvre des stratégies sectorielles gouvernementales. Les principaux autres secteurs concernés sont l'immobilier et le bâtiment et matériaux de construction avec respectivement 5% et 4% des émissions.

## Encadré N°10 : Les nouvelles dettes structurées, notamment les CoCos Bonds (Contingent Convertible Bonds)

L'année 2016 et le début de l'année 2017 ont été marqués par l'émission sur le marché financier marocain de nouveaux produits plus complexes et plus risqués à savoir les dettes subordonnées avec mécanismes de report ou d'annulation du paiement des coupons ainsi que des mécanismes d'absorption des pertes. Les caractéristiques de ces produits peuvent être présentées comme suit :

- Ces titres, dits hybrides, répondent à la fois au besoin de meilleur rendement des investisseurs et au besoin des émetteurs de renforcer leurs bilans. Pour compenser le risque lié à la subordination, les investisseurs perçoivent une meilleure rémunération que sur la dette sénior.
- Ces titres hybrides présentent un profil de risque plus élevé :
  1. Possibilité de report ou d'annulation du paiement des coupons ainsi que des mécanismes d'absorption des pertes.
  2. Les dettes hybrides sont subordonnées à la dette senior en cas de défaut, c'est-à-dire qu'elles sont remboursées après la dette senior (mais avant les actions) avec des chances plus faibles de récupérer ces créances en cas de défaut.

A fin 2017, nous relevons trois émissions de dette hybride sur le marché financier marocain, dont les principales caractéristiques se présentent comme suit :

Emetteur	Date	Montant levé	Prime de risque	Structuration
OCP	Décembre 2016	5 milliards de dirhams	Entre 70bps et 120bps	Emission obligataire subordonnée perpétuelle avec options de remboursement anticipé et de différé de paiement d'intérêt.
Attijariwafa Bank	Décembre 2016	500 millions de dirhams	Entre 150bps et 200bps	Emission d'obligations subordonnées perpétuelles avec mécanisme d'absorption de pertes et d'annulation de paiement des coupons.
BMCE Bank Of Africa	Juin 2017	1 milliard de dirhams	Entre 300bps et 375bps	Emission d'obligations subordonnées perpétuelles avec mécanisme d'absorption de pertes et d'annulation de paiement des coupons.

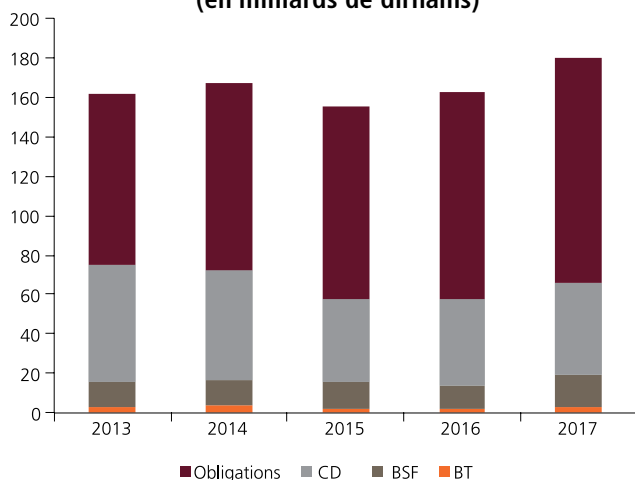
### Actions des organes de supervision à l'échelle internationale

Compte tenu des caractéristiques de ce genre de produit, il ressort que les CoCos sont des instruments extrêmement techniques et complexes non adaptés à toutes les catégories d'investisseur. Ainsi, des mesures ont été prises par les autorités de supervision des marchés des capitaux afin de protéger les épargnants. Ci-après quelques exemples :

Régulateur	Mesures
European Securities and Markets Authority (ESMA)	Ediction d'une circulaire mettant en avant les nombreux risques liés aux CoCos bonds.
Financial Conduct Authority (Royaume-Uni)	Décision de limiter la distribution des CoCos bonds à des investisseurs privés européens.
Autorité Marocaine des Marchés de Capitaux (AMMC)	Emissions destinées aux investisseurs qualifiés aussi bien sur le marché primaire que sur le marché secondaire.

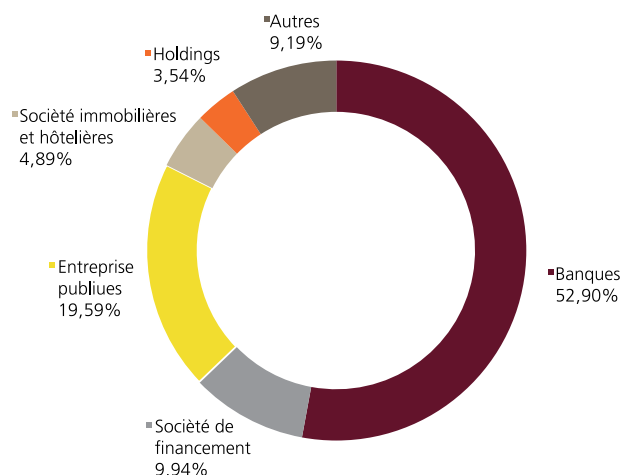
Concernant l'encours de la dette privée, il s'est établi à 181 milliards de dirhams à la fin de l'année 2017 contre 162 milliards de dirhams en 2016. Il représente ainsi 17% du PIB. Cette hausse a concerné tous les compartiments de la dette privée, en particulier le gisement obligataire qui a augmenté de près de 10 milliards de dirhams. Plus de la moitié de l'encours de la dette privée sert au financement des établissements bancaires.

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



Source : AMMC

Ventilation de l'encours de la dette privée par secteur



Source : AMMC

**Le risque de crédit de la dette privée reste quant à lui maîtrisé**

Relativement à l'évolution du risque de crédit lié la dette privée, l'année 2017 n'a pas enregistré d'évènement nouveau de défaut de paiement ou de difficulté financière nouvelle d'un émetteur particulier. Deux émetteurs appartenant à un même groupe immobilier sont en difficulté depuis l'année 2014. Toutefois, ces émetteurs poursuivent la réalisation d'un programme de restructuration qui a permis notamment de réduire de manière significative leurs dettes bancaire et privée.

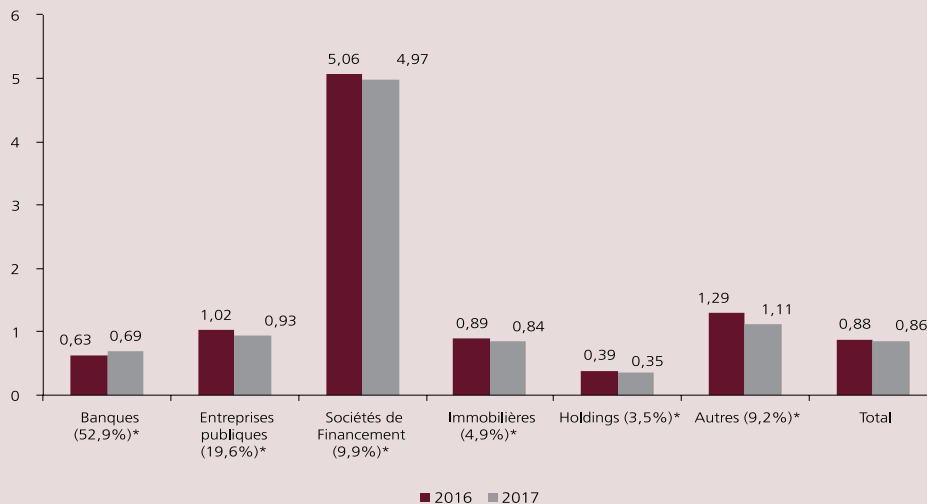
### Encadré N°11 : Endettement des émetteurs de dette privée

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

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

Au terme de l'exercice 2017, l'endettement net global des sociétés émettrices de dette privée s'élève à 399,8 milliards de dirhams, en hausse de 2,5% comparativement à l'exercice précédent. Néanmoins, le gearing global ressort en baisse en passant de 0,88 en 2016 à 0,86 en 2017. Ce niveau de gearing indique que l'endettement net global des émetteurs de dette privée reste inférieur à leurs capitaux propres.

#### Evolution du gearing des émetteurs dette privée par catégorie d'émetteurs



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

Source : Publications financières des émetteurs et calculs AMMC

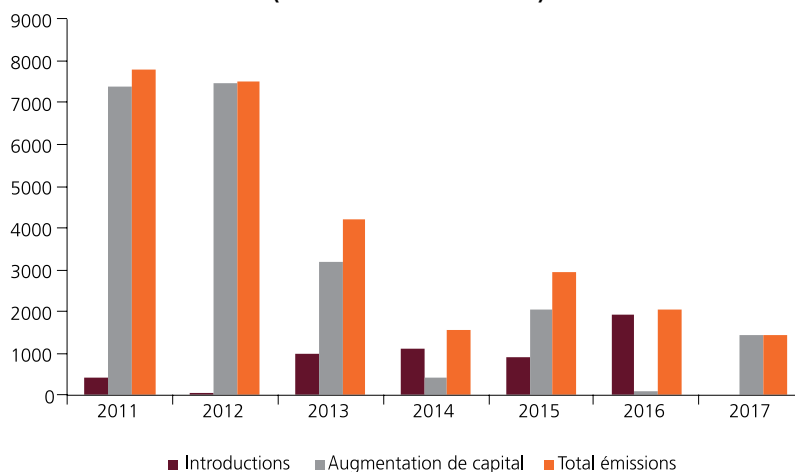
En analysant l'endettement relatif aux catégories d'émetteur de dette privée les plus significatives en termes de poids dans l'encours global, les sociétés de financement se distinguent avec un gearing de 5,06, qui s'explique par la nature de leur activité. Elles sont suivies par les entreprises publiques dont le gearing a baissé en passant de 1,02 en 2016 à 0,93 en 2017. Le gearing du secteur bancaire, qui représente plus de la moitié de l'encours global, a enregistré une hausse en passant de 0,63 en 2016 à 0,69 en 2017. Quant aux holdings de participation, leur ratio d'endettement net ressort limité à 0,35 en 2017, en baisse de 0,04 points par rapport à 2016.

## B. MARCHÉ BOURSIER

**Un volume de levées de capitaux faible en 2017 et sans IPO**

Les levées de capitaux sur le marché boursier sont de plus en plus faibles comme en témoigne la tendance baissière des volumes d'émission sur le marché primaire de la bourse de Casablanca. En effet, le volume des émissions s'élève à 1,4 milliard de dirhams en 2017 contre 2 milliards en 2016 et 7,8 milliards en 2011, sachant qu'aucune nouvelle introduction n'a été réalisée en 2017.

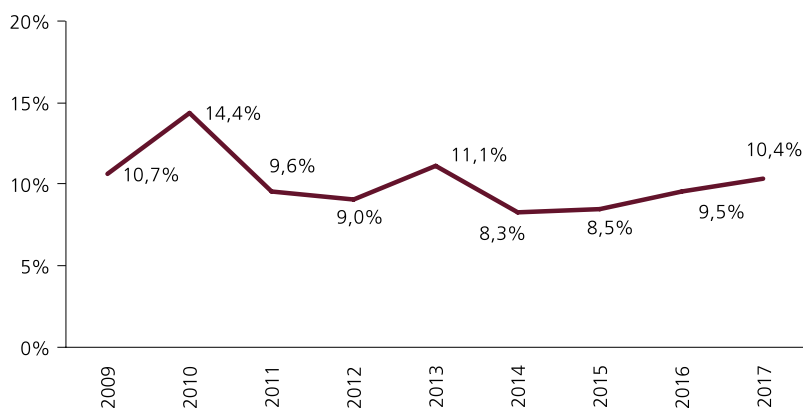
**Evolution des émissions sur le marché boursier  
(En millions de dirhams)**



**Le marché secondaire souffre toujours d'un déficit de liquidité en raison de la faiblesse du facteur flottant ainsi que par l'écart entre les prix de l'offre et de la demande fixés par les donneurs d'ordre**

L'une des problématiques du marché boursier marocain reste le faible niveau de liquidité. En effet, le ratio de liquidité<sup>45</sup> reste assez faible, en dépit d'une légère tendance haussière sur les trois dernières années. Le ratio s'est établi à 10,4% au titre de l'année 2017, contre 9,5% une année auparavant. Cette situation s'explique notamment par la faiblesse du facteur flottant en bourse. La prépondérance des parts stratégiques détenues par des actionnaires stables, et qui s'est établie à près de 76% en 2017, limite de fait le nombre de titres susceptibles, à court terme, d'être échangés en bourse, ce qui réduit la liquidité du marché.

**Evolution du ratio de liquidité**

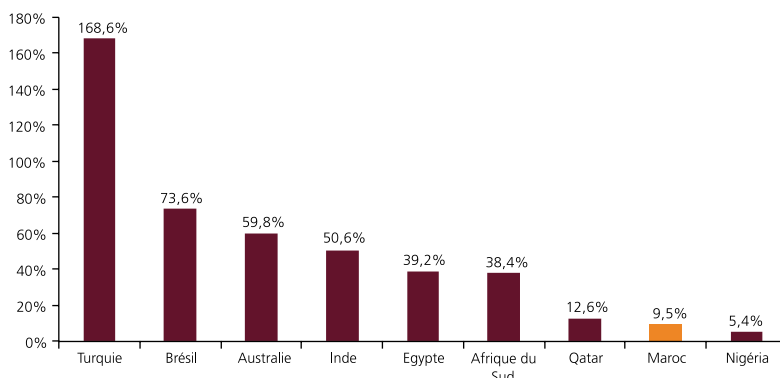


Source : Bourse de Casablanca

Comparé à d'autres places boursières, la faiblesse de la liquidité de la bourse de Casablanca ressort de manière claire comme en témoigne le graphique ci-après. En effet, la liquidité de la bourse de Casablanca est nettement inférieure à celle de l'Afrique du Sud et de l'Egypte (respectivement 38,4% et 39,2%) et l'écart avec les bourses émergentes comme le Brésil (73,6%) et la Turquie (168,6%) est plus important.

<sup>45</sup> Calculé sur la base du taux de rotation des stocks par rapport à la capitalisation boursière totale.

### Comparaison des ratios de liquidité (2016)

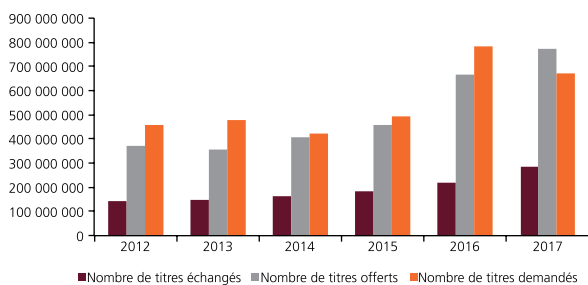


Sources : Banque Mondiale

Le nombre des titres traités en bourse a significativement augmenté, passant ainsi de 217 millions en 2016 à 284 millions de titres échangés en 2017, soit une hausse de 31%. Cette évolution n'a cependant pas amélioré la liquidité du marché qui n'a progressé que de 9,5%.

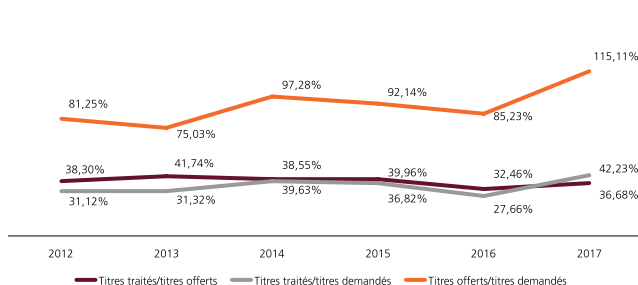
En 2017, le ratio « titres offerts/titres demandés » s'est établi à 115.1%, ce qui signifie que le nombre de titres offerts à la vente est supérieur au nombre de titres demandés à l'achat. Les taux de satisfaction de l'offre et de la demande qui restent limités ont connu une légère amélioration en 2017, soit respectivement 36.7% et 42.2% contre 32.5% et 27.7% en 2016. Cette situation révèle que l'écart entre les prix de l'offre et ceux de la demande demeure important.

### Evolution des nombres de titres sur le marché



Sources : Bourse de Casablanca

### Titres offerts Vs Titres demandés en %



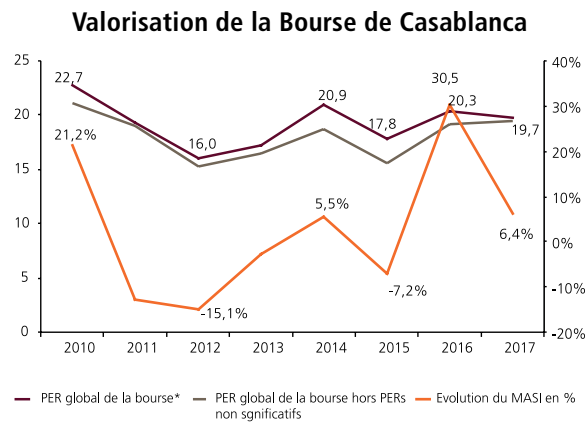
Sources : Bourse de Casablanca et Calculs AMMC

**La volatilité reste modérée en dépit de sa tendance haussière depuis 2014**

Indicateur important dans l'analyse de la stabilité financière d'un marché boursier, le niveau de valorisation global des titres cotés ressort en légère baisse par rapport à 2016. En 2017, le ratio du cours boursier sur bénéfices (PER) s'est établi à 19,7x contre 20,3x un an auparavant.

Cette détente au niveau de la valorisation s'explique par une masse bénéficiaire des entreprises cotées qui a augmenté plus rapidement que la valorisation globale. En effet, les bénéfices dégagés sont ressortis en hausse de 11% par rapport à 2016, alors que la capitalisation boursière globale a augmenté de 8%.

Notons également que 12% des valeurs cotées présentent une décote importante par rapport au PER du marché, et 4% des valeurs affichent une surcote importante.



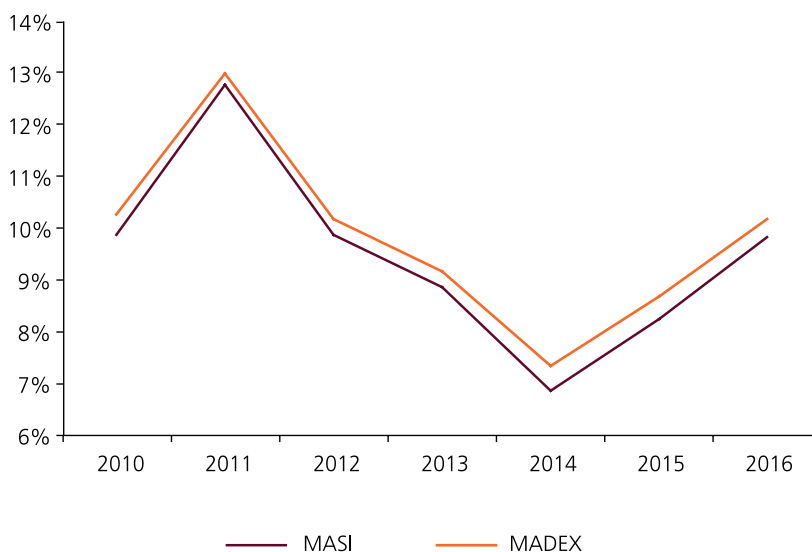
Sources : Publications financières des sociétés cotées et Calculs AMMC

Ceci étant, le PER de la Bourse de Casablanca reste élevé et peut s'expliquer par le contexte de taux d'intérêt toujours bas où les investisseurs sont à la recherche d'instruments financiers avec un meilleur rendement. Cependant, cette situation augmente le risque d'instabilité dans le marché boursier en particulier si le contexte de faiblesse des taux d'intérêts venait à changer de manière drastique.

**La volatilité reste modérée en dépit de sa tendance haussière depuis 2014**

La volatilité des indices actions MASI et MADEX, reste sur une tendance haussière, en s'établissant respectivement à 10,66% et 11,22% en 2017, contre 9,84% et 10,20% en 2016. Ce niveau de volatilité de la place casablancaise reste néanmoins modéré comparé à d'autres places financières.

**Evolution de la volatilité du marché boursier**



Volatilité : Indicateur de risque qui mesure l'écart type des rendements d'un titre. Plus la volatilité est élevée, plus le cours du titre est susceptible d'avoir des variations importantes, à la hausse comme à la baisse.

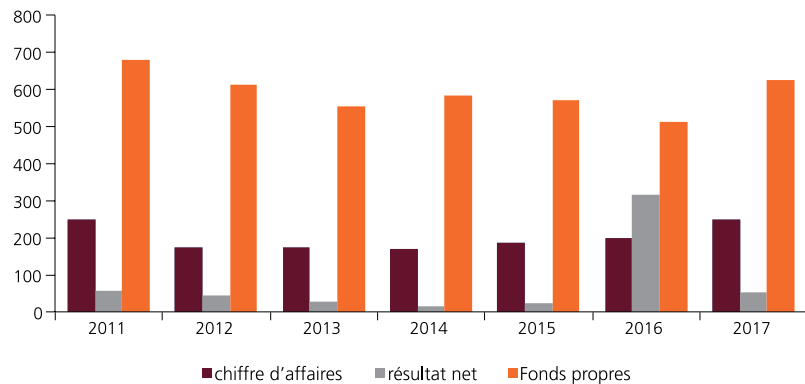
Source : Données Bourse de Casablanca et Calculs AMMC

**Le marché d'intermédiation boursière souffre d'une forte concentration et de la faiblesse du volume transactionnel mais les SDB disposent d'une bonne assise financière**

Les revenus des sociétés de bourse sont en amélioration pour la troisième année consécutive du fait de l'augmentation du volume transactionnel en bourse. En effet, le chiffre d'affaires consolidé des intermédiaires boursiers s'est établi à 247 millions de dirhams en 2017, contre 197 millions de dirhams en 2016 et 185 millions de dirhams en 2015.

En termes de profitabilité opérationnelle, le résultat d'exploitation consolidé ressort à près de 41 millions de dirhams. En revanche, il est à préciser que sur un plan individuel 5 sociétés de bourse sur un total de 17 affichent des résultats d'exploitation négatifs.

### Indicateurs financiers des sociétés de bourse (en millions de dirhams)



Sources : Publications financières des SDB et Calculs AMMC

Le résultat net consolidé, s'appuyant sur un résultat financier consolidé de 32 millions de dirhams, a pu s'établir à 51 millions de dirhams. Comparé à 2016, le résultat net paraît accuser un net recul, néanmoins il convient de préciser que le résultat dégagé en 2016 (317 millions de dirhams) provient essentiellement d'un résultat financier exceptionnel dégagé suite à la distribution d'un dividende exceptionnel par la Bourse de Casablanca dans le cadre de la démutualisation de son capital.

Par ailleurs, il est à rappeler la concentration du secteur des intermédiaires boursiers, avec 4 sociétés de bourse qui représentent, à elles seules, un peu plus de la moitié du chiffre d'affaires du secteur, et réalisent près de 62% du résultat net consolidé.

En termes de structure financière, les sociétés de bourse jouissent dans l'ensemble d'une bonne assise financière avec des fonds propres consolidés de 626 millions de dirhams et d'un endettement faible (dettes financières ressorties à 4,4 millions de dirhams). Il est à noter que la quasi-totalité des sociétés de bourse sont totalement désendettées (Seulement 2 SDB sur un total de 17 sociétés ayant contracté des dettes financières, avec un taux d'endettement qui reste maîtrisé).

## 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 ;
  - o 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.
  - o 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.
  - o 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.
  - o 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.
  - o Les sociétés de bourse doivent respecter en permanence un ratio de couverture des risques, ledit ratio étant défini comme étant un rapport entre, d'une part, les risques encourus par les sociétés de bourse sur les positions nettes prises pour compte propre et pour le compte de leurs clients, et, d'autre part, leurs fonds propres nets. Le ratio de couverture des risques doit être en permanence inférieur à 100%.
    - Une procédure de garantie de bonne fin des opérations de bourse gérée par la bourse de Casablanca et basée sur des appels de marges en fonction des volumes de transactions de chaque société de bourse ;

- Une ségrégation entre les avoirs de la clientèle et les avoirs propres du teneur de compte au niveau du Dépositaire central Maroclear.
- Un fonds de garantie mis en place dans l'objectif d'indemniser la clientèle des sociétés de bourse mises en liquidation. Il est alimenté par les cotisations semestrielles des sociétés de bourse teneurs de comptes. Le montant desdites cotisations est déterminé en pourcentage du volume des titres et espèces conservés par chacune de ces sociétés. Le montant de ce fonds a atteint à fin décembre 2017 près de 44,8 millions de dirhams contre 42 millions de dirhams à fin 2016 et 39 millions de dirhams en 2015.

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

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

## C. MARCHÉ DE LA GESTION D'ACTIFS

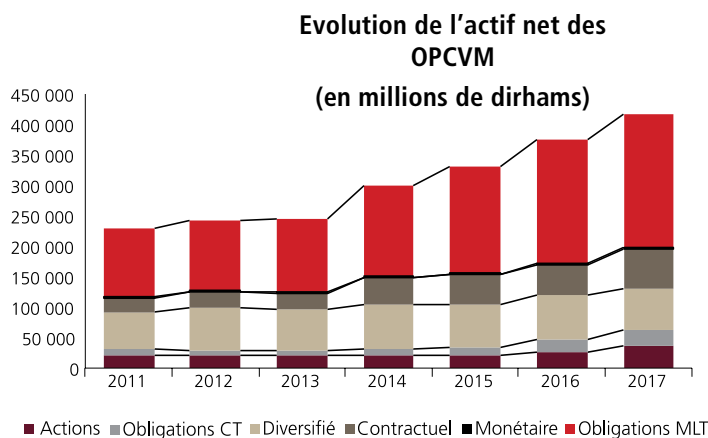
### ***Une progression soutenue de l'actif net pendant les six dernières années***

Avec près de 430 OPCVM gérés, l'industrie de la gestion d'actifs est aujourd'hui une activité importante pour l'économie marocaine. En effet, les OPCVM constituent un réel vecteur de la collecte de l'épargne, du financement de l'économie et de la dynamisation des marchés financiers. Avec une progression de près de 11% en 2017, l'actif net géré s'élève à 416 milliards de dirhams soit près d'un tiers du PIB.

L'évolution de l'actif net des OPCVM a connu une croissance soutenue au cours des six dernières années. Il est passé de 229 milliards de dirhams à la fin de l'année 2011 à 416 milliards de dirhams le 31 décembre 2017 soit une progression moyenne annuelle de 10,6%.

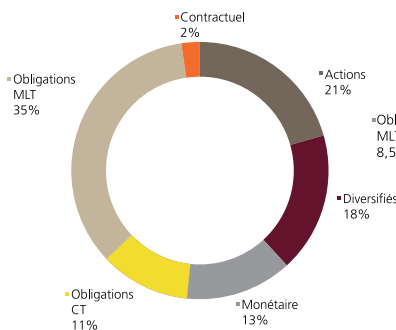
Concernant la dynamique de création des fonds, 70 OPCVM ont été créés sur les cinq dernières années dont plus de la moitié sont des fonds obligataires (36 fonds créés), suivis des fonds diversifiés et monétaires avec respectivement 14 et 13 fonds créés. Les fonds actions arrivent en dernier avec 7 fonds créés durant la période allant de 2013 à 2017.

Au 31 décembre 2017, le nombre d'OPCVM en activité a atteint 432 fonds, dont plus du tiers (150) sont des fonds obligataires moyen et long terme (OMLT). En effet, les fonds obligataires moyen et long terme correspondent au profil d'investissement des institutionnels, principaux investisseurs en OPCVM. Cette prédominance est reflétée également au niveau des actifs sous gestion. En effet, la catégorie « OMLT » affiche à fin 2017, un actif net de 218 milliards de dirhams, soit plus de la moitié de l'actif net total. Avec les catégories monétaires et obligataires à court terme, elles représentent à elles trois près de 85% des actifs sous gestion au 31 décembre 2017.

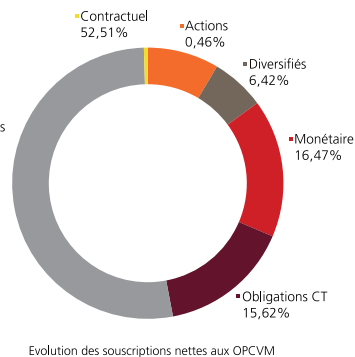


Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

**Répartition du nombre de fonds par catégorie d'OPCVM (2017)**



**Répartition de l'actif net par catégorie d'OPCVM (2017)**

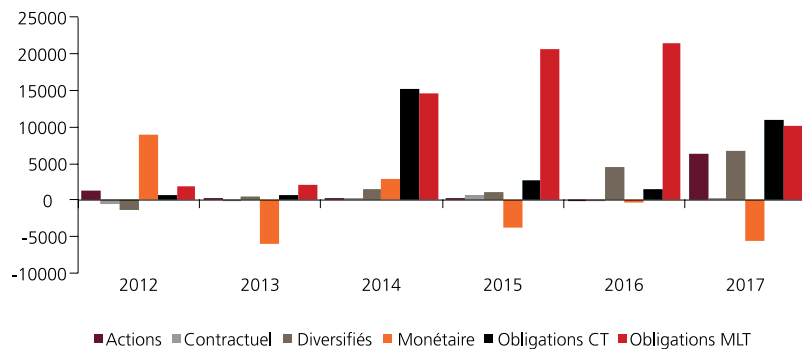


En 2017, les actifs nets sous gestion ont progressé de plus de 40 milliards de dirhams par rapport à 2016. Cette évolution s’explique par l’effet conjugué d’une collecte nette de 28,7 milliards de dirhams, pesant pour plus des deux tiers de cette hausse ainsi que par les performances positives réalisées par l’ensemble des catégories d’OPCVM, estimées globalement à 11.6 milliards de dirhams.

**Orientation de plus en plus risquée des nouvelles souscriptions aux OPCVM en 2017**

Après une orientation de la collecte en 2016 vers des catégories d’OPCVM avec une meilleure rentabilité mais sans une prise de risque importante à savoir, essentiellement les catégories OMLT, la prise de risque a été plus marquée en 2017 dans la mesure où l’on relève une progression des fonds actions et diversifiés en termes de souscriptions nettes. En effet, la catégorie actions affiche une collecte nette de 6,3 milliards de dirhams en 2017, contre un rachat net de 27 millions de dirhams en 2016. De son côté, la catégorie de fonds diversifiés réalise un surplus de collecte en 2017 estimé à 2,3 milliards de dirhams. A noter également une tendance globalement à la décollecte au niveau des fonds monétaires.

**Evolution des souscriptions nettes aux OPCVM**



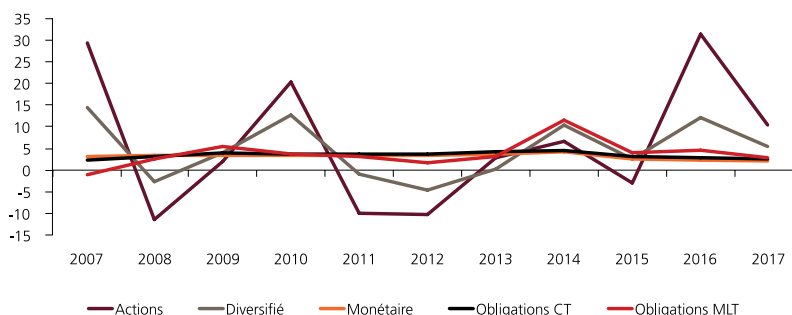
Source : Société de gestion, calculs AMMC

**Performances positives pour l'ensemble des catégories de fonds**

L'analyse des indices de performances réalisés par les différentes catégories d'OPCVM en 2017 permet de faire ressortir les tendances suivantes :

- Les fonds actions et diversifiés continuent de tirer profit de la bonne dynamique du marché boursier sur les deux dernières années. Avec une performance annuelle de 10,5%, les fonds actions ont surperformé le marché actions dont la performance s'est établie à 6,4%.
- Les performances des fonds obligataires et monétaires sont ressorties en baisse par rapport à 2016. Cette évolution s'explique notamment par une remontée des taux en 2017, essentiellement pour les maturités les plus longues. Les fonds OMLT, plus sensibles aux variations des taux d'intérêts ont été les plus touchés par cette remontée, en affichant une performance annuelle de 2,84% contre 4,68% en 2016.
- Concernant les fonds contractuels, la grande diversité des stratégies d'investissement ainsi que des structurations financières empêche la mise en place d'un indice de performance pour cette catégorie.

**Evolution des performances par catégorie d'OPCVM**



Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

**L'actif global des OPCVM reste constitué essentiellement de produits de taux**

Les bons du Trésor (BDT) sont de loin le premier choix d'investissement des OPCVM. En effet, les obligations émises ou garanties par l'Etat (qui sont en majorité constituées des BDT) représentent 48% de l'actif total au 31 décembre 2017. Il est à noter que cette part a sensiblement progressé car elle ne représentait que 34% des encours en 2011.

**Répartition, à fin 2017, de l'actif global des OPCVM par catégories d'actifs**

Catégorie	Montant en MAD		Structure en %	
	2017	2016	2017	2016
<b>Valeurs cotées (VC)</b>	<b>40 071 691 276</b>	<b>30 521 063 179</b>	<b>9,10</b>	<b>7,72</b>
VC Actions	39 194 086 579	29 431 716 511	8,90	7,45
VC Obligations privées	630 945 700	1 077 695 511	0,14	0,27
VC Obligations émises ou garanties par l'état	246 658 997	11 651 271	0,06	0,00
<b>Valeurs non cotées (VNC)</b>	<b>334 556 334 833</b>	<b>309 128 980 736</b>	<b>75,97</b>	<b>78,21</b>
VNC Actions	440 577 872	441 214 089	0,10	0,11
VNC Obligations privées	53 853 606 854	43 961 050 293	12,23	11,12
VNC Obligations émises ou garanties par l'état	212 811 143 533	202 231 747 135	48,32	51,16
VNC Titres de créance négociables	49 017 084 362	44 352 016 597	11,13	11,22
<b>Autres éléments d'Actif</b>	<b>65 753 264 636</b>	<b>55 626 572 628</b>	<b>14,93</b>	<b>14,07</b>
<b>ACTIF TOTAL</b>	<b>440 381 290 745</b>	<b>395 276 616 543</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Source : Sociétés de gestion d'OPCVM, Calculs AMMC

Ainsi, le gisement des bons du Trésor est passé de 314 milliards de dirhams en 2011 à 517 milliards de dirhams en 2017.

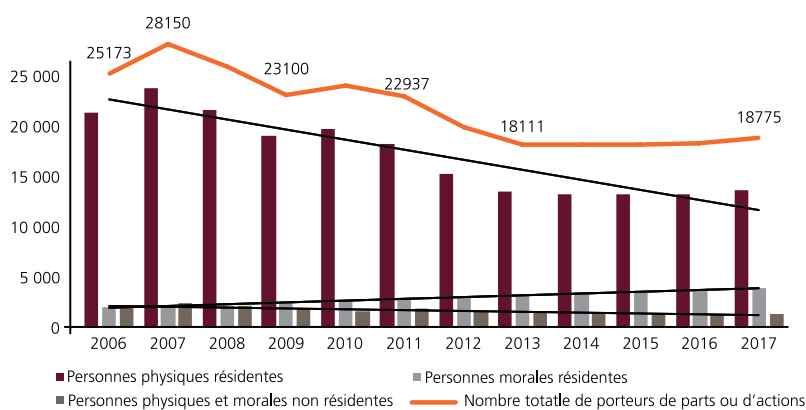
Les obligations privées et les titres de créance négociables (TCN) représentent respectivement 12% et 11% de l'actif total au 31 décembre 2017. Au global, près de 72% des actifs des OPCVM sont investis en titres de créances.

En ce qui concerne les actions, leur part avait diminué pendant la période allant de 2011 à 2015, passant d'environ 10% des encours en 2011 à près de 6% en 2015. Toutefois, leur part a pu remonter ces deux dernières années pour atteindre 8,9% des encours en 2017 et ce, compte tenu des bonnes performances du marché boursier.

**Quelques investisseurs en plus en 2017, essentiellement des personnes physiques et morales résidentes**

Après avoir subi une tendance baissière sur la période allant de 2008 à 2013, ainsi qu'une période de stabilisation de 2014 à 2015, le nombre des investisseurs ayant choisi les OPCVM semble prendre une trajectoire légèrement à la hausse sur les deux dernières années. En effet, le nombre de porteurs de parts d'OPCVM s'est établi à 18 775 en 2017 contre 18 217 en 2016. Cette évolution est due essentiellement aux catégories des personnes morales résidentes et personnes physiques résidentes dont le nombre est ressorti en hausse respectivement de 5,8% et 3,1%. Le nombre de personnes physiques et morales non résidentes, déjà limité continue sur une tendance légèrement baissière.

**Structure des investisseurs en OPCVM**



Source : Banques Dépositaires d'OPCVM, Calculs AMMC

**Prédominance des entreprises financières en tant que principal investisseur en OPCVM, faisant de celles-ci un canal important de transmission des risques**

Les entreprises financières détiennent la majeure partie des encours gérés sous forme d'OPCVM, excepté les OPCVM monétaires et contractuels, dont l'encours géré est détenu majoritairement par les entreprises non financières. En effet, 79% des encours des OPCVM actions et diversifiés et 83% des OPCVM obligataires sont détenus par les entreprises financières.

#### Répartition de l'actif net par type d'investisseur au 31 décembre 2017, en millions de dhs

	OPCVM Actions et Diversifiés	OPCVM Obligations	OPCVM Monétaires	OPCVM contractuels	TOTAL OPCVM	Part (en %)
<b>Entreprises financières dont :</b>	<b>49 039</b>	<b>236 070</b>	<b>29 862</b>	<b>639</b>	<b>315 610</b>	<b>75,9%</b>
Banques, CDG et sociétés de financements	14 504	76 552	10 046	302	101 404	24,4%
Compagnies d'assurances et organismes de retraite et de prévoyance	31 151	140 681	13 803	142	185 777	44,7%
OPCVM et autres sociétés de portefeuille	3 132	15 970	3 614	193	22 909	5,5%
Sociétés de bourse	116	266	667	0	1 049	0,2%
Autres entreprises financières	136	2 601	1 732	2	4 471	1,1%
<b>Entreprises non financières</b>	<b>2 339</b>	<b>32 614</b>	<b>32 305</b>	<b>1 207</b>	<b>68 465</b>	<b>16,4%</b>
<b>Personnes physiques résidentes</b>	<b>9 260</b>	<b>13 960</b>	<b>6 112</b>	<b>86</b>	<b>29 418</b>	<b>7,1%</b>
<b>Personnes physiques et morales non résidentes</b>	<b>1 488</b>	<b>664</b>	<b>314</b>	<b>1</b>	<b>2 467</b>	<b>0,6%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>62 126</b>	<b>283 308</b>	<b>68 593</b>	<b>1 933</b>	<b>415 960</b>	<b>100%</b>

Source : Banques Dépositaires d'OPCVM, Calculs AMMC

De ce fait, il existe une forte interconnexion dans le système financier à travers les OPCVM qui constituent un canal de transmission important des risques. En effet, lors des périodes d'instabilité sur les marchés des capitaux, les OPCVM sont susceptibles de transmettre cette instabilité vers les entreprises financières, de plusieurs façons :

- en affectant leurs bilans via la dépréciation des actifs détenus en OPCVM.
- à travers l'assèchement du marché des prêts de titres dont les principaux prêteurs sont les OPCVM et les principaux emprunteurs sont les banques.
- par l'assèchement du marché des repos en cas de rachats massifs au niveau des OPCVM monétaires, très actifs sur ce compartiment.

**Les sociétés de gestion jouissent globalement d'une bonne santé financière mais le secteur reste concentré**

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

Le dynamisme du secteur de la gestion d'actifs profite toujours aux sociétés de gestion, qui continue d'afficher de solides agrégats financiers en dépit d'une baisse de la rentabilité.

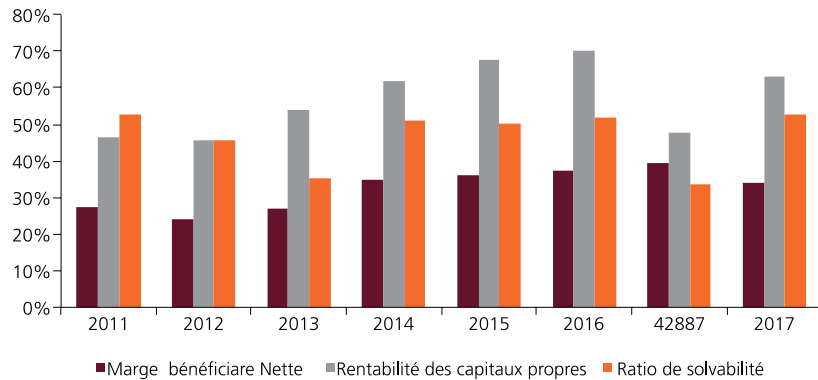
En effet, le résultat net du secteur en 2017 affiche un recul de 8% après la hausse de 9% enregistrée en 2016. Ce recul de la rentabilité intervient malgré la légère hausse de 1% du chiffre d'affaires consolidé.

Dans ce sillage, les ratios de rentabilité se sont établis en baisse, avec une marge bénéficiaire de 33,84% en 2017 contre 37,17% en 2016 ainsi qu'un Return On Equity (ROE) de 63,26% en 2017 contre 70,11%, un an auparavant.

Coté structure bilancielle, le secteur bénéficie toujours d'une bonne assise financière avec un ratio Fonds propres/Total bilan de 52,76% en 2017 pour 51,86% en 2016.

Toutefois, il convient de noter que la situation des sociétés de gestion n'est pas homogène car certaines ont de petites tailles et gèrent des volumes d'actifs limités. En effet, quatre sociétés de gestion sur les quinze existantes, soit 27%, gèrent près de 75% de l'actif net global.

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



Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

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

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

#### **Règle relative à l'emprise:**

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

#### **Règles relatives aux opérations de pension**

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

#### **Règles relatives aux opérations de prêts de titres**

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

#### **Règles relatives à l'endettement**

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

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

### Règles relatives au placement à l'étranger

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

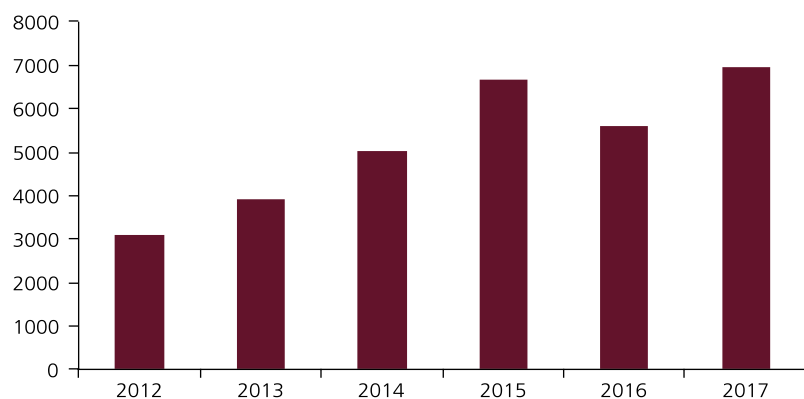
### Règles relatives à la valorisation

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

***Un marché de la titrisation qui reste limité de même que pour le capital investissement***

L'année 2017 a enregistré une hausse de l'actif net des FPCT (Fonds communs de placement en titrisation) sur le marché marocain. En effet, le volume titrisé s'est établi en progression de 4,3% à 5,76 milliards de dirhams. Cette hausse de l'encours est due essentiellement à un montant d'émissions nouvelles de 3,69 milliards de dirhams contre 2 milliards en 2016.

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

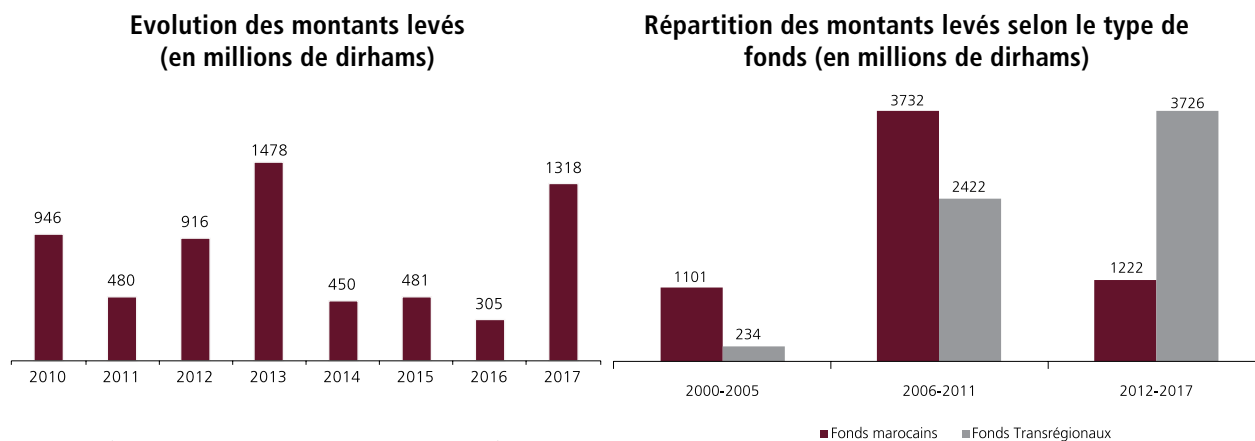


Source : Maroclear

Le marché marocain du capital investissement (private equity), connaît une évolution instable depuis une dizaine d'années, comme en témoigne l'évolution des fonds levés et des investissements réalisés. En 2017, les fonds levés par les investisseurs en capital ont atteint 1,3 milliard de dirhams, contre 305 millions en 2016 et 481 millions en 2015.

Le cumul des montants levés à fin 2017 s'élève à près de 18 milliards de dirhams dont 12,44 milliards de dirhams pour le capital investissement et 5,5 milliards de dirhams pour les fonds d'infrastructure. Les fonds transrégionaux représentent 75% des levées sur la période 2012-2017.

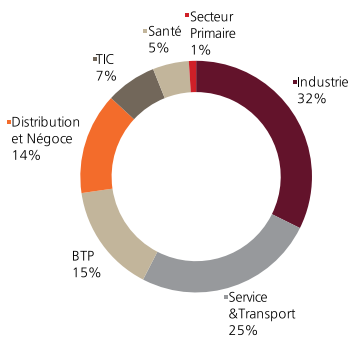
Il convient de noter que sur les montants levés jusqu'à la fin de l'année 2017, seul un volume d'actif net de 502,7 millions de dirhams, correspondant à 4 fonds en activité, est sous la supervision de l'AMMC, dans la mesure où il a été réalisé sous forme d'OPCC (Organisme de placement commun en capital).



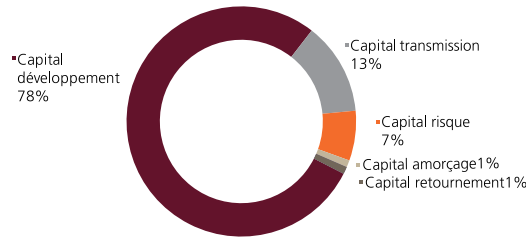
Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

Le capital investissement regroupe des types d'investissement diversifiés. Cohabitent ainsi des opérations de financement d'entreprises nouvelles ou en expansion, qui ont besoin de capitaux pour financer leur développement (capital amorçage, capital-risque et capital développement), des opérations de rachat d'entreprises déjà établies, préalablement cotées ou – plus généralement – non cotées sur un marché d'actions (capital transmission ou buyouts), ainsi que des opérations de financement concernant des entreprises en difficulté (capital retournement).

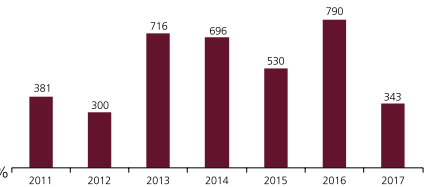
### Secteurs d'activité des entreprises investies



### Stades de développement des entreprises investies



### Evolution des montants investis en millions de dirhams

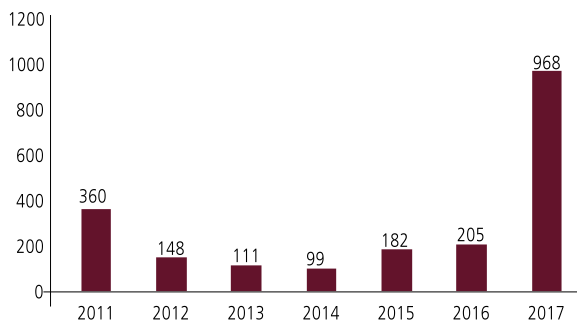


Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

L'année 2017 a connu un recul relativement important en termes de montants investis. En effet, les investissements se sont établis à 343 millions de dirhams en 2017 après un sommet atteint en 2016 à 790 millions de dirhams. Coté désinvestissements, l'année 2017 représente une année record avec un montant de 968 millions de dirhams contre 205 millions en 2016 et seulement 182 millions en 2015.

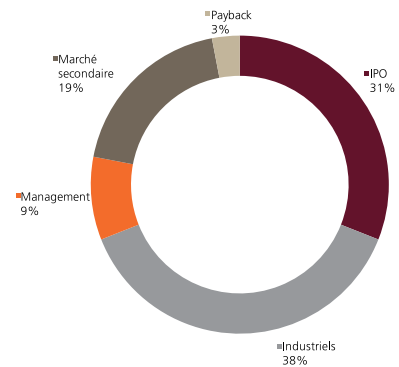
A fin 2017, les fonds ont investi un cumul de 6,6 milliards de dirhams dans 189 entreprises et ont réalisé 110 opérations de désinvestissements pour un montant global de 3,4 milliards de dirhams, soit un encours de 3,2 milliards de dirhams. Ce dernier ne revêt pas un caractère systémique.

### Evolution des désinvestissements en millions de dirhams

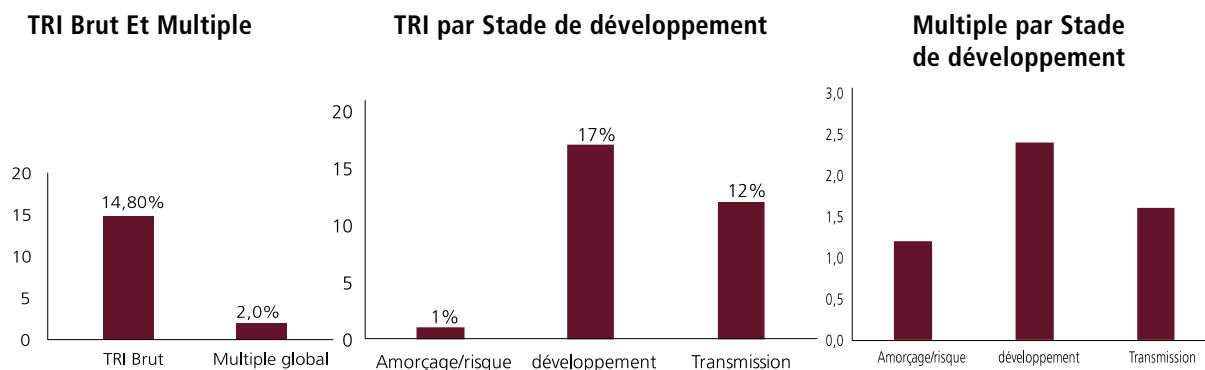


Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

### Modes de sorties



Sur le plan de la rentabilité, le secteur du capital investissement affiche à fin 2017 un TRI (Taux de rentabilité interne) moyen de 14,8% ainsi qu'un multiple global (produit de cession / Montant investi) de 2 fois, pour une durée moyenne d'investissement ressortie à 6,1 années.



Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

## 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 qui définit le prêt de titres comme un contrat qui permet à une personne (prêteur) de remettre des titres en pleine propriété à une autre personne (emprunteur) qui s'engage irrévocablement à les lui restituer et à lui verser une rémunération convenue entre les deux parties.

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

#### Qui emprunte ?

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

Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières ;

Les organismes de placement en capital-risque.

#### Les titres prêtables ?

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

Les titres de créances négociables ;

Les valeurs émises par le Trésor.

## La convention cadre

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

## Les intermédiaires et leur rôle ?

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

## Les règles prudentielles ?

### 1) Les OPCVM

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

### 2) Les sociétés de bourse

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

## Les risques ?

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

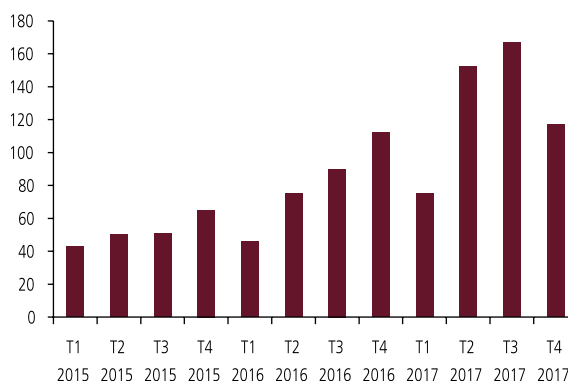
- Risque réglementaire : risque lié au non-respect des dispositions légales et réglementaires qui régissent l'activité du prêt de titres.
- Risque de contrepartie : risque lié à la défaillance de l'une des parties pour restituer soit les titres soit la garantie (dans le cas d'un prêt avec garantie).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

**Un volume d'opérations de prêts de titres de plus en plus important, mais l'encours s'est stabilisé**

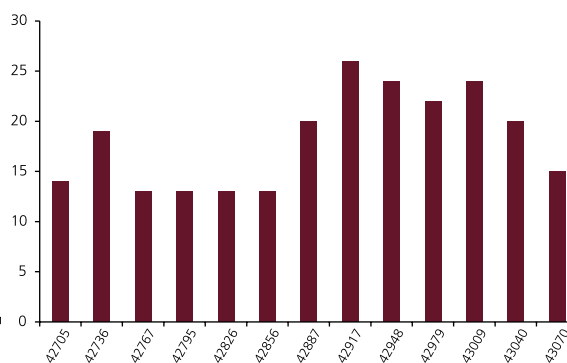
Au cours de l'année 2017, le marché des prêts de titres a connu un dynamisme plus important qu'auparavant dans la mesure le volume des opérations s'est établi à 511 milliards de dirhams contre 325 milliards de dirhams en 2016 et 209 milliards de dirhams en 2015, soit une hausse globale de 144% en 2 ans.

A la fin de l'année 2017, l'encours a atteint 15 milliards de dirhams contre 14 milliards de dirhams une année auparavant et ce, après avoir enregistré un pic à 26 milliards de dirhams à fin juillet 2017.

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



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

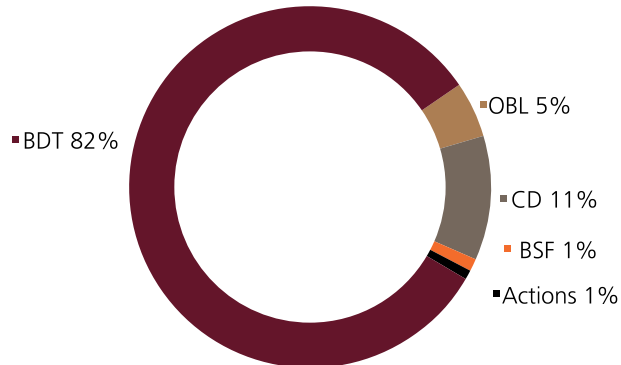


Source : Banques, calculs AMMC

**Les prêts de titres portent principalement sur les BDT dont la durée moyenne de prêts s'est raccourcie de moitié**

La catégorie de titres la plus concernée par les opérations de prêt reste les Bons du Trésor, qui représentent près de 82% des titres prêtés et ce, en raison de l'utilisation importante des BDT empruntés par les banques comme garantie des refinancements auprès de la banque centrale. Les certificats de dépôts, obligations et bons des sociétés de financement ont également fait l'objet de prêt avec des parts respectives de 11%, 5% et 1%. Le prêt de titres sur actions concerne seulement 1% du volume total.

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

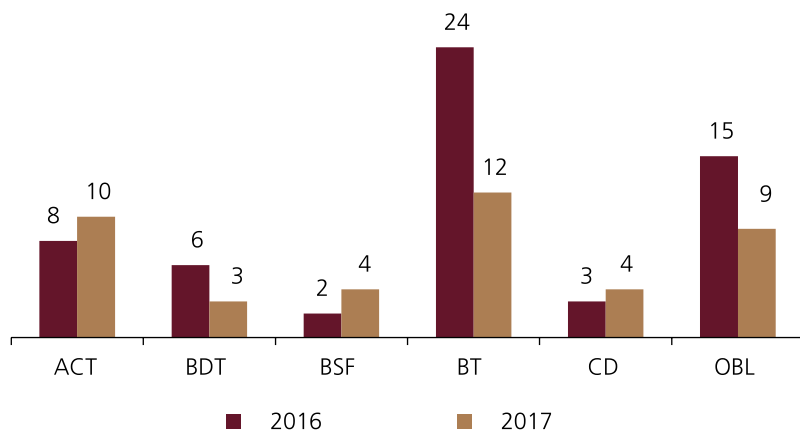


Sources : Banques et Calculs AMMC

La durée moyenne du prêt de titres a évolué différemment selon les catégories de titres. Les durées moyennes de prêt des Billets de trésorerie et des BDT ont été réduites de moitié et celles des Obligations de 40%. Tandis que les durées moyennes de prêt des actions, des CD et des BSF sont en augmentation respectivement de 25%, 33% et 100%.

En particulier, la baisse de la durée moyenne des prêts des BDT, qui constituent 82% des titres prêtés, de 6 à 3 semaines pourrait expliquer la hausse notable du volume des opérations de prêt.

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

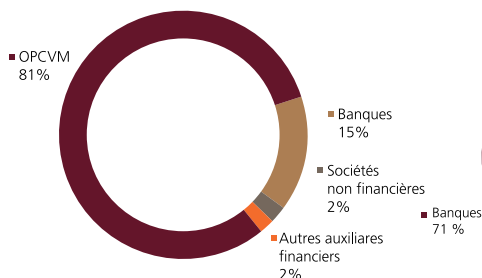


Sources : Banques et Calculs AMMC

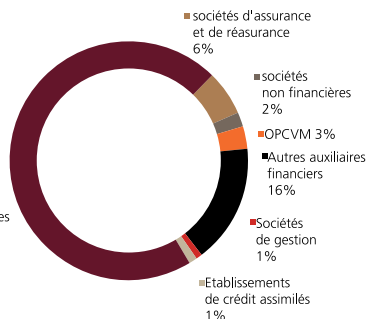
**Les OPCVM prêtent aux banques globalement sans garanties**

Les OPCVM représentent en 2017 les principaux prêteurs sur le marché avec une part de 81% contre 74% en 2016. De l'autre côté, les banques restent principaux emprunteurs en 2017 avec une part de 71% contre 65% en 2016.

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



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



Sources : Banques et Calculs AMMC

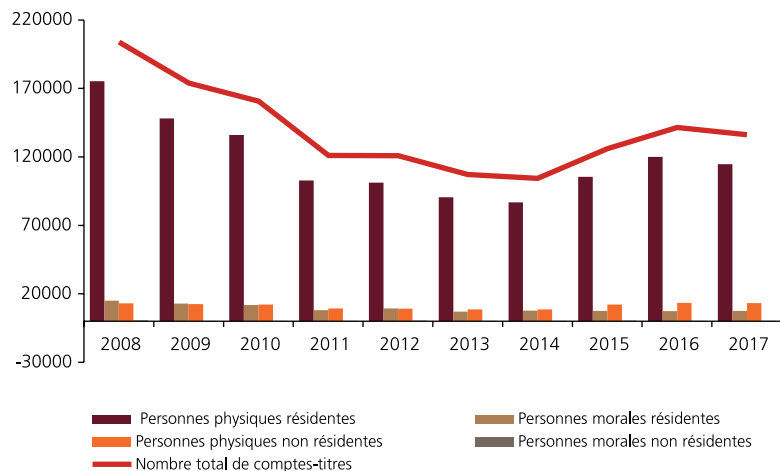
La majorité des opérations, soit 91%, est réalisée sans collatéral, généralement entre banques et OPCVM gérés par les sociétés de gestion appartenant au même groupe. Il est à noter qu'un amendement de la loi 45-12 sur le prêt-emprunt des titres, ainsi qu'un amendement de l'arrêté 2541-13 relatif aux OPCVM prévoient notamment l'obligation de constitution de garanties pour ce type d'opération afin prévenir contre le risque de contrepartie et protéger les souscripteurs aux OPCVM.

## E. INVESTISSEURS

**Un nombre d'investisseurs, essentiellement les personnes physiques en légère baisse**

Après une légère reprise de 21% en 2015 et de 12% en 2016, le nombre de comptes titres a accusé un léger recul en s'établissant à 136 028 comptes titres à fin décembre 2017 contre 141 270 comptes titres à fin 2016. Cette situation est due à la baisse qui a touché quasiment toutes les catégories et plus essentiellement la catégorie des personnes physiques résidentes (- 5 234 comptes titres), et qui constitue de surcroît, la majeure partie des investisseurs, soit 84% du nombre total des comptes titres. Seul le nombre de comptes titres détenues par les personnes morales résidentes a enregistré une hausse de 247 comptes titres.

### Evolution du nombre de comptes titres par catégories d'investisseurs



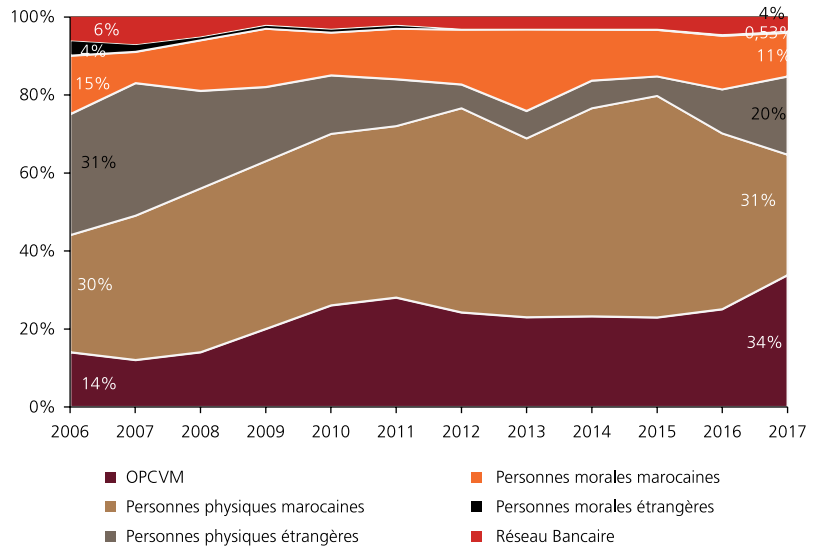
Sources : Banques, sociétés de bourse et Calculs AMMC

**Les OPCVM et les personnes physiques marocaines de plus en plus actifs sur le marché boursier**

Le poids des personnes physiques marocaines<sup>46</sup> en termes de volume de transactions a été divisé par six pendant la période allant de 2006 à 2015, passant ainsi d'une part de 31% en 2006 à 5% en 2015. Leur poids s'est ensuite redressé sur les deux dernières années pour s'établir à 20% en 2017, incité en cela par la tendance favorable des indices boursiers au cours de la même période. De même, la part des OPCVM a sensiblement augmenté de 25% en 2016 à 34% 2017.

46 Non compris celles comptabilisées parmi la clientèle du réseau bancaire.

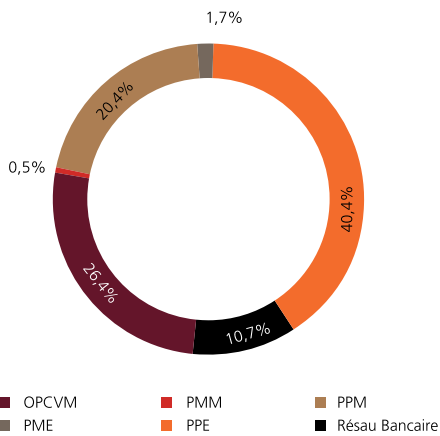
### Transactions Boursières sur le marché central, par catégorie d'investisseur



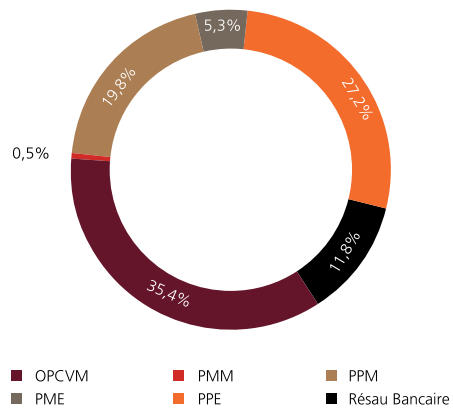
Sources : Sociétés de Bourse et Calculs AMMC

La part des personnes morales marocaines a nettement baissé en 2017 à 31% contre 45% en 2016, tandis que celle des personnes morales étrangères évolue en dents de scie. En 2017, le volume des transactions boursières de cette catégorie s'est établi à 11% contre 14% en 2016 et 12% en 2015.

### Répartition des achats par profil d'investisseurs



### Répartition des achats par profil d'investisseurs

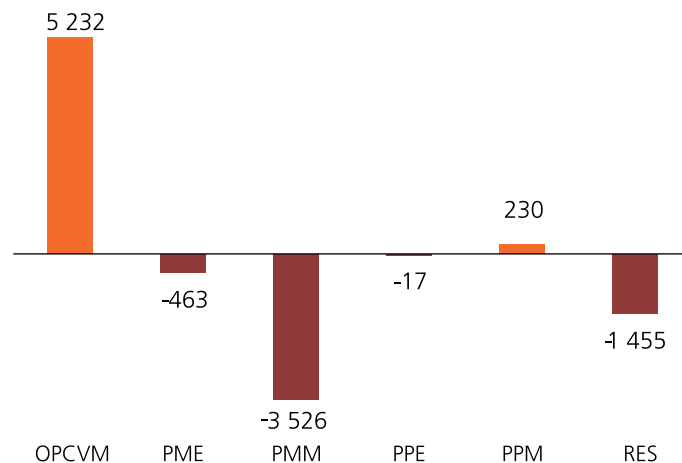


Sources : Sociétés de Bourse et Calculs AMMC

**Les OPCVM orientés à l'achat sur le marché boursier dans une logique de recherche d'un meilleur rendement pour leurs placements**

En 2017, les OPCVM se sont distingués à travers une position acheteuses nette de 5,2 milliards de dirhams. A l'exception des personnes physiques marocaines qui étaient en position légèrement acheteuse de 230 millions de dirhams, les autres catégories d'investisseurs étaient en équilibre ou orientées à la vente. En effet, les personnes morales marocaines et les clients du réseau bancaire étaient en position vendeuse nette respectivement de 3,5 milliards de dirhams et 1,46 milliard de dirhams.

**Position nettes, acheteuses ou vendeuses, par profil d'investisseur  
(En millions de dirhams)**



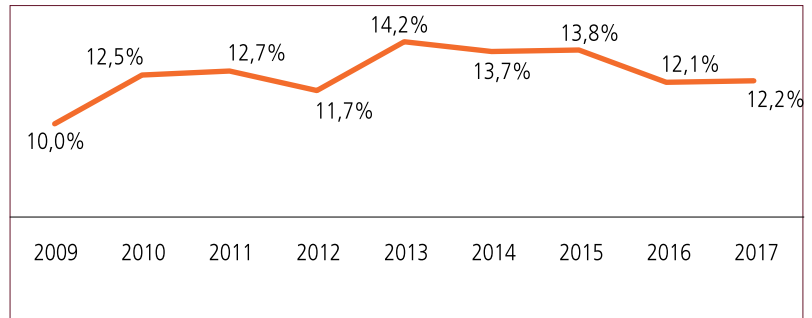
Sources : Sociétés de Bourse et Calculs AMMC

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

Les capitaux étrangers représentent 32% de la capitalisation boursière globale en 2017 contre 33% en 2016. Cependant le risque d'un éventuel retrait massif en cas de déclenchement d'une crise financière est atténué par la prépondérance des parts stratégiques qui ressortent à 91,3 % des investissements étrangers.

En analysant le flottant en bourse de manière séparée, il apparaît que les investisseurs étrangers n'en détiennent en 2017 que 12,2% contre 12,1% en 2016 et 13,8% en 2015. Ceci étant, l'impact d'un éventuel retrait massif des capitaux étrangers reste un risque à ne pas négliger.

### Part du flottant détenu par les étrangers



Sources : Teneurs de compte et Calculs AMMC

## IV.2 INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ

Durant l'année 2017, Bank Al-Maghrib a poursuivi ses efforts pour le renforcement de la résilience des Infrastructures des Marchés Financiers (IMF)<sup>47</sup>. Elle a ainsi invité les différents acteurs concernés à rehausser la capacité et la sécurité de leurs systèmes d'information contre les cyber-attaques. Elle a également élaboré et transmis à l'Administration de la Défense Nationale la liste des IMF revêtant une importance vitale.

Par ailleurs, la banque a poursuivi son projet de mise en place d'un outil d'aide à la notation des IMFs, et ce, avec l'assistance technique de la Banque Mondiale. Ce dispositif, basé sur le modèle « Risk-Based Planning Tool » de la Fedérale Reserve des Etats-Unis, a pour objectif d'adapter la surveillance aux risques encourus par chaque IMF et d'en permettre un meilleur suivi. Cet outil a également permis l'évaluation du pilier « résilience des IMF » dans le cadre des travaux relatifs à la stabilité financière. Il ressort de cette évaluation que les IMFs sont globalement résilientes avec un niveau de risque faible sur la stabilité financière.

S'agissant du renforcement de la résilience des IMFs, un projet de PCA de place, s'étalant sur une durée de trois ans (2016-2018), est en cours d'exécution. Ce projet a pour objectif de mettre en œuvre un « exercice de continuité d'activité - place » destiné à vérifier l'opérabilité simultanée des PCAs individuels des IMFs en connexion avec le système SRBM. Au cours de l'année 2017, plusieurs bascules réelles vers le site de secours ont été exécutées avec succès notamment par le GSIMT et le SRBM. Les tests de place pour les autres IMFs dont notamment Maroclear sont planifiés courant 2018.

Sur le plan réglementaire, Bank Al-Maghrib a poursuivi, avec l'assistance technique de la Banque Mondiale, les travaux relatifs à l'élaboration du projet de loi relatif à la surveillance des infrastructures de marchés financiers et aux émetteurs des moyens de paiement. Ce projet de loi vise à renforcer et à clarifier davantage les modalités de surveillance de ces assujettis et ce, en conformité avec les normes internationales en la matière.

<sup>47</sup> Les IMF d'importance systémique sont au nombre de 3 : le système des Règlements Bruts du Maroc (SRBM), le Système Interbancaire Marocain de Télé-compensation (SIMT) et le Système de règlement-livraison de titres de Maroclear.

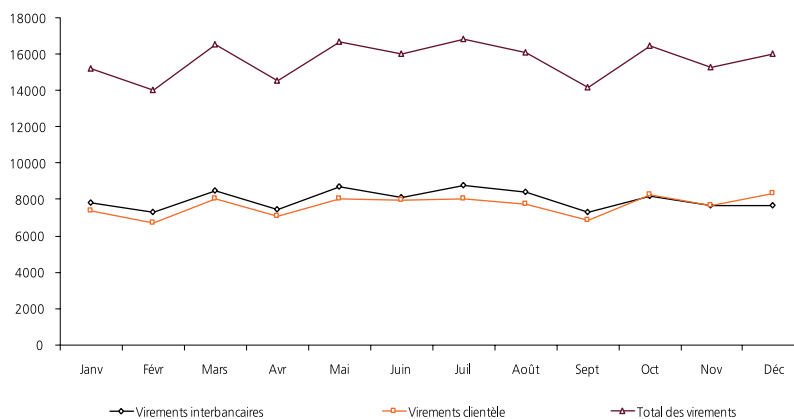
Par ailleurs, au vu des récentes innovations impactant les systèmes de paiement de détail et facilitant la mise en place des virements instantanés, Bank Al-Maghrib a conduit une étude portant sur les caractéristiques des systèmes de paiement instantané tels que mis en place dans certains pays. Ce benchmark a porté sur la gouvernance de ces systèmes, le cadre légal qui les régit ainsi que les aspects opérationnels et techniques de mise en œuvre. Suite à cette étude, il a été décidé d'adopter le virement instantané au Maroc et dont le démarrage effectif des travaux est prévu courant 2018.

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

Au terme de l'année 2017, le SRBM a permis le traitement agrégé de 187 781 ordres de virement, en nette augmentation de 7,28% par rapport à l'exercice précédent. La valeur globale de ces ordres a augmenté de 40,7%, passant de 3226 milliards de dirhams en 2016 à 4539 milliards de dirhams en 2017.

Cette hausse significative résulte essentiellement de l'augmentation en valeur des virements clientèles et interbancaires au cours de l'exercice 2017, notamment la filière Repo qui a enregistré une hausse de plus de 29,5%.

Evolution des ordres de virement réglés dans le SRBM en 2017



Source : BAM

**Très faible taux de rejet des opérations traitées par le SRBM**

Le taux de rejet des opérations au niveau du SRBM pour indisponibilité ou insuffisance de provision sur les comptes centraux de règlement des participants donneurs d'ordres demeure très faible et a enregistré une moyenne mensuelle, de 0,01% en nombre et de 0,03% en valeur.

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

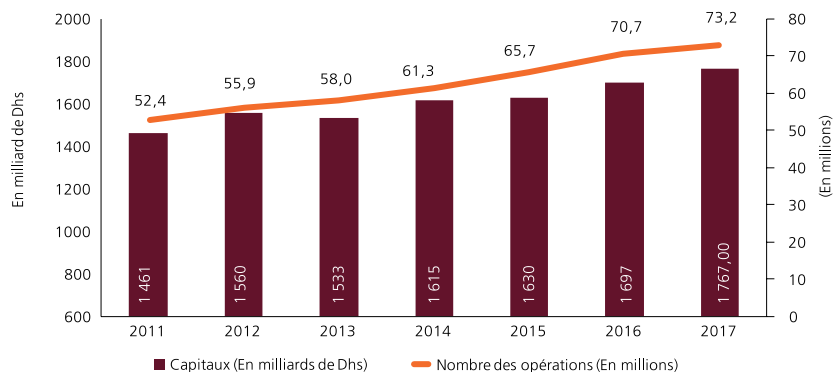
Durant l'année 2017, très peu d'incidents techniques ayant impacté le déroulement de la journée d'échange SRBM ont été recensés, ce qui a établi le taux moyen de disponibilité annuelle à 99,5%.

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

## B. SYSTÈME INTERBANCAIRE MAROCAIN DE TÉLÉ-COMPENSATION (SIMT)

Au titre de l'année 2017, les échanges interbancaires des moyens de paiement scripturaux transitant via le SIMT ont atteint 73,2 millions d'opérations pour un montant compensé de 1 766,8 milliards de dirhams, contre respectivement 70,7 millions et 1 697,5 milliards de dirhams en 2016, soit une progression de 3,5% et 4% d'un exercice à l'autre.

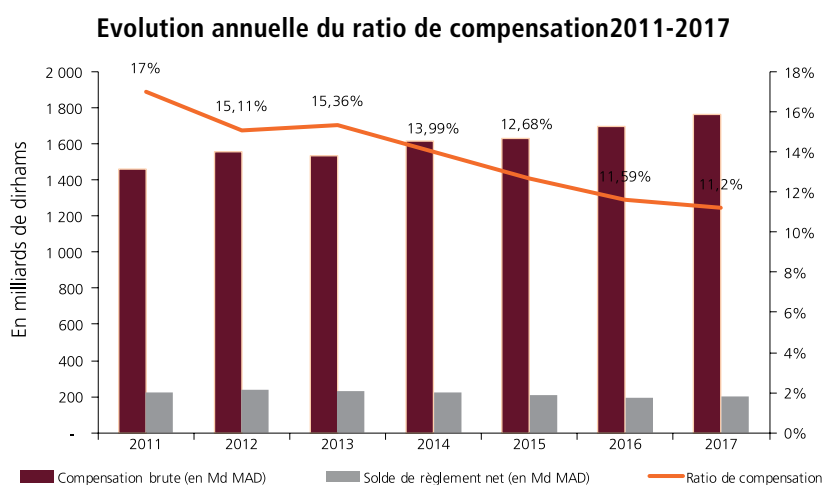
### Evolution annuelle des échanges interbancaires des moyens de paiement 2011-2017



Source : Rapport d'activité annuelle du GSIMT 2017

### **Un niveau de compensation élevé du système**

Sur l'année 2017, le ratio de compensation<sup>48</sup> s'est établi à 11,2% en baisse de 3,5% par rapport à 2016. Ce niveau traduit un effet de compensation élevé du système et la réduction des besoins de liquidités pour le règlement des engagements des participants de près de 88%. Le ratio de compensation enregistré, depuis 2014, une tendance baissière, reflétant ainsi une réduction substantielle des fonds destinés au dénouement des soldes de règlement rapprochés aux montants bruts des échanges.



Source : Rapport d'activité annuelle du GSIMT 2017

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

En 2017, les cinq plus grandes banques concentrent, en moyenne mensuelle, 74% des échanges en valeur ne dépassant pas ainsi le seuil critique de 80%.

### **Continuité d'activité et sécurité de l'information**

En 2017, les indicateurs de performance du GSIMT se sont établis à des niveaux satisfaisants. Le taux de disponibilité s'est en effet établi à 99,99%.

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

<sup>48</sup> Le ratio de compensation permet d'évaluer l'efficacité et la performance du système en termes de compensation des montants bruts échangés à son niveau. Il est établi en rapportant la valeur des règlements nets sur la valeur des transactions brutes. Un faible ratio de compensation signale que le système exerce un effet de compensation substantiel

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

En 2017, les cinq plus grandes banques concentrent, en moyenne mensuelle, 74% des échanges en valeur ne dépassant pas ainsi le seuil critique de 80%.

**Continuité d'activité et sécurité de l'information**

En 2017, les indicateurs de performance du GSIMT se sont établis à des niveaux satisfaisants. Le taux de disponibilité s'est en effet établi à 99.99%.

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

**C. SYSTÈME DE RÈGLEMENT-LIVRAISON DES TITRES (MAROCLEAR)**

En tant que dépositaire central unique des titres au Maroc, Maroclear se situe au cœur de l'industrie des titres en tant qu'infrastructure post-marché, en assurant notamment des fonctions centrales telles la conservation des titres inscrits en compte et la gestion du système de règlement/livraison.

**Des volumes d'avoirs<sup>49</sup> conservés et des flux importants conduisant à une exposition importante du système financier marocain**

La capitalisation des valeurs conservées par Maroclear s'est appréciée de 7,4% en 2017 s'établissant ainsi à 1 731 milliards de dirhams, contre 1603 milliards de dirhams à fin 2016.

Cette progression notable est essentiellement imputable à une évolution positive de la capitalisation boursière et à la progression des encours OPCVM (respectivement +43,8 et +36,7 milliards de dirhams en 2017).

Les flux dénoués durant l'année 2017 ont enregistré une hausse, aussi bien en termes de nombre d'opérations, qu'en termes de volumes dénoués.

En effet, la moyenne quotidienne des opérations dénouées a progressé de 1445 mouvements par jour, s'établissant ainsi à 4424 opérations comptabilisées, essentiellement en raison de l'augmentation du nombre de mouvements enregistrés sur la filière bourse.

<sup>49</sup> Les avoirs conservés ainsi que les flux traités par Maroclear constituent un élément important dans l'appréciation du risque systémique.

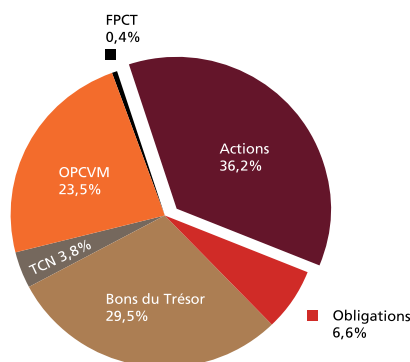
Quant à la moyenne quotidienne des montants dénoués, elle s'est établie, toutes filières confondues, à plus de 57 milliards de dirhams par jour en progression de près de 17 milliards de dirhams par rapport à 2016, essentiellement en raison de la hausse des volumes sur la filière Repo. Par segment, la filière de gré à gré affiche la hausse la plus importante avec 35,7%, alors que la filière Bourse a connu une augmentation de 12%. Les volumes dénoués par Maroclear restent largement dominés par les opérations de repo.

**Evolution des indicateurs d'activité de Maroclear**



Source : Maroclear.

**Répartition du volume des avoirs conservés par catégorie de titre**



**Maitrise des incidents au niveau de plateforme de dénouement et continuité d'activité**

Depuis le déploiement de la nouvelle plateforme TCSBancs en 2010, le nombre d'incidents enregistrés reste globalement faible et maîtrisable. En effet, le taux de disponibilité du système a enregistré un niveau de 100% sur l'année 2017 et la charge du réseau Télécom a atteint un niveau d'environ de 17%.

Le nombre d'incidents relevés par le dépositaire central sont en recul, depuis le déploiement de la plateforme TCSBancs en 2010. En effet, le taux de disponibilité du système a enregistré un niveau de 100% sur l'année 2017 et la charge du réseau Télécom a atteint un niveau d'environ de 17%. Le nombre total d'incidents enregistrés en 2017 s'est établi à 21 incidents contre 45 incidents

en 2016. Par ailleurs, 81% des incidents relevés ont une criticité faible et 19% ont une criticité modérée, ce qui confirme le niveau de maîtrise au niveau des différentes plateformes de Maroclear.

Par processus, la gestion des opérations domine avec 62% des incidents, suivie de la gestion de la plateforme de dénouement avec 24%.

### Ventilation des incidents par processus

Nature de l'incident	Nombre	Criticité	Statut Incident
Gestion des opérations (13 incidents)	9	Faible	Résolu
	4	Modérée	Résolu
Plateforme de Dénouement	5	Faible	Résolu
Systèmes	1	Faible	Résolu
Autres	2	Faible	Résolu

Source : Maroclear

#### **Projets en cours pour renforcer la résilience de Maroclear**

Par ailleurs, dans le cadre des tests de son Plan de Continuité d'Activité (PCA), Maroclear a réalisé en 2017 plusieurs tests de bascule à blanc vers son site de secours. Des tests de bascules réelles entre le site principal et le site de back up ainsi que des tests de bascule conjoints avec le SRBM sont planifiés courant 2018.

Sur le plan du dispositif de gestion des risques, Maroclear a réalisé plusieurs actions en 2017 notamment :

- L'actualisation des cartographies des risques ;
- L'élargissement du périmètre de couverture des risques ;
- La revue des risques opérationnels de la direction des opérations.

En ce qui concerne le volet infrastructure réseau et télécom, Maroclear, a entamé, en 2017, la mise en œuvre d'une nouvelle solution de monitoring dans le but de doter ses systèmes d'information d'une solution complète et efficiente pour la supervision proactive de l'ensemble des composantes de son Système d'Information.

De plus, Maroclear a lancé en 2017 un projet d'étude de faisabilité de la refonte des liens télécoms avec ses partenaires. Dans un premier temps et considérant l'importance des liens avec BAM, Maroclear a entamé une première phase d'interconnexion avec les différents sites de Bank Al Maghrib en utilisant une nouvelle technologie d'interconnexion dite «MPLS».

Sur le plan de sécurité de l'information, Maroclear a procédé en 2017 au renouvellement des certificats de cryptage des échanges de fichiers (certificat root et user) et à la mise à niveau vers les dernières versions de la solution d'échange de données avec les affiliés (Axway Gateway et secure relay). Cette transformation a contribué au (i) renforcement de la sécurité et de la conformité de la solution, (ii) l'amélioration de la performance des échanges et (iii) la stabilité opérationnelle et la sécurité de la plateforme d'échanges.

## D. SYSTÈMES DE COTATION ET DE COMPENSATION DE LA BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA

### *Faible taux de suspens des transactions boursières*

Les chiffres concernant les suspens permettent de relever que le risque de contrepartie ressort maîtrisé au niveau du processus de règlement/Livraison des transactions boursières. En effet, le taux de suspens demeure très faible en s'établissant à 0,36% en termes de nombre d'opérations et 0,44% en termes de volume d'opérations.

Dénouements		Suspens		Part (suspens/Dénouements) %	
Nombre	Volume en milliards de Dhs	Nombre	Volume en milliards de Dhs	Nombre	Volume
1 334 581	293	4 818	1.3	0,36%	0,44%

Source : Maroclear

L'année 2017 a connu la survenance de 10 incidents opérationnels contre 13 incidents en 2016. La gravité de ces incidents varie entre faible et modérée, et sans impact négatif sur le bon fonctionnement du marché.

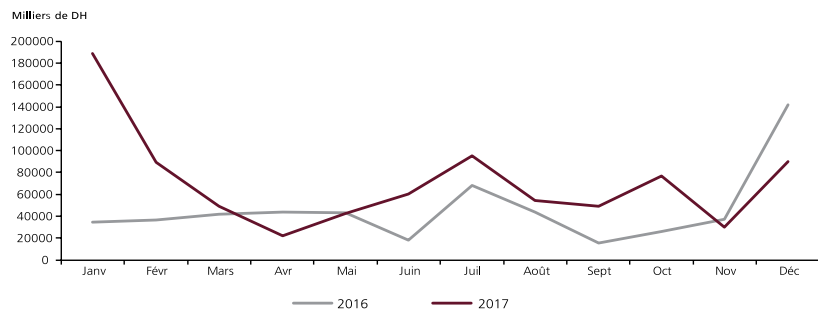
### Ventilation des incidents par processus

	Nombre	Criticité	Statut Incident
Plateforme de Cotation	1	Faible	Résolu
	3	Modérée	Résolu
Gestion de la Cote	1	Faible	Résolu
	1	Modérée	Résolu
Systèmes	1	Modérée	Résolu
Autres	3	Modérée	Résolu

Source : Maroclear

**Soldes déversés au niveau du SRBM** Au terme de l'année 2017, le montant total déversé par la Bourse de Casablanca dans le SRBM s'est établi à 846 millions de dirhams contre 550 millions en 2016, soit une hausse de 53%.

### Soldes issus de la BVC et réglés dans le SRBM 2016/2017



Source : SRBM

**Contrôle sur place effectué**

Bank Al-Maghrib a conduit en 2017 une mission de contrôle sur place, auprès de la Bourse des Valeurs de Casablanca (BVC) qui a porté sur l'évaluation du système au regard des 24 principes édictés en 2012 par le Comité sur les Paiements et les Infrastructures de Marché et le Comité Technique de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs relevant respectivement de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs, s'appliquant aux infrastructures de marché.

La Bourse des Valeurs de Casablanca, en sa qualité de gestionnaire du système de compensation des titres pour le marché au comptant, est soumise à 18 des 24 principes cités plus haut ; les 6 autres étant spécifiques aux chambres de compensation-contrepartie centrale (CCP) ou aux référentiels centraux (RC).

La mission a donné lieu à un certain nombre de recommandations ayant trait essentiellement aux dispositifs de maîtrise des risques d'activité, de sécurité, de fiabilité opérationnelle et de continuité d'activité.

**Finalisation du chantier d'amélioration de la gouvernance et renforcement de la gestion des risques**

L'année 2017 a été marquée par des changements significatifs au niveau de la société gestionnaire de la Bourse de Casablanca, notamment sur le plan de la gouvernance. Ainsi, plusieurs chantiers ont pu être concrétisés, à savoir :

- La finalisation du projet de démutualisation ;
- L'adoption d'un nouveau règlement intérieur du Conseil d'Administration assorti d'une charte de l'administrateur ;
- Le démarrage de la nouvelle plateforme de cotation ;
- La signature de nouveaux contrats avec les SDB pour tenir compte des changements dus à la nouvelle plateforme ;
- La mise en place de la nouvelle feuille de route pour la Bourse de Casablanca qui vise essentiellement à restructurer l'organisation du marché pour tenir compte des évolutions proches telle que la création d'une chambre de compensation pour le marché à terme.

En matière de gestion des risques, il y a lieu de citer :

- La création d'un nouveau processus "gestion des risques" ;
- La certification selon la nouvelle version 2015 de la norme ISO 9001.

## IV.3 MONNAIE FIDUCIAIRE

### A. CIRCULATION FUDICIAIRE

Durant l'année 2017, la demande de cash a marqué un dynamisme exprimé par une croissance rapide du montant et du volume de la circulation fiduciaire passant respectivement de 5% à 7% et de 2% à 5% pour atteindre 232 milliards de dirhams à fin 2017, soit l'équivalent de 1,6 milliard de billets et 2,7 milliards de pièces.

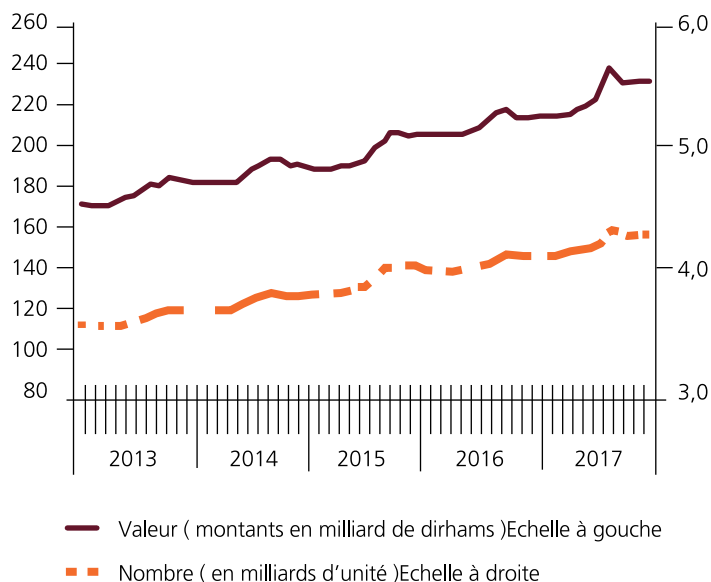
Pour sa part, le volume moyen en circulation s'est accru d'environ 14 milliards de dirhams pour aboutir à environ 224 milliards de dirhams en 2017.

Ce volume accuse une évolution moyenne annuelle d'environ 6% en valeur et de 4% en nombre.

Conformément à son profil saisonnier, la circulation atteint son plus haut niveau principalement durant la période estivale et les fêtes religieuses. Son point culminant en 2017 est celui enregistré en mois d'août avec un numéraire en circulation de 240 milliards de dirhams.

La monnaie fiduciaire occupe une place importante dans les transactions courantes. Ce moyen de paiement constitue environ 30% de l'agrégat monétaire M1. Rapportée au PIB, la circulation fiduciaire dégage un taux de 22% contre 21% une année auparavant.

## Evolution de la circulation fiduciaire (2015-2017)



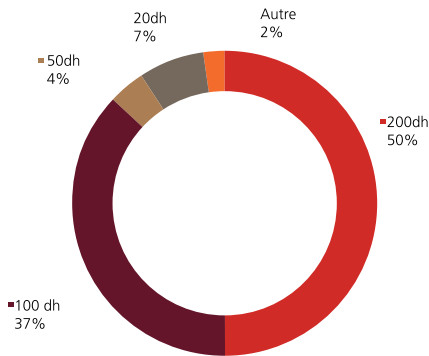
Source : BAM

En valeur, les billets en circulation s'inscrivent en hausse de 7,5% pour s'établir à 229 milliards de dirhams à fin 2017. Considérée en nombre, la circulation des billets continue à refléter le privilège accordé aux billets de 200 DH, dont la part est passée de 48% à 50% de 2013 à 2017. Cette tendance s'est concrétisée au détriment des billets de 100 DH qui représentent 37% du volume des billets en circulation au lieu de 39% en 2013. Les parts des billets de 50 DH et de 20 DH ont quasiment stagné respectivement à 4% et 7%.

Par série d'émission, les billets de type 2012 continuent à gagner de la place par rapport aux billets de type 2002. Entre 2013 et 2017, les parts respectives de ces deux séries sont passées de 4% à 53% et de 89% à 44%.

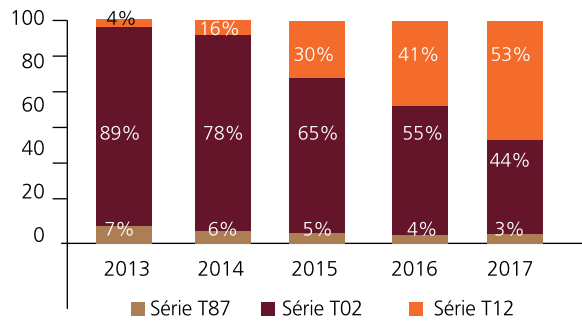
A cet effet, et en raison de leur vitesse de dégradation, le processus de renouvellement des billets en circulation a concerné surtout les petites dénominations de 20 DH et 50 DH dont la part des billets type 2012 a dépassé 80%. Par ailleurs, cette série représente 61% et 40% respectivement pour les billets de 100 DH et 200 DH. Dans un autre registre, la série 1987 a vu sa part passer de 7% à 3% entre 2013 et 2017, et ce, suite à l'arrêt du recyclage de cette série depuis l'année 2016.

### Structure des billets en circulation à fin 2017



Source : BAM

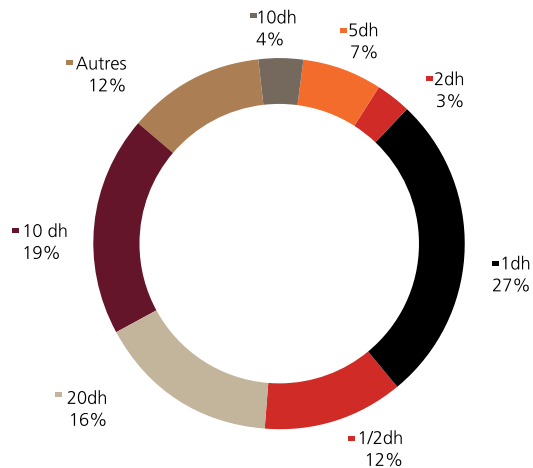
### Evolution de la circulation fiduciaire (2015-2017)



Pour leur part, la circulation de la monnaie métallique a augmenté de de 4% à 3,2 milliards de dirhams à fin 2017.

Dans la ventilation de la circulation des pièces en volume, les plus grandes parts reviennent aux dénominations de 1 DH et 10 Cts représentant respectivement 27% et 19%.

### Structure des pièces en circulation à fin 2017



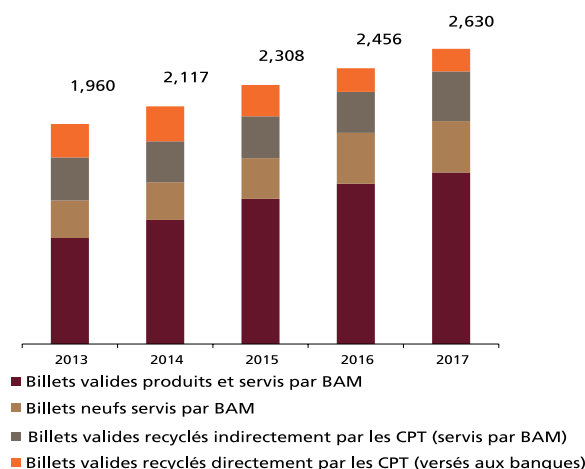
Source : BAM

## B. APPROVISIONNEMENT DE L'ÉCONOMIE EN MONNAIE FIDUCIAIRE NATIONALE

Pour satisfaire la demande croissante en billets de banques marocains (BBM), le volume des billets servis à l'économie par BAM et les CPT a réalisé une croissance de 7,1% soit 2,63 milliards de billets en 2017.

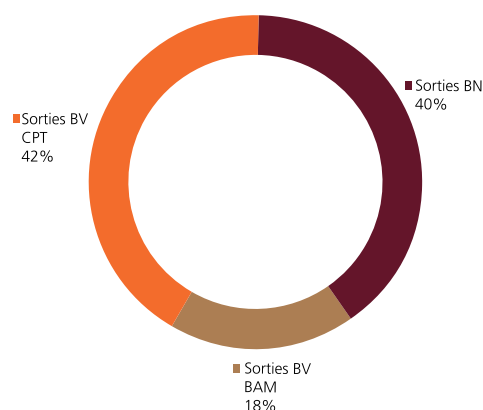
La contribution des CPT dans l'approvisionnement global a marqué une décélération de son rythme de progression de 14% à 6% et ce, malgré l'augmentation de leur volume passant de 1,881 à 1,986 milliard de billets de 2016 à 2017. A cet effet, la contribution des CPT a reculé d'un point pour atteindre 75%.

Evolution de la structure de l'approvisionnement global des BBM (en milliards de billets) 2013-2017



Source : BAM

Contribution totale de BAM par catégorie des billets en 2017



Pour sa part, la contribution nette de BAM a gagné un point en passant de 24% à 25%.

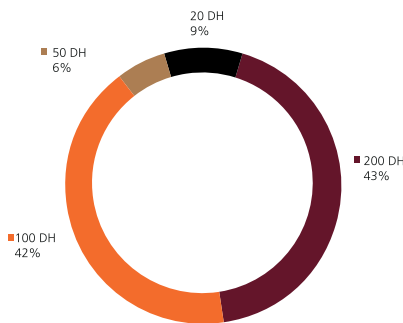
La contribution nette de BAM englobe les sorties effectuées au niveau de ses guichets en billets neufs (BN) et en billets valides (BV) issus de son activité de traitement.

La contribution totale reflète les sorties globales aux guichets de la banque centrale. Celle-ci est équivalente à la contribution nette de BAM augmentée des sorties des BV déjà reçus des CPT.

En hausse de 7%, les sorties globales de BAM concernent un volume total de 1,101 milliard de billets, dont 442 millions de BN, 457 millions de BV CPT, et 202 millions de BV BAM. Le taux de croissance le plus élevé, de 21%, a été enregistré par les sorties de BN.

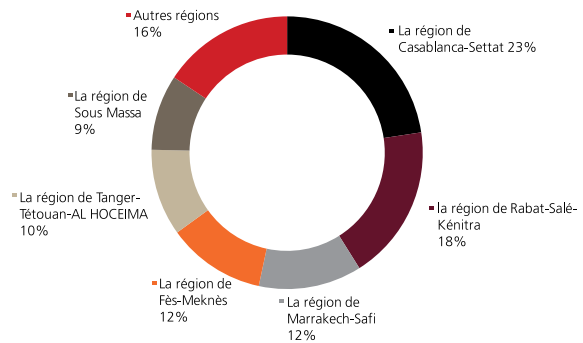
Par coupure, la structure des sorties globales en volume est dominée par les grandes dénominations de 200 DH et 100 DH, qui représentent des parts respectives de 43% et 42%, pour des variations positives de 3% et 9%. Les petites dénominations de 50 DH et 20 DH ont augmenté respectivement de 22% et 8% et constituent des parts de l'ordre de 6% et 9%.

**Contribution globale de BAM par coupure en 2017**



Source : BAM

**Contribution globale de BAM par région en 2017**



Par série d'émission, les billets type 2012 ont représenté 72% des sorties aux guichets et ont réalisé une progression de 33% comparativement à 2016. Par ailleurs, les billets type 2002 ont connu une baisse de 29% pour une part de 28%. Ces résultats s'inscrivent dans le cadre de la stratégie du renouvellement du stock des billets en circulation, menée par BAM, visant l'amélioration continue de la qualité des billets.

Eu égard à leur volume d'activité, quatre régions s'accaparent 65% des flux des sorties de billets aux guichets. Il s'agit des régions de: Casablanca-Settat, Rabat-Salé-Kenitra, Marrakech-Safi et Fès-Meknès qui détiennent des parts respectives de 23%, 18%, 12% et 12%. En additionnant les flux des régions de tanger-tétouan-alhoceima et Sous-Massa, la part des sorties des six régions sur les douze régions du royaume atteint 84%.

En 2017, les versements des billets à la banque centrale ont réalisé une augmentation de 2% pour un volume de 981 millions de billets, soit 448 millions de billets valides et 533 millions non valides versés.

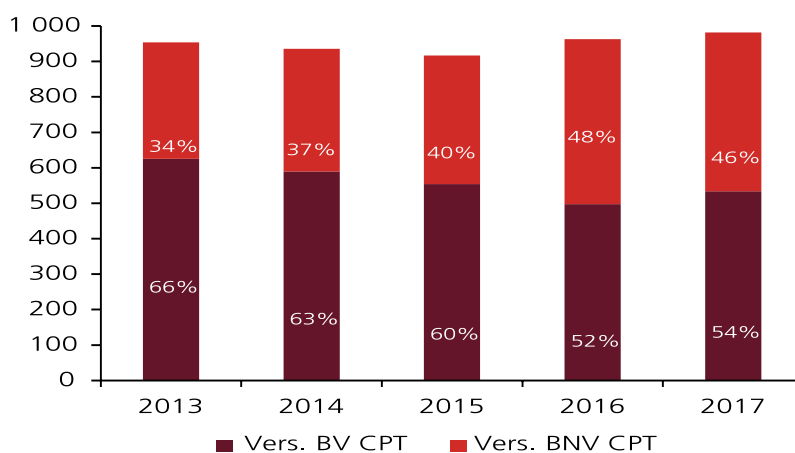
Les évolutions constatées par ces deux flux de versements sont contradictoires à celles enregistrées durant les dernières années. Le flux des versements des BNV qui réalise une augmentation de 7%, a été tiré par une croissance notable, de 30%, des versements de BNV type 2012.

Ces résultats traduisent les efforts engagés pour maintenir un niveau satisfaisant de la qualité des billets, par le retrait de la circulation de billets ne répondant plus aux normes de qualité requise.

Toutefois, les versements de billets valides régressent pour la première fois depuis 2009, ils s'inscrivent en baisse de 3,5% par rapport à 2016.

Il est à noter que les flux des billets entrants et sortants au niveau des guichets de BAM se sont stabilisés à une moyenne annuelle d'environ 1 milliard pour chaque flux de billets durant les dernières années.

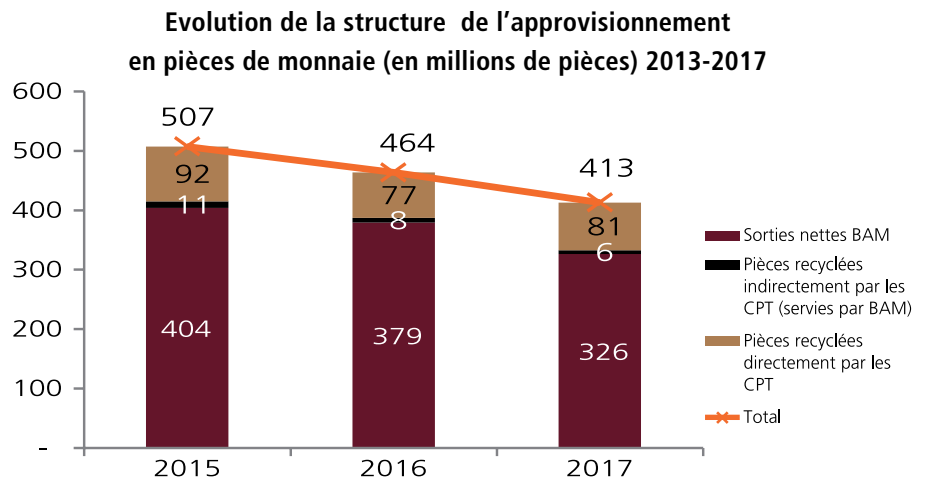
**Evolution des versements globaux des billets aux guichets de BAM en millions de coupures (2013 - 2017)**



Source : CPT, calculs BAM

Le besoin national en pièces de monnaie est ainsi satisfait par la Banque Centrale et les CPT qui ont réalisé un approvisionnement global de 413 millions de pièces en 2017, en baisse de 11% par rapport à l'année écoulée. Ceci s'explique par la baisse des volumes recyclés par les CPT qui sont passés de 387 millions à 332 millions de pièces de 2016 à 2017, en liaison avec le repli, de 8%, des volumes traités par ces centres.

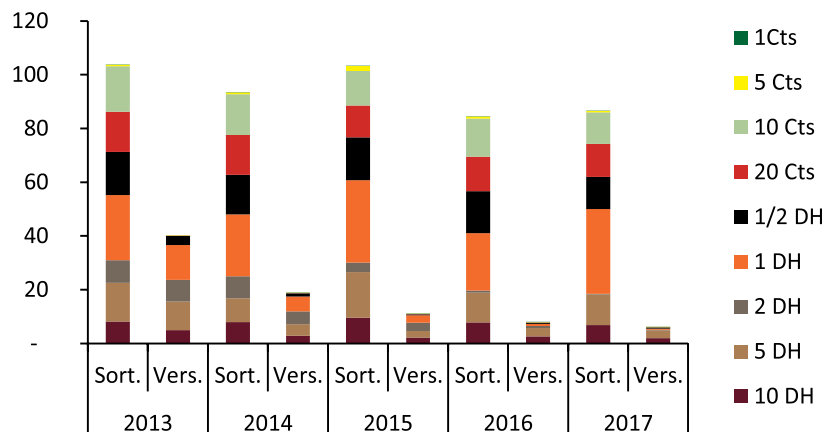
Les volumes des pièces traitées par les CPT constatent une baisse continue d'une année à l'autre, due au recul constant des versements de la monnaie divisionnaire au circuit bancaire. Cette tendance qui caractérise aussi les flux des pièces versées à la Banque centrale, se traduit par la demande croissante de ce moyen de paiement qui demeure en circulation pour motif de transaction.



Source : CPT, calculs BAM

Eu égard aux mouvements de pièces aux guichets de BAM, les sorties ont atteint 87 millions de coupures en augmentation de 2% par rapport un an auparavant. Les dénominations de 1 DH, ½ DH, 20 Cts et 10 Cts représentent 78% dans la structure des sorties de pièces de monnaie. Pour leur part, les versements ont subi une baisse de 23% pour atteindre un volume de 6 millions de coupures.

### Soldes issus de la BVC et réglés dans le SRBM 2016/2017



Source : BAM

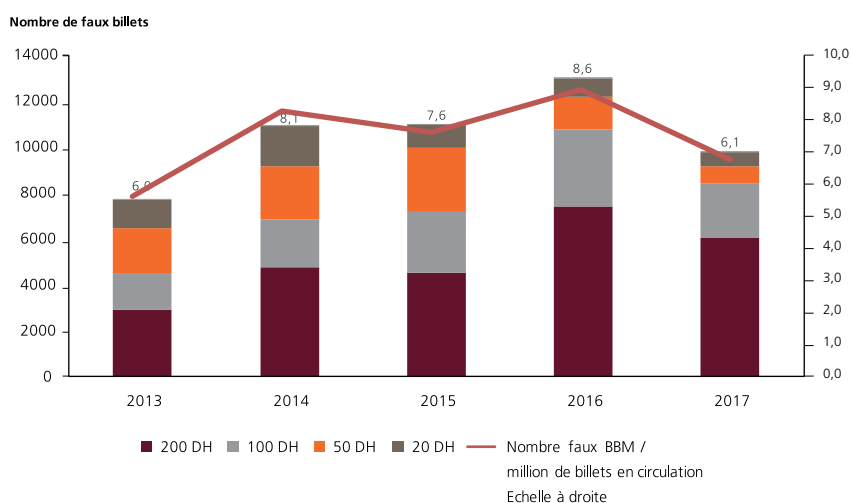
## C. EVOLUTION DE LA FAUSSE MONNAIE MAROCAINE ET LUTTE CONTRE LE FAUX MONNAYAGE

L'institut d'Emission a détecté 9.753 faux billets en 2017, en repli de 25% en nombre et 21% en valeur. Considérées en nombre, la tendance d'évolution à la baisse concerne toutes les dénominations. De même, le nombre des faux billets par million de billets en circulation est passé de 8,6 à 6,1 d'une année à l'autre.

Eu égard au numéraire en circulation ayant atteint 232 milliards de dirhams à fin 2017, la valeur des faux billets décelés qui avoisine 1,5 million de dirhams ne constitue aucunement un dommage à l'économie.

Les contrefacteurs ont tendance à cibler la coupure de 200 DH qui représente, à elle seule, 62% du nombre total de contrefaçons contre 24%, 8% et 6% respectivement pour les coupures de 100, 50 et 20 DH.

**Evolution des BBM contrefaits (2013-2017)**

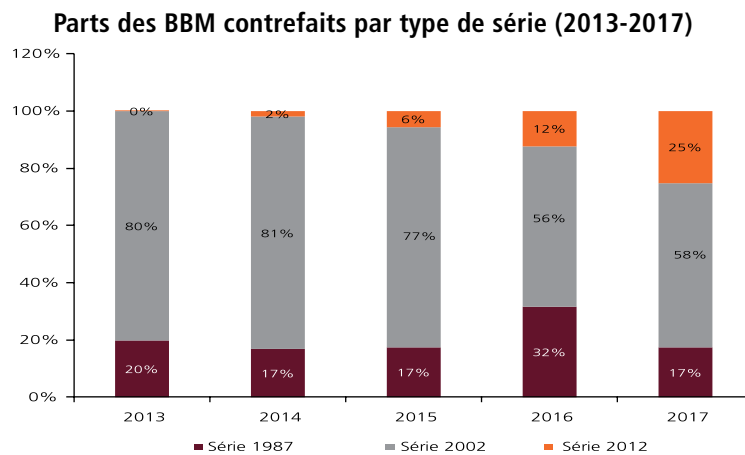


Source : BAM

Les billets contrefaits relevant de la série 2002 se situent en tête de peloton représentant une part de 58%, suivie par les billets type 2012 qui occupent une part de 25% des contrefaçons. Le retrait progressif des billets type 1987 a eu un impact positif en matière de réduction de la fausse monnaie en cette série dont la part ne dépasse pas 17% en 2017, au lieu de 32% un an auparavant.

Quant aux fausses pièces de monnaie, aucune contrefaçon n’a été détectée par BAM en 2017.

De son côté, le nombre détecté de faux billets de banques étrangers a reculé pour les principales devises à savoir le Dollar américain et l’Euro, représentant des évolutions respectives de l’ordre de -18% et - 40% par rapport à 2016



Source : BAM

A travers le traitement des faux billets détectés par la Banque Centrale, le faux monnayage au Maroc paraît être une manœuvre des contrefacteurs occasionnels et non un produit des circuits professionnels. En effet, 80% des faux billets décelés sont réalisés au moyen de photocopieurs ou imprimantes couleur.

En dépit de cette donnée, Bank Al-Maghrib assure un suivi permanent des nouvelles tendances de contrefaçon, elle assure aussi une veille sur les risques latents. Elle adapte en continu, son dispositif de détection de la fausse monnaie par la mise en place des équipements fiduciaires de pointe. De plus, elle renforce en permanence le périmètre des contrôles des banques et des centres privés de tri, les obligeant à se conformer aux nouvelles exigences en matière de recyclages de la monnaie fiduciaire.



## 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>BTP</b>	Bâtiment et Travaux Publics
<b>CA</b>	Chiffre d’Affaires
<b>CCP</b>	Chambre de Compensation Contrepartie Centrale
<b>CDG</b>	Caisse de Dépôt et de Gestion
<b>CIMR</b>	Caisse Interprofessionnelle Marocaine de Retraite
<b>CMR</b>	Caisse Marocaine des Retraites
<b>CNSS</b>	Caisse Nationale de Sécurité Sociale
<b>CPT</b>	Centres Privés de Tri
<b>FMI</b>	Fonds Monétaire International
<b>FPCT</b>	Fonds de Placement Collectifs en Titrisation
<b>GE</b>	Grande Entreprise
<b>HHI</b>	indice Herfindahl-Hirschmann
<b>IDE</b>	Investissements Directs Etrangers
<b>IMF</b>	Infrastructures des Marchés Financiers
<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 Résident à l'Étranger
<b>OICV</b>	Organisation Internationale des Commissions de Valeurs
<b>OMLT</b>	Obligataires moyen et long terme
<b>OPCVM</b>	Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
<b>PCA</b>	Plan de Continuité des Activités
<b>PER</b>	Price Earning Ratio
<b>PIB</b>	Produit Intérieur Brut
<b>PME</b>	Petite et Moyenne Entreprise
<b>RCAR</b>	Régime Collectif d'Allocation de Retraite
<b>RBE</b>	Résultat Brut d'Exploitation
<b>RIN</b>	Réserves Internationales Nettes
<b>RPC</b>	Régime des Pensions Civiles
<b>SCR</b>	Société Centrale de Réassurance
<b>SIMT</b>	Système Interbancaire Marocain de Télé-compensation
<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>TMP</b>	Taux Moyen Pondéré
<b>TPME</b>	Très Petite et Moyenne Entreprise
<b>VC</b>	Valeurs cotées
<b>VNC</b>	Valeurs non cotées