

ROYAUME DU MAROC



RAPPORT SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE

EXERCICE 2020 | NUMERO 8

PRÉAMBULE

De par son ampleur et son étendue, la pandémie de la Covid-19 a provoqué en 2020 une crise inédite ayant engendré dans son sillage des conséquences néfastes sur l'économie tant au plan mondial que national. En effet, les restrictions instaurées à l'échelle planétaire pour endiguer la propagation du virus ont paralysé les chaînes d'approvisionnement et mis en arrêt plusieurs secteurs d'activités économiques induisant ainsi une contraction du commerce international, une chute de la consommation et de l'investissement ainsi qu'un effondrement du tourisme mondial. Face à l'ampleur exceptionnelle de cette crise, les pouvoirs publics, les institutions internationales et les autorités financières ont rapidement réagi en mettant en place des politiques de soutien sans lesquelles les conséquences de la crise auraient été plus sévères.

Sur le plan national et sous l'effet conjugué de la crise sanitaire et des conditions climatiques défavorables, le PIB a enregistré une forte contraction en 2020, la première depuis plus de deux décennies. Face à cette situation, la priorité a été d'abord accordée à la préservation de la santé et de la sécurité des citoyens et ensuite à la sauvegarde de l'emploi et à l'atténuation de l'impact sur le tissu productif et sur de larges franges de la population, principalement les plus vulnérables. Au niveau du système financier, la réponse des autorités de régulation a été rapide et coordonnée. Dès les prémices de la crise sanitaire début mars 2020, le Comité de Coordination et de Surveillance des Risques Systémiques (CCSRS) a institué un sous-comité, composé des représentants de Bank Al-Maghrib, de l'ACAPS, de l'AMMC et de la DTFE, dans le but d'assurer un suivi hebdomadaire des indicateurs de risques, d'en évaluer l'impact sur l'ensemble du secteur financier et de convenir des mesures pour y faire face.

Dans ce contexte, Bank Al-Maghrib a mené plusieurs actions pour remédier aux répercussions de la crise. D'abord, elle a mis en place, dès les premiers signes de tension sur la demande du cash relevés en mars 2020, un plan d'approvisionnement exceptionnel en monnaie fiduciaire sur l'ensemble du territoire national en coordination avec le secteur bancaire, les établissements de paiement et les associations de micro-crédit. De même, Bank Al-Maghrib a procédé à l'assouplissement de sa politique monétaire à travers la baisse à deux reprises de son taux directeur (de 2,25% à 1,5%), la libération intégrale du compte

de la réserve obligatoire des banques et aussi le triplement des capacités de refinancement des banques auprès d'elle. Sur le plan prudentiel, la Banque Centrale a décidé d'assouplir temporairement¹ le coussin réglementaire de liquidité, d'alléger de 50 points de base le coussin de conservation des fonds propres prudentiels, en plus du maintien du coussin en fonds propres contracyclique à 0%, et a incité les banques à la non-distribution des dividendes au titre de l'exercice 2019². Par ailleurs et afin d'évaluer la solidité des banques face au choc induit par la crise sanitaire, Bank Al-Maghrib a conduit, avec l'assistance technique du FMI, deux exercices de macro stress tests en juin et décembre 2020, simulant des chocs sur la base d'une contraction du PIB de 5% pour l'exercice de juin et de 10% pour celui de décembre. Les résultats ont montré globalement la résilience des banques à ces scénarii de chocs.

L'incertitude entourant l'évolution de la pandémie Covid-19 a également engendré en début de crise des perturbations majeures des marchés financiers particulièrement au niveau de la Bourse de Valeurs de Casablanca qui a enregistré d'importantes contreperformances et une forte volatilité. Une chute des cours a été ainsi observée jusqu'à -26,2% pour l'indice général MASI et -50% pour le secteur de la promotion immobilière. Le secteur bancaire, pour sa part, a perdu au plus fort de la crise, plus du tiers de sa valorisation. Cette évolution a amené l'AMMC à resserrer les seuils de variation maximale applicables aux instruments financiers inscrits à la cote³ et à réaménager les horaires de cotation, de traitement et de dénouement des opérations sur instruments financiers, en concertation avec les acteurs du marché. D'autres actions ont été menées par l'AMMC auprès des émetteurs dans l'objectif de maintenir le marché informé en période de fortes incertitudes et d'assurer la continuité de l'activité à travers la fixation des modalités de tenue des réunions des organes de gouvernance et des assemblées générales des sociétés anonymes pendant cette période. Le marché boursier s'est par la suite, progressivement redressé en clôturant l'année avec une contreperformance de -7,27%.

Concernant le secteur des assurances, l'ACAPS a adopté des mesures d'assouplissement au profit des entreprises d'assurances et de réassurance pour leur permettre de faire face aux

¹ Jusqu'au juin 2020.

² Directive sur laquelle se sont alignées les banques.

³ A compter du 17 mars 2020, la variation maximale de cours autorisée a été ramenée de 10% à 4% pour les actions les plus liquides (cotées en continu) et de 6% à 2% pour les autres titres de capital (cotés au fixing).

contreperformances du marché boursier et au risque de recouvrement des primes. Ces mesures couvrent la provision pour dépréciation des valeurs de placements, la provision pour risque d'exigibilité ainsi que les provisions pour créances sur les intermédiaires d'assurances et primes impayées. L'Autorité a également recommandé aux entreprises d'assurances et de réassurance de suivre une politique raisonnable et responsable de distribution des dividendes au titre de l'exercice 2019.

Concomitamment aux impératifs de gestion des effets de la crise sanitaire, les autorités de régulation financière ont poursuivi la mise en œuvre des projets inscrits au niveau de la feuille de route de la stabilité financière, couvrant la période 2019-2021. Au plan analytique, le cadre méthodologique pour la conduite des stress tests macro du secteur bancaire a été actualisé avec l'assistance technique du FMI pour tenir compte notamment des spécificités du choc sanitaire. Concernant les instruments macroprudentiels, Bank Al-Maghrib a défini les mécanismes de surveillance des risques liés aux secteurs immobilier et des ménages, à travers notamment l'analyse des reportings trimestriels reçus des banques et permettant de suivre l'évolution des ratios « prêt sur valeur » et « service de la dette rapporté aux revenus des ménages ». Elle a, par ailleurs, poursuivi les travaux d'élaboration du cadre réglementaire pour la mise en place d'instruments spécifiques aux banques d'importance systémique et aux conglomérats financiers⁴.

Pour sa part, l'AMMC a poursuivi ses travaux relatifs à l'encadrement du marché secondaire de la dette privée, à la régulation des Fintechs et à la cybersécurité. Sur ce dernier point, un diagnostic de l'existant relatif à la cybersécurité au sein du marché des capitaux a été réalisé et ce, en préparation à l'étape de mise à niveau réglementaire visant une meilleure surveillance de ce risque par les intervenants de marché.

Par ailleurs, l'ACAPS a poursuivi le déploiement du dispositif de solvabilité basée sur les risques, plus particulièrement le pilier 2 qui fixe aux entreprises d'assurances et de réassurance les exigences qualitatives à respecter en matière de gouvernance et de gestion des risques. Un projet d'amendement de la circulaire générale de l'Autorité intégrant ces

⁴ Le principe d'homologation de la circulaire conjointe des autorités financières relative à la surveillance des Conglomérats financiers et de sa publication au bulletin officiel, a été introduit dans le projet d'amendement de la loi bancaire en cours d'adoption législative.

exigences a été approuvé par la commission de régulation du secteur, en septembre 2020, avec une perspective de déploiement sur 2 ans, à compter de 2021.

Au plan de la gouvernance, le CCSRS a examiné lors de ses réunions semestrielles la synthèse des travaux hebdomadaires du sous-comité chargé du suivi de la situation du système financier dans le contexte de la crise Covid-19. Il a également passé en revue les résultats de l'évaluation des risques systémiques pesant sur la stabilité financière et ceux des exercices de stress tests des institutions financières. Le Comité a, en outre, approuvé le septième rapport sur la stabilité financière et son supplément dédié à l'analyse des risques induits par le choc sanitaire. Il a eu également à examiner les travaux de surveillance du cyber-risque au sein du secteur financier en tenant compte notamment de l'impact de l'entrée en vigueur en août 2020 de la loi n°05-20 relative à la cybersécurité ainsi que la mise en œuvre des recommandations de la mission du GAFIMOAN, portant sur la lutte contre le blanchiment des capitaux et le financement du terrorisme dans le secteur financier.

* * * * *

Il ne fait aucun doute que la crise sanitaire a fortement imprégné l'année 2020. Le présent rapport reflète dans ses analyses l'impact qu'elle a engendré tant au plan économique que financier ainsi que l'action des autorités pour y faire face. Il est structuré en quatre chapitres retraçant dans le sillage de cette crise :

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

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

SOMMAIRE

SYNTHESE GENERALE.....	7
CHAPITRE 1 : DEVELOPPEMENTS MACROECONOMIQUES.....	15
I.1 Analyse de l’environnement international.....	18
I.2 Développements macroéconomiques domestiques.....	28
CHAPITRE 2 : SITUATION FINANCIERE DES AGENTS NON FINANCIERS.....	37
II.1 Ménages.....	40
II.2 Entreprises non financières.....	57
CHAPITRE 3 : SOLIDITE DES INSTITUTIONS FINANCIERES.....	74
III.1 Secteur bancaire.....	79
III.2 Secteur des assurances.....	103
III.3 Régimes de retraite.....	121
III.4 Enjeux lies aux innovations technologiques financieres et aux changements Climatiques.....	126
III.5 Interconnexions entre les institutions financières.....	134
III.6 Réglementation et surveillance des conglomérats financiers.....	139
III.7 Politique et instruments macroprudentiels	142
CHAPITRE 4 : MARCHES DE CAPITAUX, INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ ET MONNAIE FIDUCIAIRE.....	154
IV.1 Marchés de capitaux	157
A. Marchés monétaire et obligataire	157
B. Marché boursier.....	176
C. Marché de la gestion d’actifs	186
D. Marché des prêts de titres	207
E. Investisseurs	212
IV.2 Infrastructures de marché	218
A. Système de Règlement-Livraison des titres (Maroclear)	218
B. Système de cotation de la Bourse des valeurs de Casablanca.	220
C. Cadre d’information des IMFs.....	222
D. Travaux d’opérationnalisation de la CCP	222
E. Stress test du SRBM	223
F. Evaluation de la maturité de la cyber-résilience des IMFs	224
G. Evaluation de la résilience des IMFs.....	225
IV.3 Circulation fiduciaire	227
Liste des abréviations	232

SYNTHÈSE GÉNÉRALE

Ebranlée par la crise sanitaire, l'économie mondiale a connu en 2020 une des pires récessions de son histoire

Suite au choc massif induit par la pandémie de la Covid-19, l'économie mondiale a été plongée en 2020 dans une grave récession, pénalisée par les mesures drastiques prises pour enrayer sa propagation. En particulier, l'arrêt brutal de l'activité dans différents secteurs économiques ainsi que les mesures de confinement mises en place dans la plupart des pays se sont soldés par des perturbations importantes des marchés financiers, une forte hausse du taux de chômage et une fragilisation du tissu productif. Face à l'ampleur exceptionnelle de cette crise, des politiques de soutien budgétaire et monétaire d'envergure ont été mises en œuvre quasi-simultanément par tous les pays à l'échelle mondiale permettant ainsi d'atténuer l'impact économique et social de cette pandémie.

Si les différentes perspectives tablent sur un redressement graduel de l'économie mondiale à partir de 2021 à la faveur des programmes de relance post-Covid, elles restent toutefois, entourées de fortes incertitudes en lien avec l'évolution des conditions sanitaires aussi bien dans les pays développés qu'émergents (apparition de nouveaux variants du virus, efficacité des vaccins et rythme différencié des campagnes de vaccination).

Au Maroc aussi l'activité s'est fortement contractée en 2020 sous l'effet notamment de la pandémie Covid-19. Elle devrait rebondir en 2021 tirée par les politiques de relance engagées par les autorités mais reste néanmoins conditionnée par la poursuite de l'amélioration de la situation sanitaire

Les mesures entreprises par les autorités pour endiguer la propagation de la pandémie Covid-19 ont engendré un arrêt soudain de l'activité particulièrement lors du strict confinement sanitaire observé à l'échelle nationale au deuxième trimestre de 2020. Dans ces conditions et pâtissant également d'une mauvaise campagne agricole, l'activité économique a connu en 2020 une récession inédite avec une contraction du PIB qui serait autour de 6,3%, recouvrant une baisse de 8,6% de la valeur ajoutée agricole et de 5,8% de celle des activités non agricoles.

Dans de telles circonstances exceptionnelles, la riposte des autorités marocaines a été forte et prompte sur divers plans (sanitaire, budgétaire, monétaire et financière) ce qui a permis

d'atténuer l'impact sur les agents économiques. Au plan sanitaire, le Maroc a très tôt engagé les actions requises lui permettant d'être parmi les premiers pays à lancer sa campagne de vaccination à grande échelle, ce qui nourrit l'espoir d'un regain de confiance et d'un retour graduel à la normalité.

Dans ce contexte d'optimisme prudent et tenant compte également de l'amélioration des conditions climatiques à la faveur d'une bonne campagne agricole 2020/2021 et des mesures visant la relance économique, la croissance du PIB en 2021 devrait rebondir à 5,3% avant de se consolider à 3,3% en 2022. A l'image des perspectives de l'économie mondiale, celles de l'activité nationale restent également tributaires de l'amélioration continue de la situation sanitaire au Maroc.

Réduction du déficit du compte courant en 2020, en lien notamment avec le comportement de la balance commerciale, et le renforcement des avoirs officiels de réserve

Sous l'effet de la crise sanitaire et des restrictions qui l'ont suivies, les flux du commerce extérieur se sont soldés en 2020 par une atténuation du déficit de la balance commerciale bénéficiant d'une baisse des importations plus importante que celle des exportations.

En effet, les importations de biens ont baissé de près de 69 milliards de dirhams d'une année à l'autre, avec une contraction de 14%, recouvrant notamment des replis de la facture énergétique et des importations des biens d'équipements respectivement de 34,6% et 13,7%. Parallèlement, les exportations se sont contractées de 7,6%, avec une hausse limitée des ventes de phosphates et dérivés de 3,9% conjuguée à une baisse de celles du textile et cuir et du secteur automobile de 18,9% et 9,9% respectivement. Pour leur part, les transferts des MRE ont maintenu un rythme de croissance soutenu de 4,9% et les recettes IDE ont atteint 2,5% du PIB en 2020.

Grâce à ces évolutions, l'année 2020 s'est clôturée avec un allègement du déficit du compte courant à 1,5% du PIB contre 3,7% en 2019, tandis que les Avoirs Officiels de Réserve (AOR) se sont hissés à 320,6 milliards de dirhams (contre 253,4 milliards en 2019) permettant ainsi de couvrir l'équivalent de 7 mois et 13 jours d'importations de biens et services. Cette nette progression des AOR est liée au tirage par le Maroc en avril 2020 sur la ligne de précaution

et de liquidité (LPL)⁵ et à la forte mobilisation de financements extérieurs par le Trésor dont notamment deux émissions sur le marché financier international.

Creusement du déficit budgétaire en 2020 avec des perspectives d'allègement graduel sur l'horizon de prévision sans retrouver pour autant les niveaux d'avant crise

Le déficit budgétaire hors privatisation s'est aggravé en 2020 à 7,6% du PIB au lieu de 4,1% en 2019, résultat d'un repli des recettes ordinaires (baisse notamment des rentrées fiscales) et d'un accroissement des dépenses, notamment celles d'investissement. Dans ces conditions, l'endettement du Trésor s'est alourdi à 76,4% du PIB après un niveau quasi-stable autour de 65% ces dernières années.

En termes de perspectives, la situation budgétaire, bien qu'elle reste encore difficile, devrait s'atténuer légèrement au cours des deux prochaines années. Le déficit devrait revenir, selon les dernières prévisions de Bank Al-Maghrib, à 7,1% du PIB en 2021 puis à 6,6% en 2022. Quant à l'endettement du Trésor, il devrait encore augmenter à 77,8% du PIB en 2021 et à 80% en 2022.

La crise Covid-19 n'a pas manqué de se répercuter sur le portefeuille du crédit bancaire qui a vu son rythme de croissance décélérer et sa sinistralité augmenter de manière significative

La détérioration des conditions économiques s'est reflétée sur l'activité bancaire en 2020 ; le portefeuille crédit a vu son encours ralentir à 4,4% contre 5,9% un an auparavant. En même temps, la qualité des actifs bancaires s'est détériorée, avec une hausse de 13,9% des créances en souffrance, s'établissant à près de 80 milliards de dirhams en 2020, soit un additionnel de 10 milliards de dirhams. Le taux de défaut du secteur bancaire a augmenté à 8,2% au titre de 2020 contre 7,5% une année auparavant.

L'analyse par agent économique fait ressortir que la dette financière des Entreprises Non Financières (ENF) a marqué un ralentissement, enregistrant en 2020 une croissance de l'ordre de 1,8% après 3,9% une année auparavant, pour s'établir à 75,4% du PIB. Cette évolution est tirée principalement par la décélération de la dette financière des entreprises privées, notamment leur composante bancaire passant d'un accroissement de 6,1% à 3,3%.

⁵ Le Royaume a procédé le 7 avril 2020 au tirage LPL pour un montant équivalent à près de 3 milliards de dollars. Le remboursement par anticipation d'une partie de ce tirage (équivalent à près de 936 millions de dollars) avec date de valeur le 8 janvier 2021.

Quant aux entreprises publiques, leur endettement financier a ralenti d'une année à l'autre passant de 1,9% à 0,3% sous l'effet essentiellement de la poursuite de la baisse de leur dette extérieure.

S'agissant des créances en souffrance des ENF, leur montant global a augmenté de 11,3% en 2020, ramenant le taux de défaut de paiement à un niveau élevé de 10,9%. Cette situation pourrait encore se dégrader en fonction du sort final des dossiers des entreprises ayant bénéficié du moratoire du crédit et de la sinistralité qui en découlerait.

Concernant les ménages, leur dette financière a décéléré en 2020, revenant à 2,9% après 5,1% en 2019. Elle totalise près de 370 milliards de dirhams, représentant plus d'un tiers du portefeuille des crédits accordés par le secteur bancaire et près de 34% du PIB. Leurs créances en souffrance se sont élevées à 35,5 milliards de dirhams, en augmentation de 21% contre 10,4% en 2019, soit un surplus de 6,2 milliards de dirhams. Leur taux de défaut s'est aggravé à 9,6% après 8,2% en 2019 et 7,8% en 2018.

Malgré le choc sanitaire et ses répercussions sur la rentabilité des institutions financières, le secteur financier demeure globalement résilient

Le résultat net agrégé des banques a accusé en 2020 un net repli de 43,2% à 6,8 milliards de dirhams, soit la baisse la plus importante observée durant les dix dernières années. Cette contreperformance résulte notamment d'une forte augmentation du coût du risque de l'ordre de 74,1% et d'une hausse des charges non courantes des banques suite à leur contribution au fonds spécial Covid-19. La rentabilité moyenne des actifs (ROA) ressort ainsi en baisse à 0,5% après 0,9% en 2019 et celle des fonds propres (ROE) à 4,8% après 9,4% une année auparavant.

Malgré ce contexte, les banques continuent d'afficher des fonds propres supérieurs aux minimas réglementaires bénéficiant des mesures de soutien au secteur bancaire et aux agents économiques. Sur base sociale, le ratio de fonds propres moyen du secteur bancaire s'est ainsi établi à 15,7% contre 15,6% une année auparavant et 14,7% en 2018. Le ratio Tier 1, pour sa part, s'est situé à 11,4% contre 11,5% et 10,9% respectivement en 2019 et 2018. Dans ces conditions, l'exercice du macro stress de solvabilité basée sur les projections économiques de Bank Al-Maghrib de juin 2021 continue de démontrer à cette date la capacité des banques à faire face globalement au choc induit par la crise de la Covid-19 et à maintenir le respect des exigences réglementaires, grâce notamment aux matelas en fonds

propres qu'elles ont constitués ces dernières années et à la mise en application par le secteur bancaire de la recommandation de Bank Al-Maghrib de la non-distribution des dividendes.

S'agissant du secteur des assurances, le volume des primes a atteint 45,1 milliards de dirhams, entraînant ainsi une croissance de 1%, en décélération par rapport à 2019 (+8,6%). Cette évolution, en temps de crise, n'a été possible que grâce à l'entrée en vigueur du régime obligatoire de couverture des conséquences d'événements catastrophiques qui a généré, pour le régime assurantiel, des primes émises de 476,7 millions de dirhams.

Fortement exposé au marché des actions, le secteur des assurances a durement subi la contraction du marché boursier dans le sillage de la crise sanitaire. Ainsi, malgré la bonne performance de la marge d'exploitation, le résultat net agrégé des entreprises d'assurances cède 21% à 2,9 milliards de dirhams, impacté essentiellement par la chute du solde financier. Le rendement des capitaux propres (ROE) diminue aussi de 2,3% pour s'établir à 7,3%. Enfin, le ratio des plus-values latentes se détériore en passant de 18,5% en 2019 à 13% en 2020.

Pour sa part, la marge de solvabilité a également subi une baisse, mais reste à des niveaux largement au-dessus du seuil réglementaire. Ne couvrant à ce stade que le risque de souscription, l'excédent de la marge devrait baisser de manière significative avec le passage vers le régime prudentiel de solvabilité basée sur les risques qui couvre une palette plus large de risques auxquels est exposé le secteur des assurances. Par ailleurs, les exercices de stress tests réalisés font ressortir une bonne résilience des entreprises d'assurances aux chocs sur le portefeuille actions et immobilier et aux conditions macroéconomiques et techniques défavorables.

Concernant le secteur de la retraite, les principaux régimes affichent une situation financière difficile marquée globalement par l'importance de leurs dettes implicites et par l'épuisement de leurs réserves à divers horizons. La réforme systémique de la retraite, dont l'étude relative à la conception technique de scénarios dans le cadre d'un système à deux pôles (public et privé) est à un stade avancé, devait permettre d'instaurer une tarification équilibrée mais également de résorber, dans des proportions importantes, les engagements passés non couverts, et partant de rétablir les équilibres financiers dans le futur.

Les composantes du marché des capitaux ont, dans leur globalité, continué à évoluer favorablement en dépit du contexte de crise sanitaire et ce, à l'exception d'une période de forte baisse sur le marché boursier, lequel a pu récupérer graduellement une grande partie de ses pertes

L'encours de la dette privée ressort en légère hausse, atteignant 236,5 milliards de dirhams. Le risque de crédit relatif aux émetteurs de la dette privée ayant fait appel public à l'épargne reste limité et ce, en l'absence de défaut de remboursement des échéances de la dette. L'endettement de ces émetteurs suit une tendance haussière mais demeure globalement maîtrisé. Réservées aux investisseurs qualifiés, les émissions obligataires par voie de placement privé représentent 51,4% des émissions d'obligations privées contre 28,7% en 2019. Également réservées aux investisseurs qualifiés, y compris les OPCVM l'ayant prévu dans leur politique d'investissement, l'encours des obligations subordonnées perpétuelles au profil plus risqué, notamment de type AT1, enregistre une augmentation de 9,7%.

Le volume d'émission sur le marché boursier ressort en baisse à 3 milliards de dirhams, après une courte phase de croissance durant les deux années précédentes. Après la baisse importante enregistrée lors du déclenchement de la crise sanitaire en mars 2020, qui s'est accompagnée d'une volatilité largement supérieure aux plus hauts historiques, le marché boursier a récupéré graduellement une bonne partie de ses pertes en limitant ainsi sa contreperformance annuelle à -7,27% contre -26,2% enregistrée le 18 mars 2020. Concernant la valorisation globale du marché, son niveau est resté relativement élevé en 2020.

L'activité de gestion d'OPCVM s'est montrée résiliente face à la crise avec un actif net qui a poursuivi sa progression pour atteindre 523 milliards de dirhams, grâce notamment à un important volume de collecte nette de 44,6 milliards de dirhams. Cet actif net reste majoritairement détenu par les institutions financières (plus des trois-quarts) et est principalement investi en titres émis par l'Etat et en titres émis par les institutions financières. L'activité de gestion d'OPCVM constitue, de ce fait, un canal important d'interconnexion entre les institutions financières.

S'agissant des autres compartiments de la gestion d'actifs, ils ne constituent pas encore un enjeu pour la stabilité financière de par leurs encours limités. En effet, l'encours des fonds de titrisation s'élève à 9,9 milliards de dirhams tandis que les levées et les investissements de l'activité de capital investissement ont atteint respectivement 1,35 milliard de dirhams

et 804 millions de dirhams. Pour sa part, l'activité des OPCI, qui a été lancée en juin 2019, connaît un bon démarrage avec un actif net qui a atteint 6,1 milliards de dirhams.

Avec un volume de 255 milliards de dirhams, réalisé principalement entre les OPCVM et les banques, les opérations de prêt de titres maintiennent une tendance baissière et restent dominées par les bons du Trésor.

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

Malgré le contexte de la crise de la Covid-19, les infrastructures des marchés financiers (IMFs) ont démontré en 2020 une forte résilience aussi bien sur le plan financier que sur le plan opérationnel. Les IMF notamment systémiques ont, en effet, affiché des niveaux de fiabilité et de disponibilité satisfaisants permettant aux participants d'émettre leurs instructions de paiement et de procéder à leur règlement dans les meilleures conditions de sécurité. En outre, l'évaluation de la résilience des IMFs selon les 24 Principes pour les Infrastructures des Marchés Financiers (PIMF) édictés par la Banque des Règlements Internationaux, a fait ressortir un niveau de risque faible pour la stabilité financière quasi-identique à celui enregistré en 2019.

Les développements liés aux innovations technologiques et aux changements climatiques continuent de constituer des défis importants pour la stabilité financière et les régulateurs s'attendent à la mise en place d'un cadre approprié de surveillance des risques y afférents.

Les innovations technologiques financières et les risques associés constituent un défi de taille pour les autorités financières nationales. D'un côté, la recrudescence des cyber-attaques ciblant le secteur financier a amené les autorités financières (BAM, ACAPS et AMMC) à lancer un projet d'intégration du cyber-risque dans le dispositif de surveillance des établissements assujettis. Une autoévaluation des institutions financières en matière de cybersécurité a été ainsi réalisée à l'initiative coordonnée des trois régulateurs. Les autorités préparent les prochaines étapes en tenant compte des dispositions de la loi relative à la cybersécurité promulguée en août 2020. D'un autre côté et face à la montée des risques liés à l'utilisation des crypto-actifs et crypto-monnaies privées (stablecoins), les autorités œuvrent aujourd'hui à définir un dispositif visant à encadrer l'utilisation de ce type d'actifs.

Sur un autre volet non moins important, la prise en compte des risques financiers liés aux changements climatiques devient une priorité incontournable qui fait l'unanimité de l'ensemble des autorités et organisations internationales financières. A ce sujet, Bank Al-Maghrib a élaboré une directive en la matière qui regroupe des bonnes pratiques permettant au secteur bancaire d'identifier les sources de ces risques, d'en assurer, de manière progressive, la mesure, la gestion, le suivi et le contrôle. La Banque œuvre également à la conception de stress tests climatiques sur la base de scénarii de chocs préconisés par les institutions internationales et inspirés des expériences des banques centrales les plus avancées en la matière.

CHAPITRE 1

DEVELOPPEMENTS MACROECONOMIQUES

APERÇU

La propagation de la pandémie de la Covid-19 a induit une récession inédite de l'économie mondiale. Bénéficiant des différentes mesures de soutien des politiques budgétaire, monétaire et macroprudentielle, la majorité des pays sont parvenus à contenir l'ampleur de la crise économique sur les différents secteurs d'activité et à préserver la solidité de leurs systèmes financiers. Pourtant, l'accumulation des vulnérabilités financières courant 2020, associée à une reprise lente et asynchrone pourrait, à moyen terme, porter préjudice à la stabilité financière dans plusieurs pays.

Au niveau national et sous l'effet du double choc de la crise sanitaire et de l'impact de la sécheresse qui a lourdement affecté la production agricole, l'économie a accusé en 2020 une récession notable de l'ordre de 6,3%, la première depuis plus de deux décennies. Cette évolution recouvre une baisse de 8,6% de la valeur ajoutée agricole et de 5,8% de celles des activités non agricoles. Quant aux perspectives économiques, elles restent entourées d'incertitudes, en lien notamment avec l'évolution de la situation épidémiologique. Toutefois, grâce à une amélioration des conditions climatiques induisant une bonne campagne agricole 2020/2021 et aux différentes mesures de soutien et de relance, l'économie nationale devrait renouer avec la croissance qui serait de 5,3% en 2021 et de 3,3% en 2022. En ce qui concerne l'inflation, elle devrait se situer à 1% en 2021 puis à 1,2% en 2022.

S'agissant des comptes extérieurs, l'impact de la crise sanitaire a été moins important que prévu initialement. L'année 2020 s'est ainsi soldée par un déficit du compte courant de 1,5% du PIB, en recul de plus de 2 points de pourcentage par rapport à l'année 2019. Cet allègement s'explique en particulier par le comportement de la balance commerciale marqué par une baisse des importations plus prononcée que celle des exportations.

Concernant les finances publiques, le déficit budgétaire hors privatisation s'est aggravé en 2020 à 7,6% du PIB au lieu de 4,1% en 2019, résultat d'un repli des recettes ordinaires (baisse notamment des rentrées fiscales) et d'un accroissement des dépenses, notamment celles d'investissement. Dans ces conditions, l'endettement du Trésor s'est alourdi à 76,4% du PIB après un niveau quasi-stable autour de 65% ces dernières années. En termes de perspectives, la situation budgétaire, bien qu'elle reste encore difficile, devrait s'atténuer légèrement au cours des deux prochaines années. Le déficit devrait se réduire à 7,1% du PIB en 2021 puis à 6,6% du PIB en 2022. Quant à l'encours de la dette du Trésor, il a atteint 832,4 milliards de dirhams à fin 2020, en hausse de 85,2 milliards de dirhams ou 11,4% par rapport à fin 2019

contre +24,6 milliards de dirhams ou +3,4% un an auparavant. Rapportée au PIB, la dette du Trésor s'est hissée à 76,4% et ce, après avoir été stabilisée autour de 65% depuis l'année 2016. D'après les prévisions de la Banque, ce ratio devrait s'alourdir à 77,8% en 2021 et à 80% en 2022. Si cette tendance devait persister, elle pourrait engendrer à moyen terme des vulnérabilités importantes. En effet, avec des ratios trop élevés, les marges de manœuvre budgétaires seraient limitées, ce qui ne permettrait pas de déployer convenablement les ressources publiques nécessaires en cas de survenance de tout autre choc négatif.

S'agissant du marché de l'immobilier, il a pu retrouver son niveau d'avant crise à partir du 3ème trimestre 2020 et ce, après avoir marqué une baisse importante durant le 2ème trimestre 2020. Ce retour progressif à la normale est attribuable en partie aux mesures d'accompagnement prises par le Comité de Veille Economique en faveur des entreprises immobilières, notamment le dispositif de soutien baptisé « Damane Relance Promotion Immobilière » et à la réduction de 50% des droits d'enregistrement sur l'acquisition des biens immobiliers.

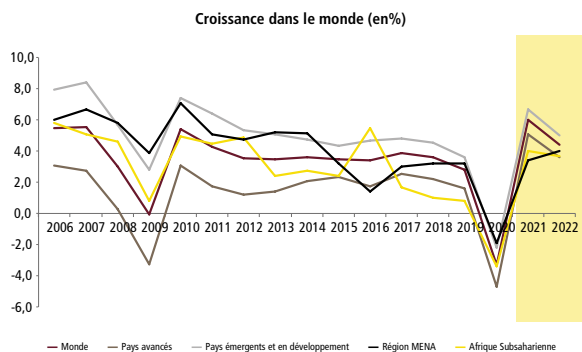
I-1 ANALYSE DE L'ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

Une récession mondiale quasi-généralisée

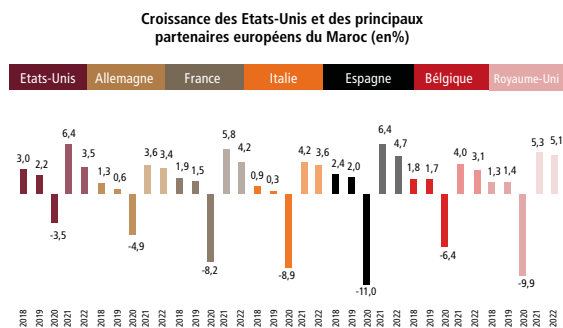
Pénalisée par les mesures drastiques visant à endiguer la propagation de la pandémie de la Covid-19, l'activité économique mondiale s'est fortement contractée en 2020. Cette crise a paralysé les chaînes d'approvisionnement au cours du premier semestre et a mis en arrêt plusieurs secteurs d'activité dans un contexte de contraction du commerce international, de chute de l'investissement et d'effondrement du tourisme mondial. En dépit des signes de reprise qui se profilaient en début du deuxième semestre, le redémarrage de l'activité économique n'a été que partiel, freiné par les répercussions de la deuxième vague de la pandémie sur les différents secteurs économiques, particulièrement le secteur des services. Au total, le PIB mondial s'est replié de 3,3% en 2020, après une croissance de 2,8% une année auparavant.

Face à l'ampleur exceptionnelle de cette crise, les pouvoirs publics, les institutions internationales et les autorités financières ont rapidement réagi en mettant en place des politiques de soutien rapides à l'échelle mondiale et sans lesquelles l'impact de la crise aurait été encore plus prononcé. A ce titre, les interventions des différentes banques centrales ont permis de maintenir le financement de l'économie et d'assouplir les conditions financières, tandis que les mesures entreprises sur le plan des politiques budgétaires à travers les aides financières, le travail partiel et le soutien financier aux entreprises les plus impactées, ont permis de contenir le chômage et limiter les faillites des entreprises.

Dans ce contexte, les économies avancées ont sombré dans une récession profonde (-4,7%), d'une ampleur, toutefois, inégale d'un pays à l'autre. En effet, si la contraction du PIB aux Etats-Unis et au Japon s'est limitée respectivement à -3,5% et -4,8% grâce aux mesures complémentaires de soutien budgétaire adoptées par ces deux pays, l'activité économique dans les pays européens a été durement impactée. La recrudescence des infections en lien avec la deuxième vague de la pandémie s'est soldée ainsi par de nouveaux confinements à partir du troisième trimestre, induisant un repli du PIB de 6,6% dans la Zone Euro et de 9,9% au Royaume-Uni. En revanche, seuls deux pays (Irlande et Taiwan) ont affiché une croissance positive en 2020 avec 3,1% et 2,5%, respectivement.



Source : FMI

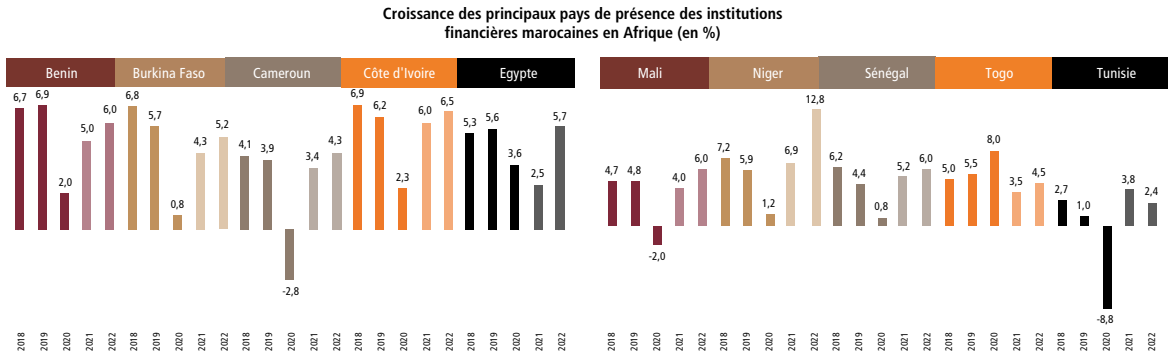


La détérioration des conditions économiques domestiques, le recul du commerce mondial et le renversement des flux de capitaux au niveau des pays émergents et en développement ont engendré une contraction du PIB de 2,2%. Ce sont les pays de l’Amérique Latine et des Caraïbes qui ont enregistré les plus fortes baisses de leur PIB en lien avec la prédominance du secteur informel et du niveau élevé de la pauvreté. Pour leur part, les économies émergentes d’Europe et d’Asie ont pâti de la dégradation de l’environnement extérieur, bien que la Chine et la Turquie aient affiché des taux de croissance positifs respectivement de 2,3% et de 1,8% après 5,8% et 0,9% une année auparavant.

Aussi, l’activité économique a décliné de 3,4% dans la région Moyen-Orient et Afrique du Nord en 2020, les pays exportateurs de la région ont subi le double choc de la baisse du cours du pétrole et des mesures de confinement liées à la pandémie, portant la contraction de leur PIB à -4,5% (-0,3% en 2019). Quant aux pays importateurs de pétrole, le recul de leur PIB de 0,8% reflète, outre l’impact des restrictions sanitaires, les répercussions notables du déclin du tourisme, des flux des capitaux et des échanges commerciaux.

Dans le même sillage, l’Afrique Subsaharienne a lourdement subi les effets de la crise pandémique en 2020. Les mesures sanitaires et la dégradation de l’environnement extérieur ont pesé sur l’activité économique régionale, entraînant une contraction du PIB de 1,9%. En particulier, certains pays tributaires du tourisme (Cap-Vert, Maurice et Seychelles) ont enregistré un repli de plus de 13% de leurs PIB. Par ailleurs, la chute des prix des matières premières (dont le pétrole) a largement contribué à la contraction de l’économie de l’Afrique du Sud, de la Namibie et du Zimbabwe de -7%, -7,2% et -8%, respectivement. Par ailleurs, le recul de la croissance a été limité dans certains pays, dont le Nigéria (de 2,2% à -

1,8%), le Sénégal (de 4,4% à 0,8%), le Mali (de 4,8% à -2%), la côte d'Ivoire (de 6,2% à 2,3%) et le Gabon (de 3,9% à -1,8%). Par groupement de pays, l'accroissement du PIB a reculé de 6,5% à -0,2% dans la communauté d'Afrique de l'Est⁶, de 5,7% à 1,1% dans la zone de l'UEMOA⁷ et de 2,1% à -3,1% dans la région CEMAC⁸.



Source : FMI

Par ailleurs, la dégradation des conditions économiques dans différents pays s'est soldée par une augmentation du niveau de chômage et ce, en dépit des différentes mesures exceptionnelles visant à préserver l'emploi et les salaires. Les pertes d'emploi ont concerné, en particulier, les jeunes, les femmes ainsi que les travailleurs peu qualifiés, opérant dans les secteurs du commerce, du transport, du tourisme et de la restauration et loisirs. Au niveau des pays avancés, le taux de chômage a bondi de 3,7% à 8,1% aux Etats-Unis, de 7,6% à 7,9% dans la Zone Euro et de 5,7% à 9,6% au Canada. Dans les pays émergents et en développement, les hausses les plus marquées ont concerné, entre autres, le Bahamas, le Panama et les Philippines. Globalement, cette tendance pourrait exacerber les vulnérabilités financières des ménages, qui ne manqueraient pas à leur tour d'affecter le secteur bancaire et financier.

A terme, l'économie mondiale devrait enregistrer une reprise assez rapide, bénéficiant des mesures budgétaires supplémentaires mises en œuvre par certaines grandes économies ainsi que de la production soutenue des vaccins anti-Covid-19. Dans ce sens, le FMI table

⁶ La communauté d'Afrique de l'Est est composée de cinq pays : Burundi, Kenya, Rwanda, Tanzanie et Ouganda.

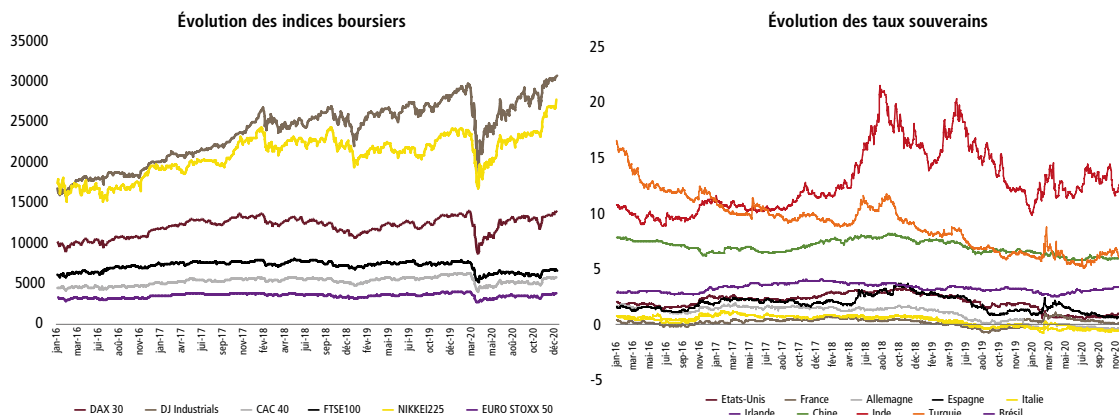
⁷ L'Union monétaire ouest-africaine est une zone monétaire regroupant huit pays d'Afrique de l'Ouest : le Bénin, le Burkina Faso, la Côte d'Ivoire, la Guinée-Bissau, le Mali, le Niger, le Sénégal et le Togo.

⁸ La Communauté économique et monétaire de l'Afrique centrale est composée de six pays : le Cameroun, la République centrafricaine, la République du Congo, le Gabon, la Guinée équatoriale et le Tchad.

sur un rebond de la croissance mondiale à 6% en 2021 et 4,4% en 2022. Cette reprise serait toutefois, disparate selon les pays et entourée de plusieurs incertitudes, dont notamment la célérité de la distribution des vaccins dans le monde, l'étendue des séquelles de la crise selon les pays et l'ampleur du soutien budgétaire.

Forte volatilité des marchés financiers lourdement secoués par la crise sanitaire

Courant 2020, les marchés financiers ont été fortement perturbés par les effets de la pandémie de la Covid-19. La propagation de la maladie au premier trimestre a induit un effondrement rapide des cours boursiers, accompagné par un accroissement de leur volatilité et un fléchissement des taux des rendements souverains. Cependant, les cours boursiers ont rebondi, la volatilité s'est atténuée et les taux se sont globalement redressés, à la faveur d'une réouverture de l'activité économique, des plans de relance gouvernementaux annoncés et des politiques monétaires et prudentielles mises en place par la plupart des pays et qui ont rassuré les investisseurs. Au total, les variations des indices boursiers des économies avancées ont oscillé de -13,8% pour le FTSE 100, de -4,7% pour l'EUROSTOXX 50, de 4,5% pour le NIKKEI et de 2% pour le Dow Jones Industrial. Parallèlement, la volatilité est ressortie en hausse en 2020, passant en moyenne de 15 à 29 pour le VIX et le VSTOXX. Les indices boursiers des principaux pays émergents ont également clôturé l'année avec des baisses, à l'exception de celui de la Chine qui a bondi de 16,9%. Pour leur part, les taux souverains se sont orientés à la baisse sur fond d'une réduction des taux directeurs, des perspectives d'une croissance négative et d'un engouement des investisseurs envers les valeurs refuges. Dans la zone euro, les taux à 10 ans ont reculé de 78 points de base (pb) en Italie, de 30 pb en France, de 28 pb en Espagne et de 26 pb en Allemagne. Quant au rendement des bons du Trésor américain, il a plongé de 125 pb. Du côté des pays émergents et en développement, les taux souverains ont nettement régressé, perdant 282,5 pb pour la Turquie, 69 pb pour le Brésil et 89 pb pour l'Inde, alors qu'en Chine, la baisse du taux s'est limitée à 23 pb.

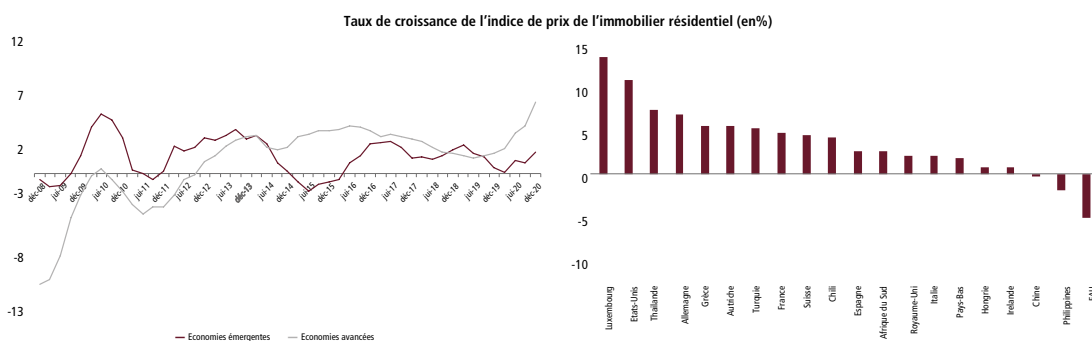


Source : Datastream

A l’instar des autres marchés financiers, les marchés de change ont également subi les répercussions de la crise sanitaire. Ainsi, après s’être déprécié face au dollar au cours des quatre premiers mois de l’année 2020, l’euro s’est apprécié sur le reste de l’année, s’établissant à 1,141 dollar en moyenne en 2020. Le statut de valeur refuge auquel s’est hissé le dollar dès l’avènement de la crise explique son appréciation au début de l’année, néanmoins les interventions massives des différentes Banques centrales et autorités publiques (qui ont pu rassurer les marchés) et le rebond des indices boursiers ont engendré par la suite l’affaiblissement du dollar.

Evolutions mitigées des prix immobiliers au niveau mondial

Le secteur immobilier a été durement impacté par la crise sanitaire. L’arrêt brutal des travaux de construction, combiné aux reports des opérations de vente par certains propriétaires a induit un resserrement de l’offre sur le marché résidentiel, se soldant par un accroissement des prix dans les économies avancées de 4,3% contre 1,7% une année auparavant. Les pays ayant subi les fortes hausses des prix de l’immobilier résidentiel sont l’Australie (4,5% contre -5,5%), le Canada (7,3% contre -0,7%) et le Luxembourg (13,5% contre 8,2%). En revanche, la croissance des prix a ralenti au niveau des pays émergents à 1% après 1,6% en 2019, pénalisée aussi bien par la baisse de la demande que celle de l’offre (suspension des chantiers et interruption des transactions). En particulier, les prix ont reculé en Inde (-4,1%) et en Chine (-0,1%) et ont enregistré des augmentations notables au Pérou (7,9%), au Thaïlande (7,6%) et en Turquie (5,4%).

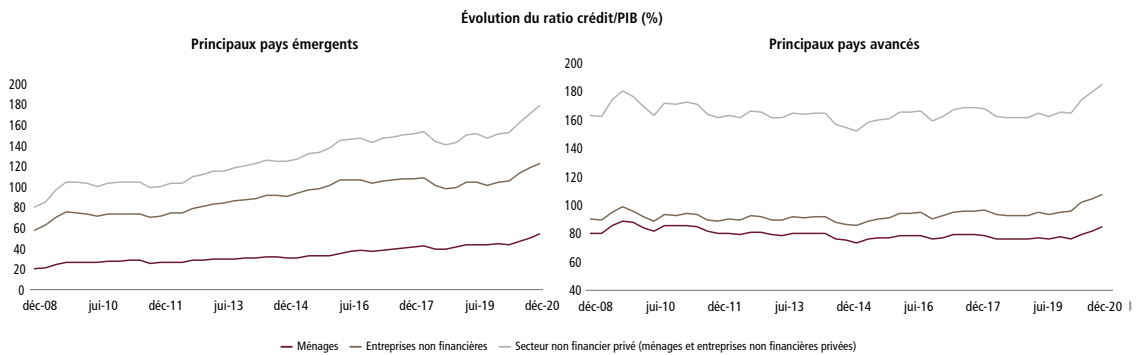


Source : BRI

Pour sa part, l'immobilier commercial n'a pas été épargné des effets de la pandémie au vu des importantes baisses des transactions et des prix sur ce segment. De plus, les retombées de la crise risqueraient d'être permanentes selon les analyses du FMI, du fait que certaines activités pourraient continuer à s'exercer virtuellement à l'avenir et que d'autres pourraient être transférées à l'extérieur des grandes villes.

Hausse préoccupante de l'endettement public et privé

Les vulnérabilités émanant du niveau élevé de l'endettement des agents économiques se sont davantage accentuées en 2020. En effet, le soutien exceptionnel des politiques monétaire, budgétaire et prudentiel en réponse au choc de la Covid-19, a exacerbé l'effet de levier dans le secteur non financier aussi bien dans les économies avancées qu'émergentes. En particulier, le crédit aux entreprises non financières rapporté au PIB, s'est accru de 17,5 points de pourcentage dans les économies émergentes et de 13 points dans les pays avancés, s'établissant respectivement à 119,4% et 104,4%, à fin 2020. Quant au ratio d'endettement des ménages par rapport au PIB, il s'est situé en moyenne à 53,9% dans les pays émergents et à 81% dans les pays développés, cumulant une hausse d'environ 8 points de pourcentage par rapport à 2019.



Source : BRI

La riposte des pouvoirs publics pour atténuer les contrecoups de la pandémie sur le système de santé et l'activité économique, a lourdement affecté les finances publiques aussi bien des pays avancés que ceux émergents et en développement. Ainsi, la majorité des pays ont eu recours à l'emprunt sur le marché intérieur et/ou extérieur pour faire face à la baisse des ressources (diminution des recettes fiscales) et l'accroissement notable des dépenses (dépenses de santé, aides sociales, mesures de soutien à la liquidité en faveur des entreprises en difficultés). Par conséquent, la dette publique rapportée au PIB a culminé une hausse de 16,3 points de pourcentage dans les pays avancés, s'établissant en moyenne à 120,1%. Plusieurs pays ont vu le ratio de leur dette franchir la barre des 100%, dont le Canada (117,8% après 86,8%), Chypre (118,2% après 94%), la France (113,5% après 98,1%), l'Espagne (117,1% après 95,5%), la Belgique (115% après 98,1%) et le Royaume-Uni (103,7% après 85,2%). De même, le ratio moyen de la dette du groupe des pays émergents et des économies à revenu intermédiaire a progressé de 9,7 points de pourcentage, atteignant 64,4% du PIB. Cette évolution reflète essentiellement les hausses exceptionnelles du ratio de la dette de plus que 40 points de pourcentage dans certains pays (Seychelles, Soudan et Venezuela).

Le maintien de stabilité financière est conditionné par la célérité de la sortie de la crise

L'ensemble des évolutions économiques et financières observées en 2020 a fragilisé le tissu économique dans la majorité des pays et a exacerbé les vulnérabilités des agents non financiers publics et privés. Dans ce contexte, les différentes institutions internationales ont souligné les principaux risques suivants pouvant porter préjudice à la stabilité financière mondiale :

- **Une reprise économique mondiale asynchrone et divergente entre les pays et les secteurs.** Cette situation pourrait s'accompagner d'un resserrement considérable des conditions financières des économies émergentes et pré-émergentes. Cet environnement financier moins favorable pourrait entraîner d'importantes sorties de capitaux, ce qui pourrait constituer un défi majeur pour de nombreuses économies émergentes.
- **Les conséquences imprévues d'un soutien stratégique sans précédent.** Les conditions financières très avantageuses, bien qu'elles soient nécessaires pour préserver l'économie mondiale de l'impact de la pandémie et pour soutenir la croissance à court terme, accentuent les vulnérabilités financières qui pourraient mettre en péril, à moyen terme, la croissance économique à travers notamment une incitation à la prise de risques excessifs, un recours accru à l'effet de levier et une évaluation incorrecte du prix des actifs.
- **Accentuation des vulnérabilités pesant sur le secteur financier.** La crise sanitaire a exercé des pressions sur la solvabilité des agents non financiers et a engendré un rehaussement de leur endettement (en lien avec les différents programmes d'aide et de soutien gouvernementaux ainsi que la baisse des taux d'intérêt). Dans ces conditions, les banques pourraient subir une montée des risques via une augmentation sensible des prêts non performants induisant une baisse de leur rentabilité dans un contexte des taux d'intérêt bas. Aussi, l'augmentation de la dette publique dans plusieurs pays pourrait affecter leur stabilité financière, notamment dans les pays émergents dont les banques locales ont absorbé une partie importante des augmentations de dette intérieure.

Encadré N°1 : Le FSB (Financial Stability Board) face à la montée des vulnérabilités financières

Le choc sanitaire de la Covid-19 a soumis la stabilité financière à l'échelle internationale à une rude épreuve en 2020. Dès l'apparition de l'épidémie en février, les investisseurs se sont rués vers les actifs refuges, impliquant une chute des cours boursiers et un creusement des spreads de taux. Cette volatilité accrue sur les marchés, conjuguée aux tensions de liquidité, ont entraîné un durcissement généralisé des conditions financières.

Certes, les différentes réformes mises en place depuis la crise financière de 2008 associées aux mesures audacieuses prises par les différentes autorités financières en 2020, ont permis de fournir la liquidité nécessaire aux opérateurs, rétablir la confiance et maintenir le financement de l'économie. Néanmoins, l'ensemble des évolutions sur les marchés a mis en exergue les vulnérabilités du système financier.

En particulier, les risques émanant des entreprises non financières se sont globalement accrus. La qualité de leurs crédits s'est détériorée en lien avec la baisse des revenus, elle-même attribuable aux mesures d'endiguement, aux fortes réductions de la capacité d'approvisionnement et à la chute des prix des matières premières. Ces réductions générales des bénéfices, associées à des vulnérabilités préexistantes telles que les niveaux élevés d'endettement et l'assouplissement des normes de souscription au cours de ces dernières années, ont poussé les agences de notation à dégrader davantage les notations des entreprises. Même si les mesures de soutien des autorités ont permis de réduire les difficultés des entreprises, en fournissant la liquidité aux marchés, ces interventions ne pourraient guère résoudre les problèmes de solvabilité. Dans ce sens, les banques ont constitué des provisions additionnelles pour faire face à d'éventuelles pertes sur le portefeuille de crédit. Ainsi, bien que le secteur bancaire ait fait preuve d'une résilience face aux chocs induits par la crise sanitaire, la hausse du provisionnement a réduit les résultats et pourrait à terme limiter l'octroi des crédits. De surcroît, si les garanties gouvernementales baissent et la qualité des actifs se détériore davantage, les banques pourraient resserrer les conditions de crédit contribuant ainsi au ralentissement économique.

Parallèlement, les vulnérabilités émanant des intermédiaires financiers non bancaires se sont accentuées. Ces derniers, dont l'activité s'est largement développée après la crise financière de 2008, ont subi des tensions de liquidité importantes en 2020. Certes, les interventions des Banques Centrales ont apaisé les marchés, mais il n'en demeure pas moins que cet épisode de stress a révélé l'importance de surveiller de près leurs vulnérabilités, vu la forte interconnexion entre ces intermédiaires et le reste du système financier.

La montée des fragilités a permis au FSB d'évaluer l'efficacité des réformes déjà mises en place et d'identifier les points de vigilance additionnels, sur lesquels le Conseil devrait se pencher au cours des prochaines années. Dans ce sens, le FSB s'est engagé à :

- Fournir des analyses régulières de l'impact de la crise actuelle sur la stabilité financière ;
- Examiner si l'assouplissement des exigences réglementaires a été effectivement utilisé par les institutions financières ;
- Améliorer la résilience des intermédiaires financiers non bancaires en réalisant une évaluation complète des interconnexions dans le système financier mondial pour identifier d'une manière exhaustive les vulnérabilités auxquelles font face ces intermédiaires ;
- Continuer à faciliter les échanges d'information entre les différentes juridictions et assurer la coordination des actions politiques au niveau international.

Tenant compte de l'impact de la crise sanitaire sur le système financier observé en 2020, le FSB a prolongé les délais de mise en œuvre de certaines réformes internationales afin de fournir aux entreprises et aux autorités une capacité supplémentaire de réagir face au choc de la Covid-19. Le diagnostic de l'état d'avancement des réformes proposées par le FSB tel que rapporté dans les différentes publications au terme de l'année 2020, fait ressortir ce qui suit :

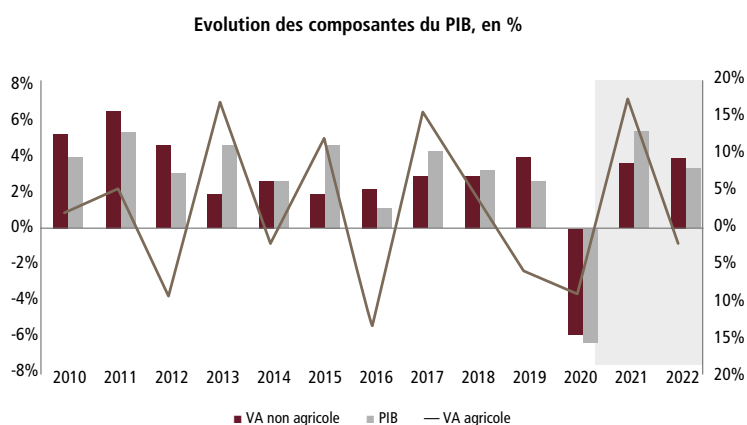
- Une adoption réglementaire effective de plusieurs éléments fondamentaux de Bâle III, malgré les retards dans la mise en œuvre des autres normes baloises ;
- Des avancées en termes de mise en œuvre des réformes des produits dérivés de gré à gré, notamment en matière de déclaration des échanges et de compensation centrale, d'élimination des entraves au partage des données et de renforcement de la résilience des contreparties centrales ;
- Les plans de résolution des banques d'importance systémique devraient être parachevés et opérationnalisés. De plus, des régimes de résolution efficaces doivent être mis en œuvre pour les assureurs et les contreparties centrales (CCP) ;
- La mise en œuvre des réformes de l'intermédiation financière non bancaire se poursuit, mais demeure dans un stade moins avancé comparativement aux autres réformes.

I-2 DÉVELOPPEMENTS MACROECONOMIQUES DOMESTIQUES

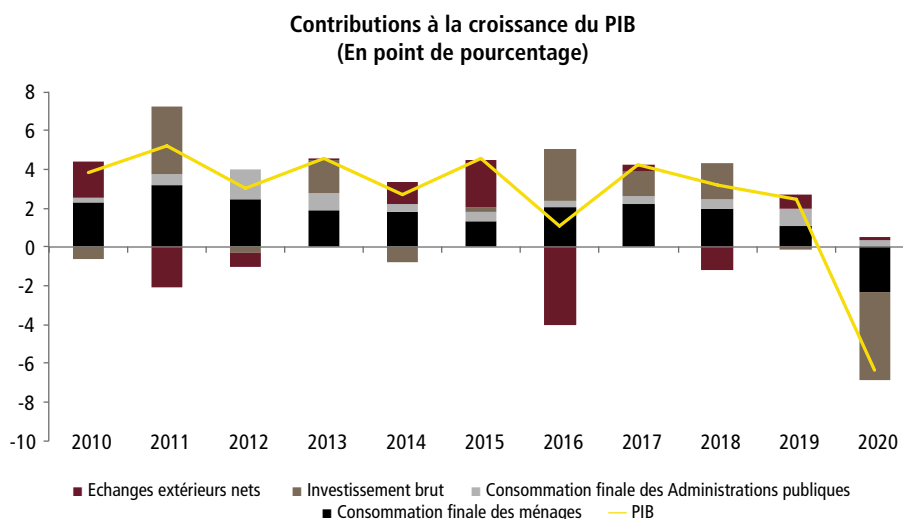
En 2020 et à l'instar des autres pays, l'économie nationale a été affectée négativement par la crise sanitaire marquant une rupture avec la croissance économique

Sous l'effet principalement de la crise sanitaire de la Covid-19, le Maroc a connu sa plus importante récession jamais enregistrée depuis le début de la compilation des comptes de la nation. Ainsi et pâtissant également d'une mauvaise campagne agricole, le PIB s'est contracté de 6,3%. Cette évolution recouvre une baisse à la fois de la valeur ajoutée des activités non agricoles et de celle agricole respectivement de 5,8% et de 8,6%.

Contrairement à l'année précédente, la demande intérieure a contribué négativement à la croissance de 6,5 points de pourcentage, principalement, en raison du repli de l'investissement et la diminution importante de la consommation finale des ménages, suite au maintien de l'état d'urgence sanitaire, au durcissement des mesures restrictives de déplacement pour endiguer la propagation de la Covid-19, aux pertes d'emploi et à la contraction des revenus. En revanche, les échanges extérieurs nets ont participé positivement à la croissance à hauteur de 0,2 point de pourcentage, quoiqu'à un niveau moindre, avec une baisse des exportations de biens et services plus prononcée que celle des importations.



Source : HCP



Source : HCP

Ces contreperformances se sont reflétées sur le marché du travail, qui a connu une forte détérioration en 2020. Les mesures de confinement strict de la population et les fortes restrictions sur l'activité économique mises en place notamment au deuxième trimestre, ont considérablement affecté le secteur de l'emploi. De surcroît, la réduction des heures d'ouverture⁹, a exacerbé les conséquences sur le commerce. Au total, 432 mille emplois ont été abolis, dont plus de 63% au niveau de l'agriculture et 25% dans les métiers de services. Le taux d'activité a reculé de 45,8% à 44,8% et le taux de chômage s'est aggravé de 2,7 points à 11,9% contre 9,2% un an auparavant.

Les perspectives économiques pour 2021 et 2022 demeurent encore entourées de fortes incertitudes, en lien principalement avec l'évolution de la situation épidémiologique, le rythme des campagnes de vaccination et l'efficacité à terme des vaccins. Toutefois, grâce à une amélioration des conditions climatiques qui entraînerait une bonne campagne agricole 2020/2021, au maintien des mesures d'accompagnement prises par le Comité de Veille Économique (CVE) au profit des entreprises et la conclusion d'un « Pacte pour la relance

⁹ Un couvre-feu a été décrété le 19 mars 2020 qui s'est traduit notamment par la réduction des heures d'ouverture des commerces autorisés.

économique et l'emploi » par l'Etat et le secteur privé¹⁰, la reprise de l'activité est prévue à partir de 2021, avec une croissance estimée à 5,3% et une consolidation à 3,3% en 2022. Quant à l'inflation, elle devrait progresser de 1% en 2021 et de 1,2% en 2022.

Allègement du déficit du compte courant en 2020 et forte hausse des avoirs officiels de réserve

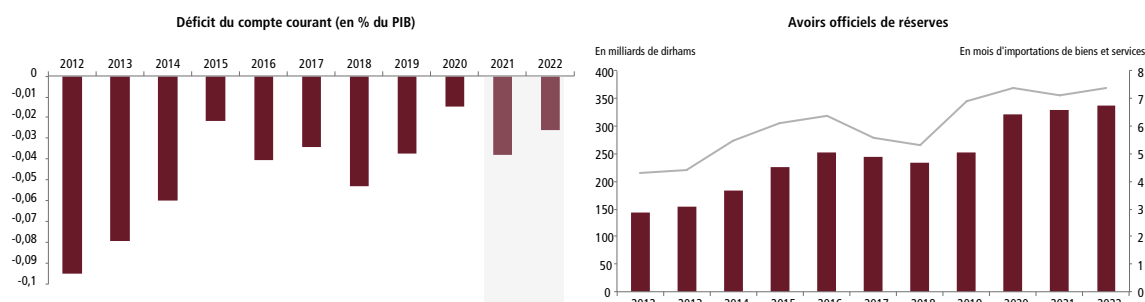
S'agissant des comptes extérieurs, l'impact de la crise sanitaire a été moins important que prévu initialement. L'année 2020 s'est ainsi soldée par un déficit du compte courant de 1,5% du PIB, en recul de plus de 2 points de pourcentage par rapport à l'année 2019. Cet allègement s'explique en particulier par la baisse significative du déficit de la balance commerciale, se traduisant par une amélioration de 4,3 points de pourcentage du taux de couverture de cette dernière, s'établissant à 62,2%. Du côté des exportations, le repli a concerné principalement les secteurs d'automobile (-9,9%), d'aéronautique (-28,3%) et du textile et cuir (-18,9%). En revanche, le secteur des « phosphates et dérivés » a vu ses ventes augmenter de 3,9% tandis que les exportations des secteurs de « l'agriculture et agroalimentaire » et de « Electronique et Electricité » se sont quasi-stabilisés avec une évolution chacun de 0,3%. S'agissant des importations, la baisse a été observée en particulier aux niveaux des produits énergétiques (-34,6%), des biens de consommation (-15,9%) et des biens d'équipement (-13,7%). En parallèle, les recettes de voyages ont accusé une baisse de 36,5 milliards de dirhams ou 53,7% par rapport à 2019, au moment où les transferts des marocains résidents à l'étranger (MRE) ont marqué une résilience avec une amélioration de 4,9% à 68,2 milliards de dirhams après 65 milliards de dirhams en 2019, malgré la sévérité de la crise frappant les pays hôtes.

Pour leur part, les recettes des investissements directs étrangers se sont repliées à 27,5 milliards de dirhams après 34,5 milliards de dirhams un an auparavant et le flux net des investissements directs à l'étranger des résidents a diminué de 45,6% à 4,7 milliards de dirhams.

Dans ces conditions et suite au tirage sur la ligne de précaution et de liquidité (LPL) du FMI en avril 2020 pour près de l'équivalent de 3 milliards de dollars et de la forte mobilisation de financements extérieurs par le Trésor, les avoirs officiels de réserve ont enregistré une

¹⁰ L'Etat s'engage à mobiliser 120 milliards de dirhams pour la relance économique, incluant 75 milliards de dirhams de crédits garantis et 45 milliards de dirhams à travers le Fonds Mohammed VI pour l'investissement nouvellement créé.

hausse significative de 26,5%, pour se situer à 320,6 milliards de dirhams à fin 2020 contre 253,4 milliards de dirhams en 2019, permettant ainsi de couvrir l'équivalent de 7 mois et 13 jours d'importations de biens et services.

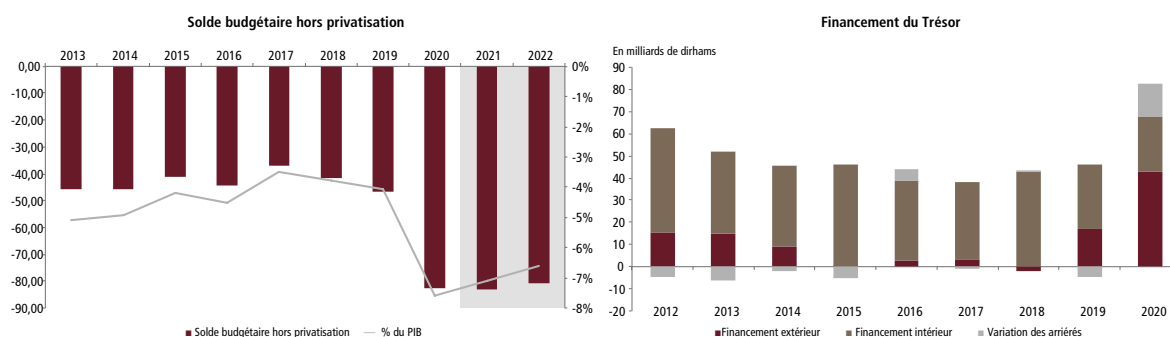


Source : BAM

Sur l'horizon de prévision et sous l'hypothèse des sorties prévues du Trésor à l'international, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 328,5 milliards de dirhams à fin 2021 et à 338,6 milliards de dirhams à fin 2022, soit l'équivalent de 7 mois et 6 jours et 7 mois et 13 jours d'importations de biens et services, respectivement.

Hausse du ratio de la dette du Trésor sur le PIB et aggravation du déficit budgétaire

Sur le plan des finances publiques et en tenant compte du solde positif de 5,3 milliards de dirhams du Fonds spécial de gestion de la pandémie de la Covid-19, l'exécution de la loi de finances rectificative a fait ressortir un déficit budgétaire (hors privatisation) de 7,6% du PIB en 2020 contre 4,1% en 2019. Ce creusement s'explique notamment par une chute des recettes ordinaires de 7,6% à 253,1 milliards de dirhams (tirée principalement par le fléchissement des recettes fiscales de 6,8% attribuable à la récession économique) et d'un accroissement des dépenses ordinaires de 2,1% à 255,9 milliards de dirhams et de celles d'investissement de 18,8% à 85,9 milliards.

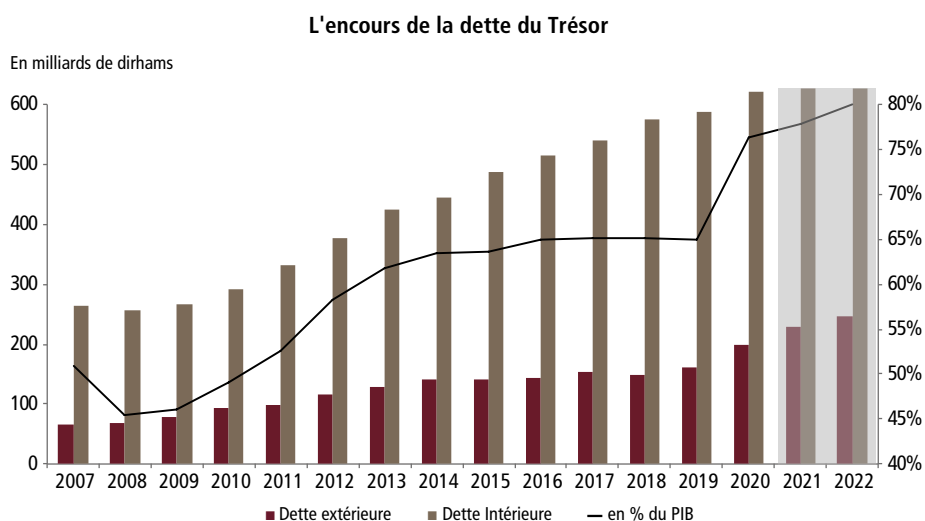


Source : BAM et MEFRA

Dans ces conditions, le besoin de financement du Trésor s'est hissé à 67,6 milliards de dirhams¹¹ à fin 2020 et a été notamment couvert par le recours, d'une part, aux financements extérieurs avec un flux net de 42,9 milliards de dirhams et, d'autre part, au marché domestique pour un flux net de 24,7 milliards de dirhams. En conséquence, le ratio de la dette du Trésor a augmenté à 76,4% du PIB et ce, après avoir été stabilisé autour de 65% depuis l'année 2016. Cette évolution se caractérise par une prédominance de la dette intérieure qui représente 58,1% du PIB contre 18,3% du PIB pour la dette extérieure. Ainsi, l'encours de la dette intérieure du Trésor s'est élevé à 632,9 milliards de dirhams à fin décembre 2020, en hausse de 8,1% par rapport à fin 2019. Quant à la composante extérieure, son encours a atteint l'équivalent de 199,5 milliards de dirhams, en hausse de 23,5% par rapport à fin 2019, sous l'effet d'une progression importante des tirages extérieurs du Trésor¹² pour faire face à la forte hausse de son besoin de financement.

¹¹ Le déficit budgétaire, hors privatisation, s'élève à 82,4 milliards de dirhams, et tenant compte d'une reconstitution du stock des opérations en instance (14,7 milliards de dirhams), le déficit de caisse, hors privatisation, ressort ainsi à 67,6 milliards de dirhams.

¹² Dont principalement l'émission de deux emprunts obligataires d'un milliard d'euros en septembre 2020 et de 3 milliards de dollars en décembre 2020. Ces opérations ont nécessité l'autorisation de dépassement du plafond des emprunts extérieurs fixé dans la loi de finances 2020 à 31 milliards de dirhams.

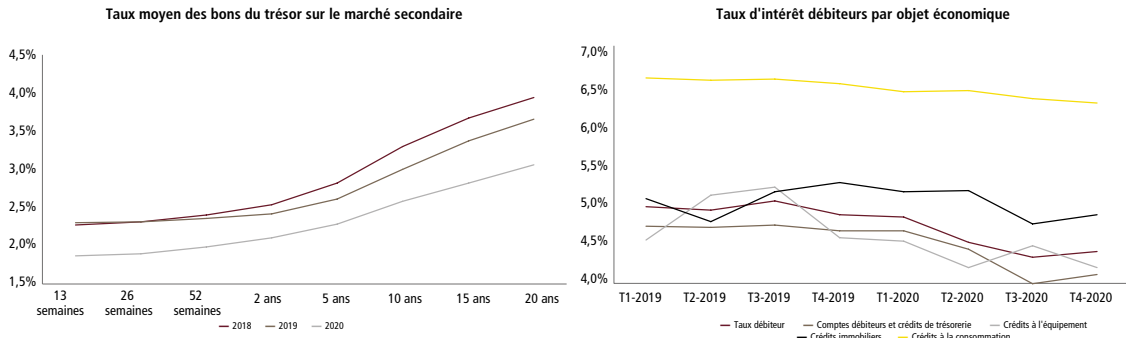


Source : MEFRA

Selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, le déficit budgétaire devrait s'alléger graduellement à 7,1% du PIB en 2021 et puis à 6,6% en 2022. Quant à l'endettement du Trésor, il devrait s'alourdir à 77,8% en 2021 et à 80% en 2022. Si cette tendance à la hausse du ratio de la dette devait persister, elle pourrait engendrer à moyen terme des vulnérabilités importantes. En effet, avec des ratios trop élevés, les marges de manœuvre budgétaires seraient limitées, ce qui ne permettrait pas de déployer convenablement les ressources publiques nécessaires en cas de survenance de tout autre choc négatif.

Poursuite de la détente des taux d'intérêt débiteurs et ralentissement du crédit

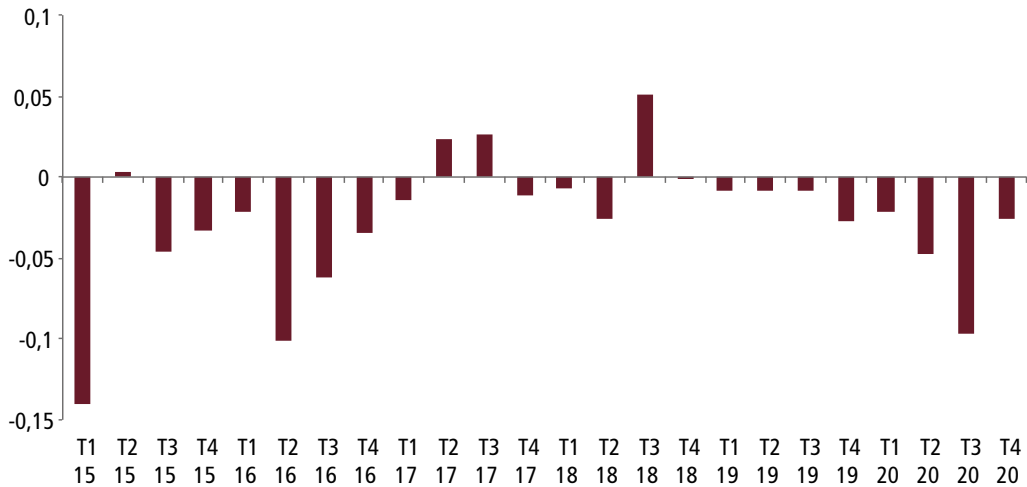
Les conditions monétaires ont été marquées par la poursuite du creusement des besoins en liquidité bancaire pour la quatrième année consécutive en lien principalement avec la hausse de la circulation fiduciaire. Dans ce contexte, et afin de soutenir le système bancaire face à la crise sanitaire et préserver la stabilité du marché monétaire, la Banque a renforcé ses interventions portant le volume moyen quotidien de ses injections à 92 milliards de dirhams contre 76,4 milliards de dirhams en 2019 et a libéré au profit des banques l'intégralité du compte de la réserve monétaire, induisant une injection de près de 12 milliards de dirhams de liquidité permanente.



Source : BAM

S’agissant des conditions financières, les taux d’intérêt débiteurs ont enregistré en glissement annuel des baisses au quatrième trimestre 2020, bien que modérées, en particulier ceux applicables aux comptes débiteurs et aux crédits de trésorerie. De même, les taux sur le marché secondaire des bons de Trésor se sont inscrits en baisse par rapport à l’année précédente, notamment pour les maturités longues. Dans le même sillage, le coût de financement des banques s’est également réduit suivant principalement l’évolution baissière des taux créditeurs et la réduction à deux reprises du taux directeur de 75 points de base en 2020.

Variation du coût de financement des banques (En point de pourcentage)



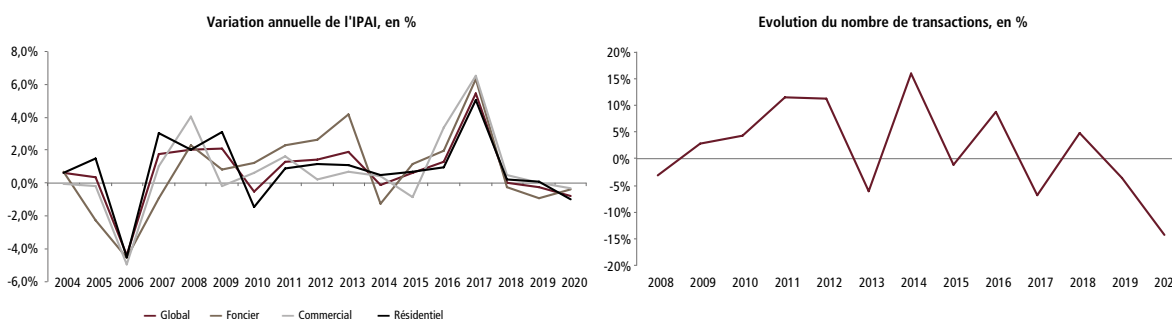
Source : BAM

Par ailleurs, le taux d'accroissement des crédits au secteur non financier a ralenti en clôturant l'année 2020 avec une hausse de 3,8% contre 5,5% en 2019, pâtissant d'une conjoncture économique fortement fragilisée par la crise de la Covid 19.

Le marché de l'immobilier retrouve progressivement son rythme

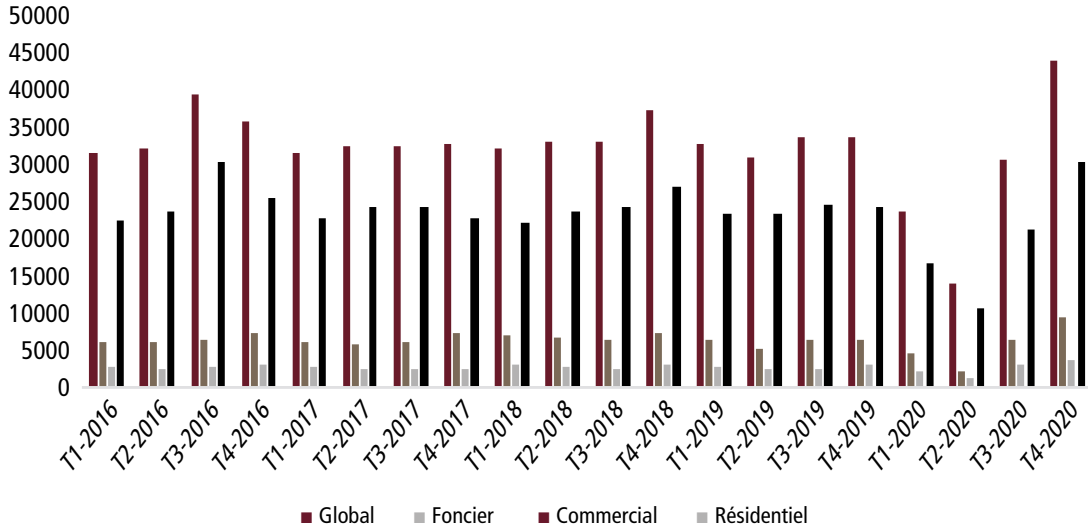
Les prix des actifs immobiliers se sont inscrits en baisse de 0,8% en 2020 par rapport au niveau de l'année précédente. Cette dépréciation de l'IPAI recouvre des replis de 1% des prix des actifs résidentiels, de 0,4% de ceux des terrains et de 0,3% de ceux des biens à usage professionnel. De son côté, le volume de transactions a accusé une baisse de 14,3% en 2020 après celle de 2019 (-3,6%). Ce repli a concerné l'ensemble des catégories de biens immobiliers, en l'occurrence les actifs résidentiels (-17,3%), le foncier (-6,9%) et les biens à usage professionnel (-3,9%). Il s'explique par l'arrêt de l'activité observée notamment en période du confinement sanitaire au 2^{ème} trimestre de l'année 2020.

La situation du marché de l'immobilier a retrouvé son niveau d'avant crise à partir du 3^{ème} trimestre 2020. Ce retour progressif à la normale est attribuable en partie aux mesures d'accompagnement prises par le Comité de Veille Economique en faveur des entreprises immobilières, notamment le dispositif de soutien baptisé « Damane Relance Promotion Immobilière » et à la réduction de 50% des droits d'enregistrement sur l'acquisition des biens immobiliers.



Source : BAM

Nombre des transactions immobilières



Source : BAM

CHAPITRE 2

SITUATION FINANCIERE DES AGENTS NON FINANCIERS

APERÇU

En dépit de l'impact de la pandémie Covid-19, les actifs financiers détenus par les ménages marocains ont pu poursuivre leur progression en 2020 pour atteindre 876 milliards de dirhams, soit une hausse de 5,1% après 5,3% une année auparavant. Leur dette financière a décélééré revenant à une croissance de 2,9% contre 5% en 2019 et 4,9% en moyenne sur les cinq dernières années. L'encours de cette dette a totalisé 369 milliards de dirhams, représentant plus d'un tiers du portefeuille des crédits accordés par le secteur bancaire et près de 34% du PIB. Cette évolution recouvre une hausse des prêts alloués à l'achat de logement de 4,6% après 4,2% une année auparavant et une légère baisse des prêts à la consommation de 0,2% contre une hausse de 6,5% en 2019.

En 2020, la solvabilité des ménages a été durement touchée par les répercussions de la crise Covid-19 induisant globalement une détérioration de la qualité de leurs créances comme en atteste les reports de paiement des prêts bancaires en faveur d'un bon nombre de ménages en difficultés et l'augmentation significative de leurs créances en souffrance. Ces dernières se sont élevées à 35,5 milliards de dirhams, en accélération de 21% d'une année à l'autre, soit la plus forte hausse sur la dernière décennie avec un surplus de 6,2 milliards de dirhams. Le taux de défaut qui en résulte, s'est élevé à 9,6% après 8,2% en 2019 et 7,8% en 2018.

Les résultats de l'analyse des données granulaires recueillies auprès des principaux établissements de crédit, portant sur les nouveaux crédits accordés aux particuliers au titre de l'année 2020, fait ressortir un niveau d'endettement moyen autour de 31% de leurs revenus, soit un niveau quasi-similaire à celui enregistré au cours des trois dernières années.

Pour leur part, les Entreprises Non Financières (ENF) publiques et privées ont vu leur dette financière (bancaire, obligataire et extérieure) décélérer à 2,4% en 2020, après la reprise enregistrée en 2019 de 3,9%. Ce ralentissement a concerné davantage les entreprises privées, dont la dette financière n'a progressé que de 3,5% contre 5% une année auparavant, sous l'effet du repli de sa composante bancaire. Quant aux entreprises publiques, l'accroissement de leur endettement financier a poursuivi sa tendance baissière entamée depuis 2014 et a ralenti à 0,3% en 2020 après une progression de 1,9% en 2019.

En dépit de cette décélération de la dette financière des ENF, leur endettement rapporté au PIB a progressé en 2020 à 74,1% contre 68,4% l'année précédente, sous l'effet de la forte contraction du PIB induite par la crise sanitaire.

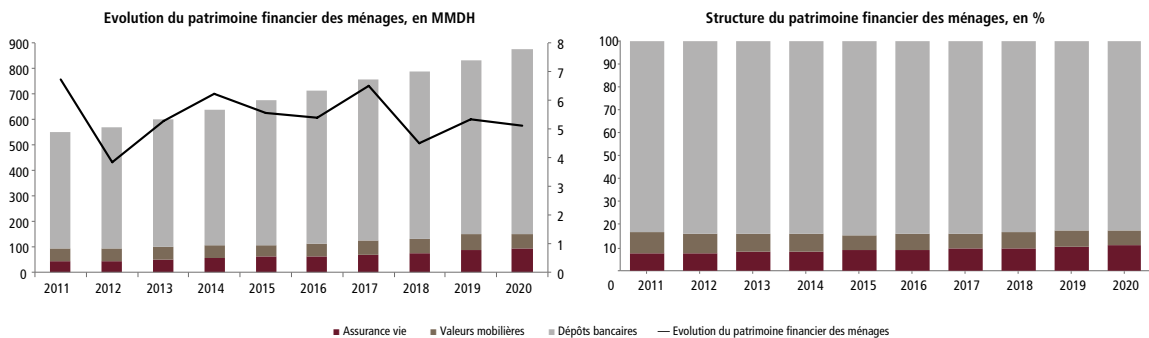
Par ailleurs, la crise n'a pas manqué de se répercuter sur la solvabilité des entreprises qui ont vu leur encours de créances en souffrance s'accroître à un rythme de 11,3% en 2020, portant leur taux de défaut à 10,9% contre 10,1% en 2019. Cet impact aurait pu être encore plus sévère en l'absence des mesures de soutien mises en place par les autorités.

Sur la base des données bilancielle de l'exercice 2019, une étude de l'endettement d'un échantillon composé de près de 67.200 entreprises non financières publiques et privées fait ressortir une dette globale de près de 330 milliards de dirhams, soit un taux d'endettement moyen de 36% contre 37% en 2018. Pour celles bénéficiant de concours bancaires (représentant moins d'un tiers de l'échantillon), le montant des dettes de financement s'élève à fin 2019 à 298 milliards de dirhams, soit un taux d'endettement à moyen et long terme de 49% de leurs capitaux permanents contre 44% en 2018. Cette étude révèle par ailleurs que les délais de paiements inter-entreprises se maintiennent encore à des niveaux élevés notamment pour la TPME et pour certains secteurs d'activité, particulièrement pour les entreprises opérant dans les secteurs « Transport et entreposage », « Industrie manufacturière » et « Activités immobilières ».

II.1 MENAGES

Globalement, le patrimoine financier des ménages ne s'est pas détérioré en cette période de crise et s'est même accru en 2020, avec un renforcement de leurs dépôts bancaires

En dépit du contexte de crise, la consolidation du patrimoine financier des ménages s'est poursuivie en 2020, avec près de 43 milliards de dirhams additionnels comparativement à l'année précédente. Il a totalisé ainsi 876 milliards de dirhams, constitué dans sa grande proportion de dépôts bancaires¹³ à hauteur de 82,7%, suivi des placements en assurance vie et des actifs sous forme de valeurs mobilières, avec des parts respectives de 10,8% et 6,5%. Les ménages marocains ont historiquement privilégié la détention des avoirs financiers liquides, de moindres risques.



Source : BAM

Le patrimoine financier des ménages s'est inscrit en très léger ralentissement en 2020, avec une croissance de 5,1% après 5,3% un an auparavant et 5,5% en moyenne au cours des cinq dernières années. Ce rythme demeure toutefois, soutenu en 2020 malgré le contexte de la crise Covid-19. Parallèlement à la baisse des revenus constatée suite aux répercussions de la crise sur l'activité économique et l'emploi, les ménages ont vu leur consommation finale baisser, particulièrement au cours du deuxième trimestre 2020, du fait des mesures de restrictions et de confinement sanitaire. Elle s'est ainsi repliée, à prix courant, au deuxième et au troisième trimestres 2020 de 20,5% et 9,8% respectivement et de 4,1% sur l'ensemble de l'année.

¹³ Y compris ceux des banques et fenêtres participatives.

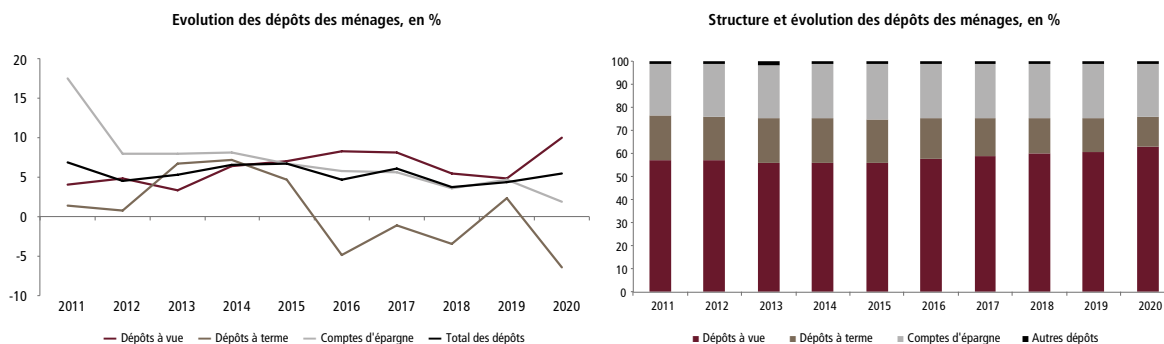
Compte tenu des restrictions sanitaires et de déplacements, les ménages ont accumulé des dépôts auprès des banques qui se sont élevés globalement à 724 milliards de dirhams¹⁴ à fin 2020, enregistrant une progression vigoureuse de 5,5% (soit un additionnel de 38 milliards de dirhams) après 4,4% en 2019 et 3,7% en 2018. Les dépôts des résidents représentent 74% du total des dépôts des ménages, avec 534,3 milliards de dirhams, en hausse de 6,6% comparativement à 2019, tandis la proportion des dépôts des Marocains Résidents à l'Étranger (MRE) s'est maintenue autour de 26%, en hausse de 2,6% à 189,7 milliards de dirhams, dénotant ainsi la résilience des transferts MRE, malgré les conséquences de la crise sanitaire sur leurs pays de résidence.

De leur côté, les dépôts en devises des particuliers résidents ont progressé de 12,8%, après 2,8% en 2019, leur part dans le total des dépôts des particuliers résidents demeure toutefois, limitée à 1,1%.

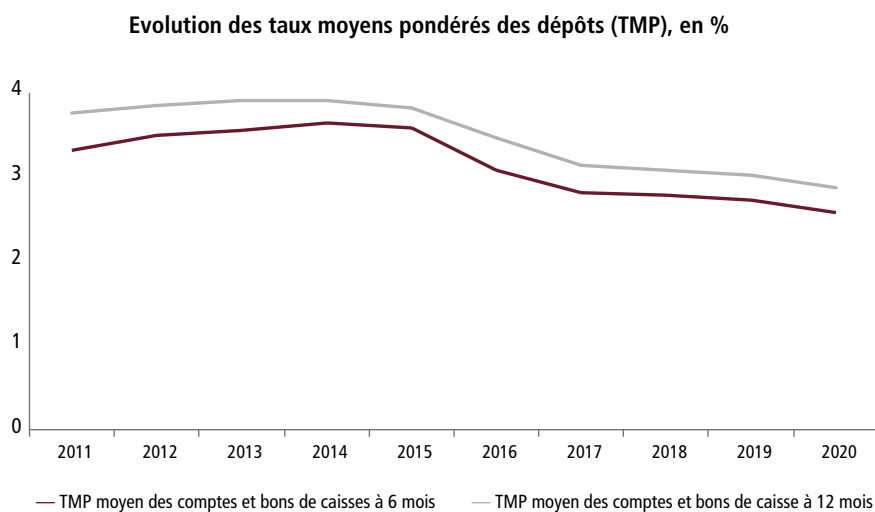
Par catégorie, les dépôts à vue, formant la principale composante avec une part de 63%, ont connu une accélération de 10% (totalisant 456 milliards de dirhams) contre 4,9%, alors que les comptes d'épargne, représentant 23% des dépôts, ont nettement décéléré, leur croissance s'étant établie à 1,9% après 4,7% en 2019, soit 166,5 milliards de dirhams. Cette évolution reflète, par ailleurs, que les dépôts à terme se sont de nouveau contractés de 6,4%, soit un retrait de 6,5 milliards de dirhams en une année. Ces dépôts ont totalisé 94 milliards de dirhams en 2020, leur part dans le total des dépôts s'est ainsi réduite à 13% au lieu de 14,6% en 2019 et 17,2% en 2016.

Cette évolution s'expliquerait, entre autres, par la tendance baissière des taux d'intérêt rémunérant les dépôts à terme, observée ces dernières années, qui n'encourage pas les particuliers à faire des placements en ces produits. En 2020, les taux moyens pondérés des dépôts à 6 mois et 12 mois se sont établis respectivement à 2,56% et 2,87% après 2,72% et 3,01% en 2019 et 2,77% et 3,09% en 2018.

¹⁴ Ces dépôts incluent 3,8 milliards de dirhams collectés à travers les banques et fenêtres participatives contre 2,6 milliards de dirhams en 2019.

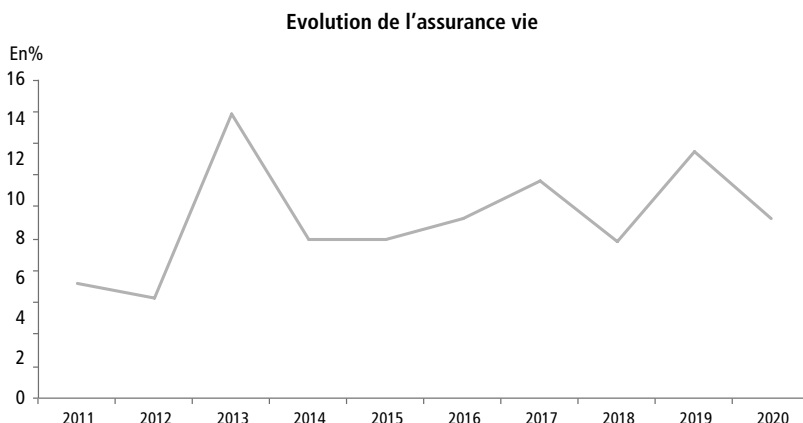


Source : BAM



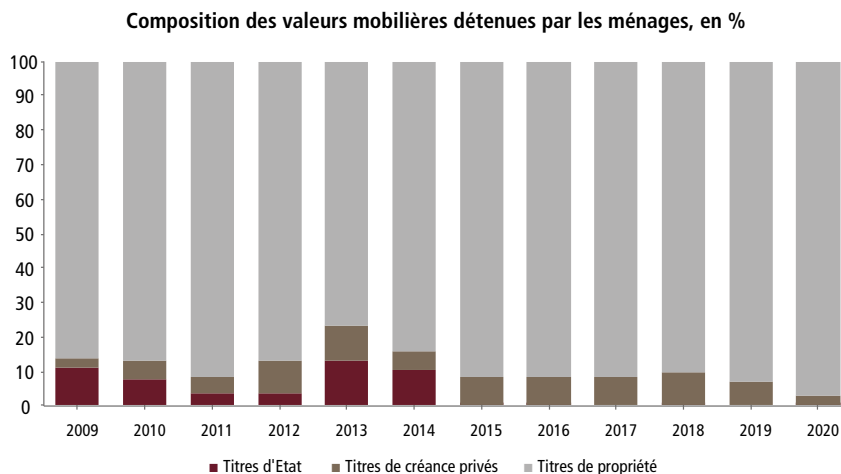
Source : BAM

Parallèlement, le montant global des placements des ménages sous forme de contrat d'assurance vie a progressé de 9,1% en 2020 après 12,4% une année auparavant. Ce type de placements reste attrayant en raison de ses avantages fiscaux.



Source : ACAPS et calcul BAM

La crise pandémique et ses répercussions néfastes sur le marché boursier n'ont pas été sans impact sur les placements des ménages en valeurs mobilières. En effet, ces derniers ont enregistré une contraction de 5% contre une progression de 7,4% une année auparavant, pour s'établir à 57 milliards de dirhams à fin 2020. Ces placements sont majoritairement des titres de propriété à hauteur de 97%, composés d'actions et de titres d'OPCVM. La part des titres de créance privés a nettement reculé en 2020, revenant à 2,9% après 7,4% en 2019, en lien avec la baisse significative des émissions en période de crise.

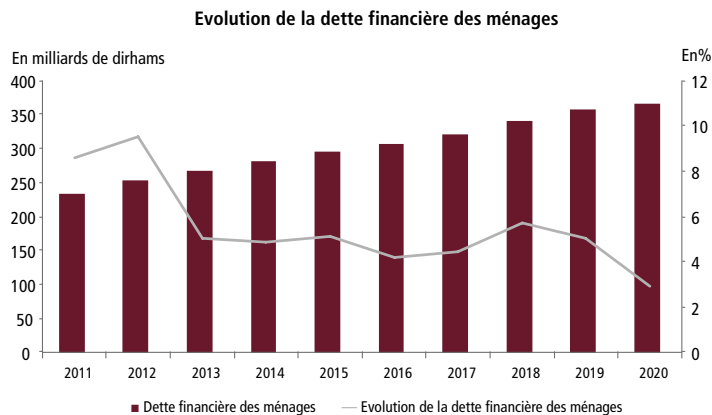


Source : BAM

Poursuite de la décélération de la dette des ménages en 2020, reflétant la hausse modérée des crédits à l'habitat et le repli des crédits à la consommation

L'encours de la dette globale des ménages a augmenté de 2,9% à 369 milliards de dirhams¹⁵, en nette décélération par rapport au niveau de progression de 5% enregistré en 2019 et 5,7% en 2018 et 4,9% en moyenne sur les cinq dernières années. Cette dette, composée des crédits à l'habitat et de consommation accordés par les banques et les sociétés de financement, représente plus que le tiers du portefeuille crédit de ces institutions. Son évolution limitée en 2020 recouvre une hausse modérée des prêts immobiliers résidentiels (4,6%) et une légère baisse des prêts à la consommation (-0,2%). En temps de crise et des incertitudes qui y sont associées, une partie des ménages aurait tendance à reporter ses projets d'acquisition des biens immobiliers et à limiter son endettement pour la consommation lorsqu'il y a peu d'occasions de dépenser.

Le montant moyen¹⁶ par ménage s'est établi à 43.640 dirhams contre 43.458 dirhams en 2019 et 42.500 en 2018.



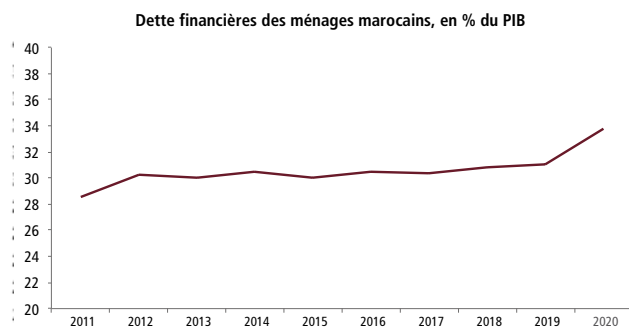
Source : BAM

A fin 2020, l'encours de la dette des ménages a représenté 34% du PIB. Ce ratio s'est situé à un niveau élevé comparativement aux années précédentes, reflétant la

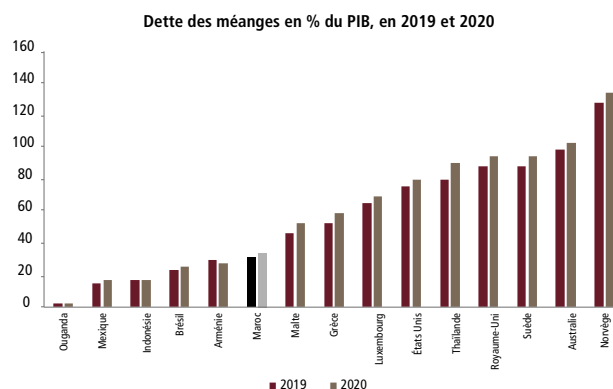
¹⁵ Dont 9,1 milliards de dirhams sous forme de financements immobiliers et automobile accordés via mourabaha, par les banques et fenêtres participatives.

¹⁶ Selon l'enquête annuelle de Bank Al-Maghrib au titre de l'année 2020.

contreperformance de la croissance économique nationale en cette année de crise. Ce même constat est également observé chez plusieurs autres économies (Cf. graphique ci-après). Ce ratio demeure situé à un niveau largement inférieur à ceux enregistrés dans plusieurs pays, notamment les pays développés.



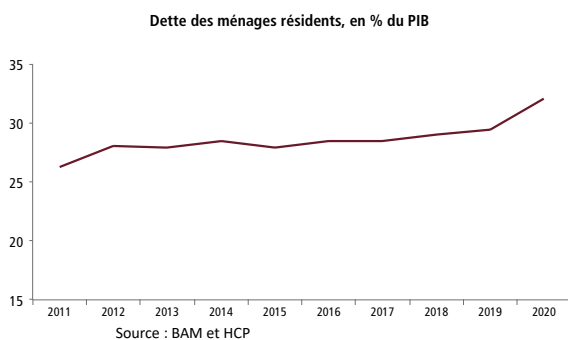
Source : BAM et HCP



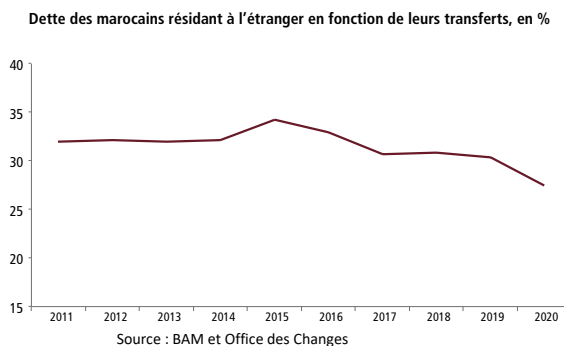
Source : FMI et BAM

Les crédits distribués aux ménages résidant au Maroc ont atteint 350 milliards de dirhams, en décélération de 5,1% en 2019 à 3,3%. Rapporté au PIB, leur montant a représenté 32,6% contre 29,4% une année auparavant, sous l'effet principalement du repli du PIB.

Pour ce qui est des ménages Marocains Résidents à l'étranger (MRE), leur endettement poursuit sa baisse pour s'établir à 19 milliards de dirhams environ, accusant un recul de 5,1% dans la continuité de son rythme baissier observé depuis 2017.



Source : BAM et HCP

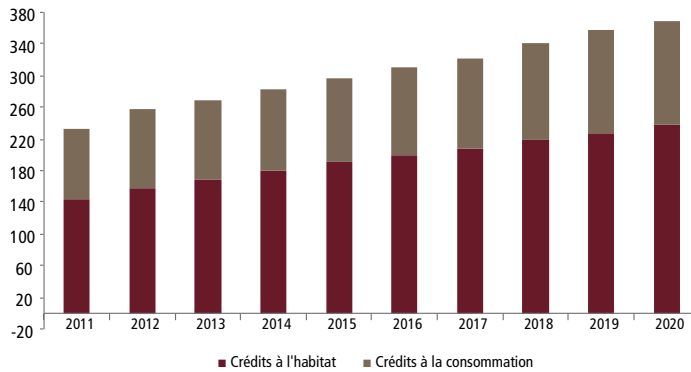


Source : BAM et Office des Changes

Dans un contexte de ralentissement de la dette des ménages, les crédits immobiliers résidentiels continuent d'en constituer la principale composante

La dette financière des ménages est composée en bonne partie (64%) de crédits destinés à l'acquisition de biens immobiliers à usage d'habitation.

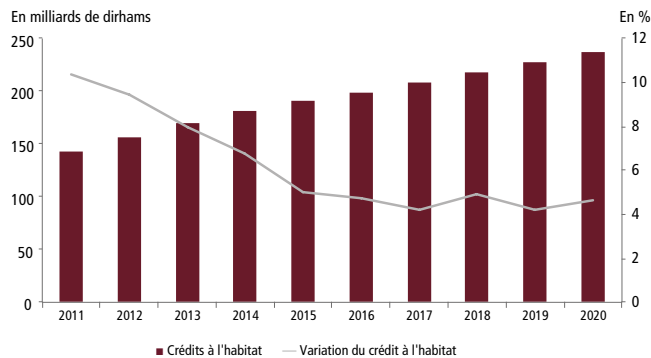
Evolution de la composition de la dette financière des ménages



Source : BAM

Les prêts alloués à l'achat de logement ont enregistré une légère amélioration en 2020, avec une croissance de 4,6% après 4,2% une année auparavant. Leur rythme de croissance demeure toutefois faible depuis 2010, avec un encours global de 238 milliards de dirhams, dont 8,6 milliards de dirhams correspondent aux financements Mourabaha immobilière accordés par les banques et fenêtres participatives.

Evolution du crédit à l'habitat

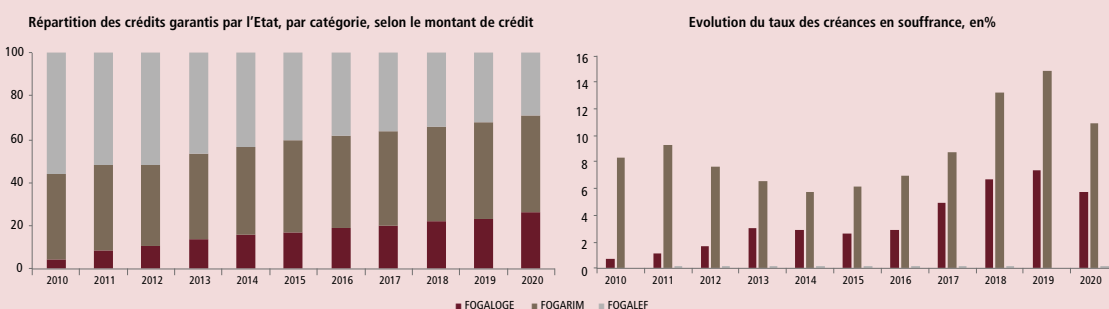


Source : BAM

Encadré N°2 : Evolution des prêts encouragés par l'Etat

Les prêts encouragés par l'État, d'un montant de 43,5 milliards de dirhams, ont représenté 18,3% du total des crédits à l'habitat en 2020. Ceux accordés dans le cadre de Damane Assakane se sont élevés à 31 milliards de dirhams, en progression de 4,8% en 2020 après 5,5% une année auparavant. Les crédits FOGARIM¹⁷ représentent la majorité de ces crédits, avec une part¹⁸ qui s'est toutefois réduite progressivement au cours des dix dernières années, passant de 89% en 2010 à 71% en 2015 puis à 64% en 2020. Ce type de crédit a été accordé en 2020 à plus que 154 000 bénéficiaires.

Pour les crédits FOGALEF¹⁹, ils ont atteint un montant de 12,5 milliards de dirhams en 2020, pour 122 289 bénéficiaires. Ce type de prêts, garantis à 100% par l'Etat, s'inscrit en baisse continue depuis 2011. Le recul enregistré en 2020 a été important, soit 11% après 5% en 2019.



Le taux des créances en souffrance s'est établi pour les crédits FOGARIM à 10,9% en 2020 contre 14,8% en 2019. Cette évolution serait liée aux mesures du moratoire de crédits à la faveur notamment de cette catégorie de clientèle. Les défauts de paiement relatifs aux crédits FOGALOGÉ²⁰ et FOGALEF, se sont établis en 2020 à 5,8% et 0,1% respectivement.

Au titre de l'année 2020, la production de crédit à l'habitat a cumulé 25 milliards de dirhams, poursuivant sa tendance baissière amorcée il y a quatre années. Sa contraction s'est davantage accentuée en cette année de crise pour s'établir à -4,4% après -3,5% en 2019 et -3,4% en 2018. Cette évolution est intervenue dans un contexte de baisse des prix des actifs immobiliers, où l'IPAI²¹ s'est déprécié de 0,8% et le nombre de transactions a diminué de 14,3%, reflétant un repli des ventes de l'ensemble des catégories de biens. Globalement, les

¹⁷ Fonds de garantie pour les revenus irréguliers et modestes

¹⁸ En termes de nombre de dossiers

¹⁹ Fonds de garantie de prêts destinés à financer l'accès à la propriété des adhérents de la fondation Mohammed VI de promotion des œuvres sociales de l'Education - Formation

²⁰ Fonds de garantie des prêts au logement en faveur du personnel du secteur public

²¹ Indice des prix des actifs immobiliers calculé et publié trimestriellement par Bank Al-Maghrib et l'ANCFCC

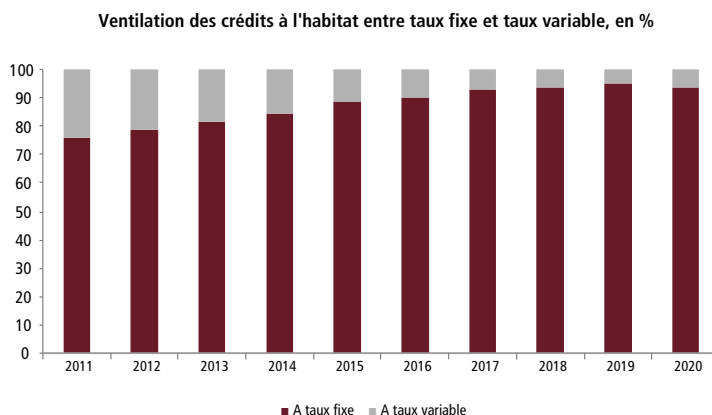
taux d'intérêts applicables aux crédits immobiliers ont également baissé au cours de l'année 2020 en lien notamment avec la baisse à deux reprises du taux directeur de Bank Al-Maghrib.

La majorité de crédits à l'habitat continuent d'être assortis d'un taux d'intérêt fixe et leur maturité de remboursement initiale est de plus en plus longue

Les crédits à l'habitat assortis de taux d'intérêt fixes continuent de représenter une part prépondérante du total de ces prêts (94% en 2020 contre 95% une année auparavant), alors que les crédits à taux d'intérêt variable n'en représentent que 6%. Parallèlement, l'analyse par maturité initiale fait ressortir une poursuite de l'allongement des durées de remboursement de ces crédits.

Selon l'enquête annuelle de Bank Al-Maghrib auprès des banques, les crédits à l'habitat dont la durée de remboursement est comprise entre 20 et 30 ans constituent désormais 62% alors qu'elle était de 50% en 2019. Ceux dont la durée se situe entre 10 et 20 ans représentent une proportion de 30%, en retrait de 2 points de pourcentage comparativement à l'année précédente, alors que la catégorie des crédits de durée variant entre 5 et 10 ans ne dépasse pas 6%.

Si cette situation semble généralement plus avantageuse pour les emprunteurs (taux bas fixe et allongement des maturités), elle expose, toutefois, les banques à un risque de taux important et peut avoir des répercussions sur leur équilibre bilantiel et sur leur activité dans le futur.

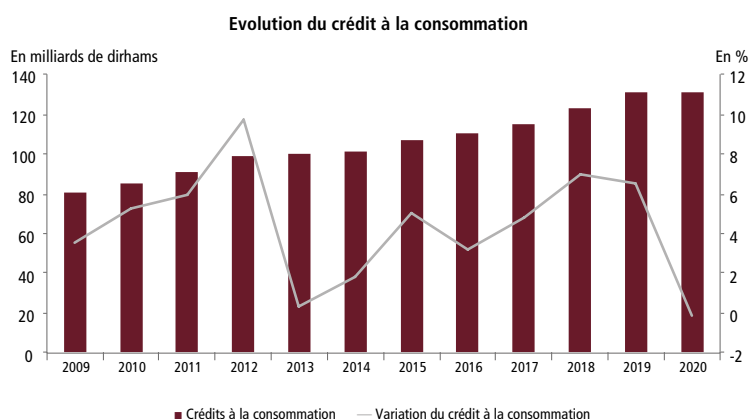


Source : BAM

Légère contraction des crédits à la consommation en 2020, notamment ceux distribués par les banques et poursuite de l'allongement de la durée initiale de remboursement

Les crédits à la consommation se sont élevés à 131 milliards de dirhams, dont 55% sont distribués par les banques et 45% par les sociétés de financement spécialisées.

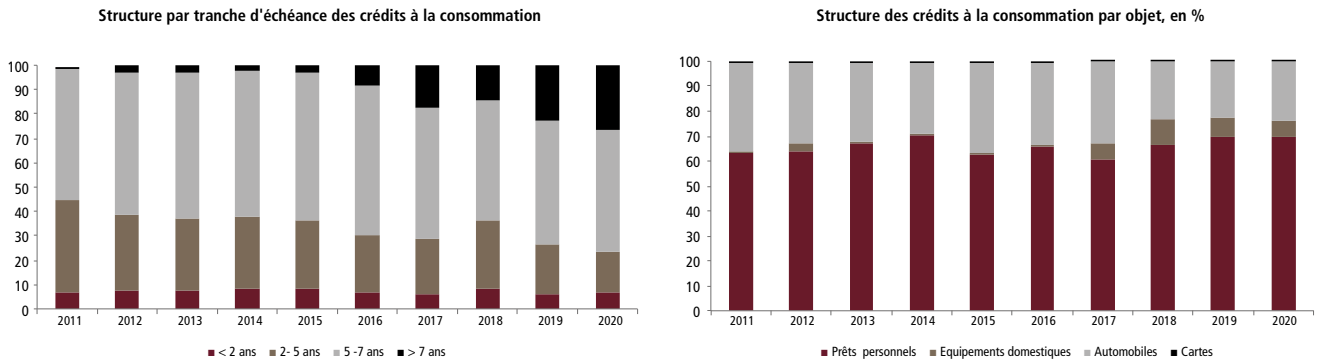
Ils ont enregistré pour la première fois une légère baisse de 0,2%, qui recouvre une baisse de 2,8% des crédits des banques et une décélération de ceux octroyés par les sociétés de crédit à la consommation, dont le taux de progression est revenu à 3,3% après 7,4% en 2019.



L'allongement des maturités de remboursement des crédits à la consommation est de plus en plus confirmé ces dernières années. La proportion des prêts d'une durée initiale supérieure ou égale à 7 ans dans le total des prêts distribués ne cesse d'augmenter et s'est élargie de 18 points de pourcentage durant les cinq dernières années, passant de 8% en 2016 à 26,3% en 2020. Les crédits de durée de remboursement comprise entre 5 et 7 ans maintiennent la part la plus importante, représentant 50,3% en 2020 contre 50,5% une année auparavant et 61,6% en 2016. Parallèlement, les parts des crédits dont les durées sont comprises entre 2 et 5 ans et inférieures à 2 ans ont baissé, atteignant respectivement 16,7% et 6,7% contre 20,7% et 5,7% un an auparavant.

La majorité des prêts à la consommation est constituée des prêts personnels non affectés au financement de projets spécifiques, avec une part quasi-stable comparativement à l'année dernière, de l'ordre de 70%, suivis par ceux destinés à l'acquisition de voiture, sous forme de prêts classiques ou de location avec option d'achat, avec une proportion de 23,3%.

Concernant les prêts accordés par les banques et fenêtres participatives, sous forme de Mourabaha Automobile et Mourabaha équipement, ils ont été de l'ordre de 968 millions et 231 millions de dirhams respectivement.



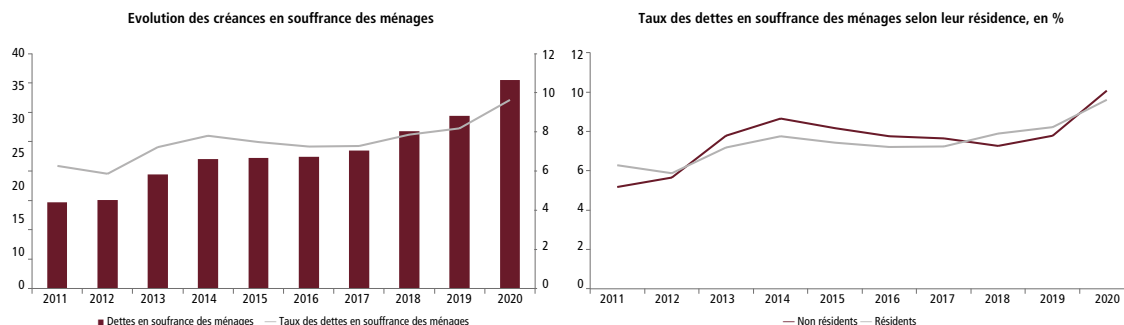
Source : BAM

La qualité des créances sur les ménages s'est globalement détériorée en 2020 sous l'effet principalement des répercussions de la crise Covid-19

Les indicateurs des tensions financières comme le niveau des créances en souffrance et la part des particuliers bénéficiant de moratoire et de reports de paiement suite au retard dans le remboursement de leurs prêts indiquent globalement une détérioration de la qualité du portefeuille des ménages en lien avec la dégradation de l'activité économique qui s'est reflétée négativement sur les revenus des ménages et par conséquent sur leur capacité de remboursement. Ainsi, l'encours des créances en souffrance des particuliers a fortement progressé courant 2020 pour atteindre 35,5 milliards de dirhams, soit une augmentation de 21% d'une année à l'autre contre 9,7% en 2019 et 14,1% en 2018 ou un surplus de 6,2 milliards de dirhams. Le taux de défaut qui en résulte, s'est élevé à 9,6% après 8,2% en 2019 et 7,8% en 2018 et 7,3% en 2017.

Les banques et les sociétés de financement détiennent 33,7 milliards de dirhams de prêts non performants sur les marocains résidents. Ce montant a connu une hausse importante en 2020 de 20,9% après 9,9% enregistrée en 2019, ramenant le taux des créances en souffrance à 9,6%. Parallèlement, les marocains résidents à l'étranger ont cumulé auprès des banques 1,9 milliard de dirhams de créances en souffrance et leur taux de sinistralité s'est établi à 10,1% après 7,8% en 2019.

L'accroissement des défauts de paiement des ménages auprès des banques a été de 19,2% en 2020, pour un montant total de 28 milliards de dirhams. Cette croissance a été de l'ordre de 23,9% pour les prêts à l'habitat et 10,2% pour les prêts à la consommation. Ainsi, les taux de créances en souffrance de ces deux types de crédit ont été de l'ordre de 8,1% et 12,3% respectivement. Au niveau des sociétés de crédit à la consommation, le montant des créances en souffrance s'est établi à 7,5 milliards de dirhams, soit un taux de défaut de 12,7% contre 10,2% une année auparavant.



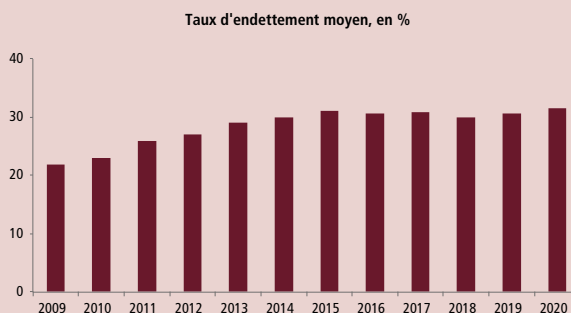
Source : BAM

S'agissant du moratoire de crédit à la faveur des ménages, ils portent à fin décembre 2020 sur 469.273 dossiers ayant concerné un encours de 67,3 milliards de dirhams. Près de 69% de ces crédits ont été complètement normalisés et 19% ont connu des impayés (ne présentant pas encore les critères de défaut) et 6% se sont transformées en créances en souffrance.

Encadré N°3 : Analyse de l'endettement des particuliers et leurs caractéristiques socioprofessionnelles

Partant d'un lot de données recueilli auprès des établissements de crédit*, cumulant près de 400.000 dossiers de crédit au profit des particuliers ayant renouvelé ou contracté un nouveau crédit au cours de l'année 2020, une analyse de l'endettement financier a été effectuée, en vue de relever les caractéristiques des bénéficiaires, selon leur catégorie socioprofessionnelle, leur groupe d'âge et leur tranche de revenu, avec un focus sur les individus les plus endettés, ayant une charge d'endettement supérieure à 40% par rapport à leur revenu.

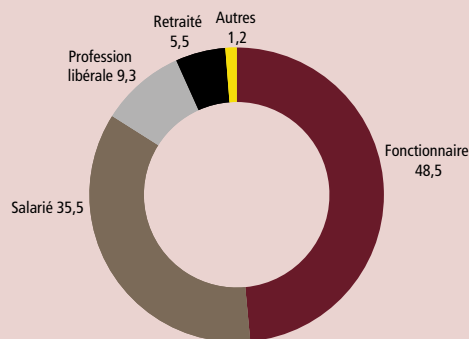
Le niveau d'endettement moyen, issu de cette analyse, ressort à 31,4%, soit un niveau presque comparable à celui calculé au cours des dernières années sur la base des données collectées.



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

Sur la base des données analysées sur les crédits accordés au titre de l'année 2020, le taux d'endettement moyen des bénéficiaires de crédit selon leur catégorie socioprofessionnelle se situe à des niveaux différenciés. Les fonctionnaires constituent 48% des bénéficiaires, avec un taux d'endettement moyen de l'ordre de 34,3%. Les salariés, occupent la deuxième position, avec une part de 36% des crédits octroyés, leur charge d'endettement moyenne en 2020 s'élève à 29,5% contre près de 28,3% une année auparavant. Par ailleurs, les personnes exerçant une profession libérale et les retraités, cumulant respectivement 9,3% et 5,5% des crédits analysés, ont affiché des taux d'endettement aux alentours de 28%.

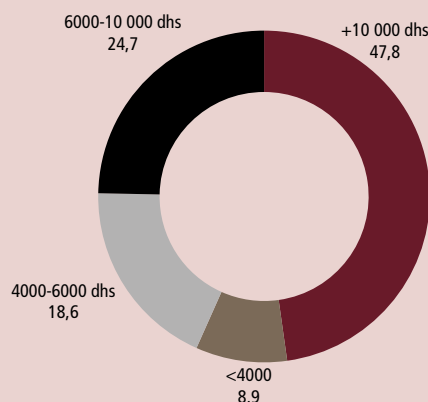
Répartition des bénéficiaires* par catégorie socioprofessionnelle, en %



(**) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2020

Par tranche de revenu, les bénéficiaires disposant d'un revenu supérieur à 6.000 dirhams concentrent plus que 72% du montant total des crédits accordés. Ceux dont le salaire est compris entre 4.000 et 6.000 dirhams représentent une part de 19%, tandis que ceux avec un revenu inférieur à 4.000 dirhams ont bénéficié de 9% du montant global financé et leur charge de dette moyenne s'est élevée à 31,2%

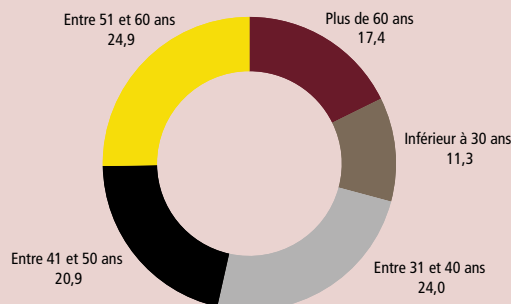
Répartition des bénéficiaires* par tranche de revenu, en % du total du crédit accordé en 2020



(**) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2020

Par tranche d'âge, les bénéficiaires âgés entre 31 et 40 ans, représentent une part de 24% et ont une charge de dette par rapport au revenu de l'ordre de 30,9% en moyenne. Ce taux se situe à 33,4% pour la tranche d'âge de 41 à 50 ans et de 34,2% pour celle allant de 51 à 60 ans. Les plus jeunes, qui ont moins de 30 ans, représentent 11,3% de l'ensemble des dossiers examinés, ils sont endettés en moyenne à hauteur de 26,8% par rapport à leur revenu. Les personnes âgées de plus de 60 ans, représentent près de 17,4% des bénéficiaires, avec une dette s'élevant à 28,7% de leur revenu.

Répartition des bénéficiaires* par tranche d'âge

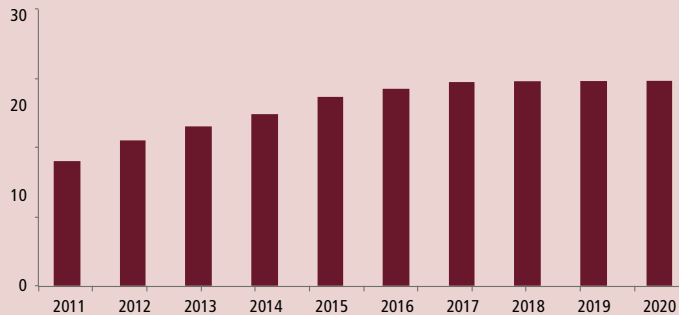


(**) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2020

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

La proportion des bénéficiaires de nouveaux crédits, dont la charge d'endettement est supérieure à 40%, s'est établie à 27,3% contre 26,9% en 2019, selon les dossiers analysés.

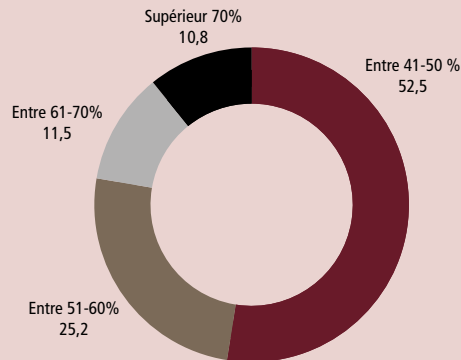
Part des individus* ayant un taux d'endettement supérieur à 40%



(**) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2020

Parmi les personnes les plus endettées, celles ayant une charge de dette par rapport au revenu comprise entre 41% et 50% représentent 52,5%, suivies par celles dont le taux d'endettement est situé entre 51% et 60%, avec une part de 25,2%. Les individus dont le taux d'endettement est situé entre 61% et 70% constituent, quant à eux, 11,5% de l'ensemble des dossiers analysés. Par ailleurs, la part des bénéficiaires affichant une charge de dette dépassant 70% de leur revenu est de l'ordre de 10,8%.

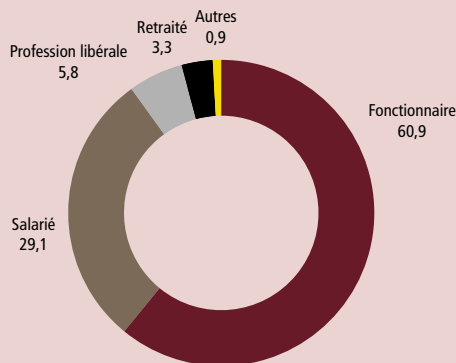
Répartition des bénéficiaires*, ayant un taux d'endettement supérieur à 40%, selon leur niveau d'endettement



(**) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2020

Parmi les individus les plus endettés, ce sont les fonctionnaires et les salariés, qui représentent la proportion la plus importante, cumulant 90% de l'ensemble des bénéficiaires et près de 88,6% du montant global des crédits accordés. Leurs taux d'endettement moyens se situent respectivement à 54,9% pour les fonctionnaires et 50,2% pour les salariés. Les personnes exerçant une profession libérale et les retraités ont des parts respectives de 5,8% et 3,3% et affichent des taux d'endettement de 53,9% et 53,1% en moyenne.

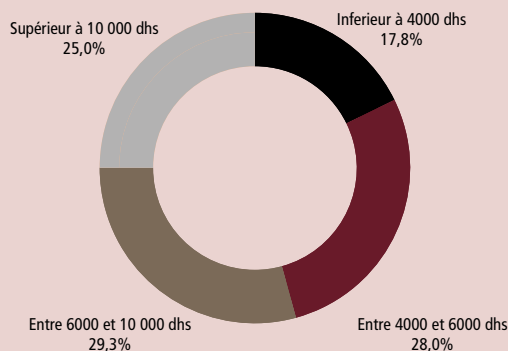
Répartition des bénéficiaires** de crédit ayant un taux d'endettement supérieur à 40%, par catégorie socioprofessionnelle



(**) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2020

Les personnes ayant un revenu supérieur à 6.000 dirhams constituent plus que 54% sur l'ensemble des individus endettés avec une charge de dette supérieure à 40% de leur revenu et ils s'accaparent 69,1% du total des crédits accordés. Les individus à revenu compris entre 4.000 et 6.000 dirhams et ceux ayant un revenu inférieur 4.000 dirhams représentent des parts respectivement de 28% et 17,8%, bénéficiant de 21,6% et 9,3% du montant global financé, avec des charges de dette respectives de 52,2% et 56,1%.

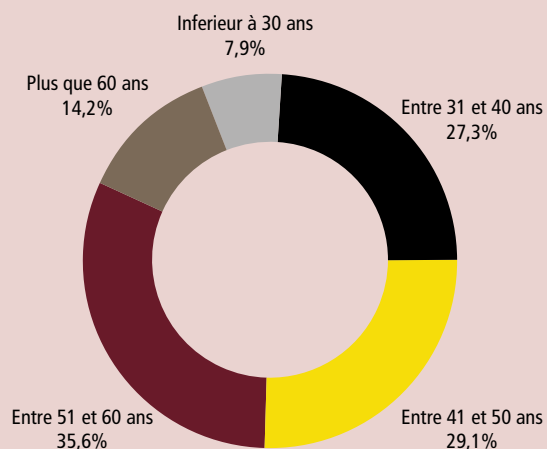
Répartition des bénéficiaires** de crédit ayant un taux d'endettement supérieur à 40%, par tranche de revenu



(**) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2020

Par ailleurs, selon la tranche d'âge, les personnes âgées entre 51 et 60 ans, représentent la plus grande proportion (35,6%), avec un taux d'endettement moyen de l'ordre de 55,5%. Ce taux se situe à 54,4% pour la tranche d'âge de 41 à 50 ans et de 51,8% pour celle allant de 31 à 40 ans. Les plus jeunes, qui ont moins de 30 ans, représentent 7,9% de l'ensemble des bénéficiaires et ils sont endettés en moyenne à hauteur de 49,9% par rapport à leur revenu. Par ailleurs, les plus âgés de plus de 60 ans constituent près de 14,2%, avec une dette s'élevant en moyenne à 51,9% de leur revenu.

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



(**) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des établissements de crédit en 2020

II.2 ENTREPRISES NON FINANCIERES

En 2020, les entreprises non financières ont subi globalement – quoiqu’à une ampleur différente selon les branches d’activité – d’énormes défis en raison de la baisse quasi-généralisée de leurs activités et revenus sous l’effet de la crise Covid-19. Ce coup dur aurait induit pour beaucoup d’entre elles, de fortes pressions sur la gestion de leur trésorerie. Les mesures sans précédent prises par les pouvoirs publics et la banque centrale avec l’aide des banques ont permis d’atténuer l’ampleur de ces répercussions. Néanmoins, la viabilité future de certaines entreprises demeure empreinte d’incertitudes du fait des zones d’ombre qui planent encore sur l’économie post-Covid.

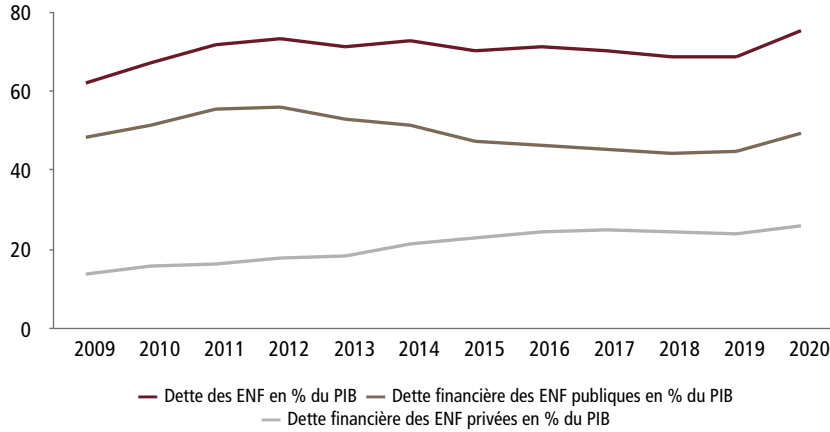
Décélération de la dette financière des entreprises non financières sous l’effet du ralentissement de sa composante bancaire, conjuguée à une baisse de leur endettement extérieur

Après une progression de 3,9% en 2019, le rythme d’évolution annuelle de la dette financière des entreprises non financières, a ralenti à 2,4% totalisant près de 807,7 milliards de dirhams.

Ce ralentissement s’expliquerait par la baisse voire l’arrêt d’activité résultant des effets de la pandémie. Il concerne à la fois la croissance de la dette financière des entreprises privées (3,5% après 5% une année auparavant) et celle des entreprises publiques (0,3% à fin 2020 contre 1,9% en 2019). La troisième enquête menée par le HCP en janvier 2021 dans le cadre du suivi des effets de la crise Covid-19 sur l’activité des entreprises, révèle en effet que plus de 16% des entreprises ont été en arrêt définitif ou temporaire au terme du second semestre de 2020.

En dépit de la décélération de l’endettement financier des entreprises, le ratio de leur dette rapportée au PIB a connu une hausse à 74,1% à fin 2020 après son maintien à 68,4% en 2018 et 2019. Cette évolution est imputable à la forte contraction du PIB en 2020 dans le sillage de la crise sanitaire.

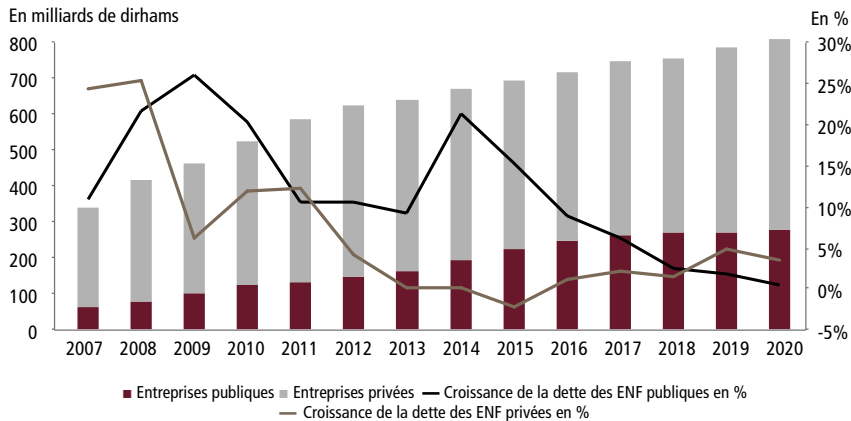
Evolution de la dette financière des entreprises non financières, en % PIB



Source : BAM

L'endettement financier des entreprises privées, constituant les deux tiers de la dette financière globale des entreprises non financières, s'est établi à 531,4 milliards de dirhams à fin 2020, soit 49,6% du PIB. Cette évolution s'explique essentiellement par le ralentissement de leur dette bancaire, passant de 6,1% à 3,3% d'une année à l'autre, qui continue de constituer leur principale source de financement (89%).

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

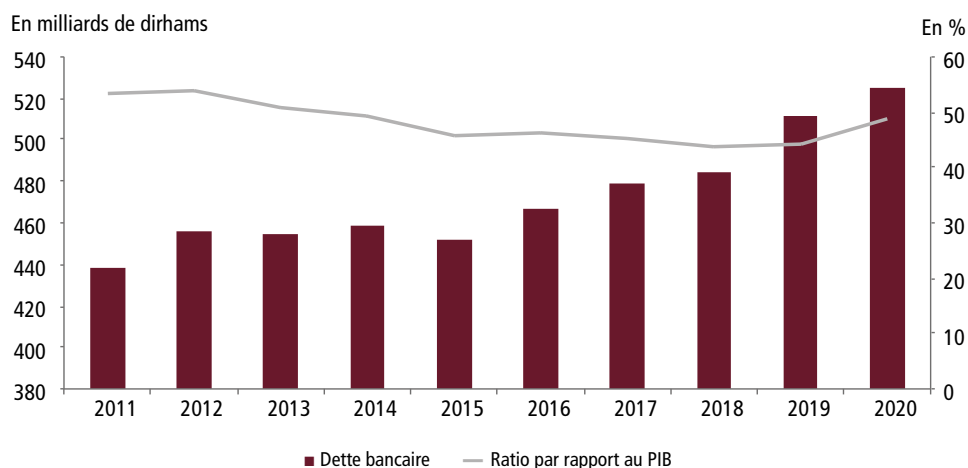


Source : BAM

S'agissant de la dette financière des entreprises publiques, son rythme de progression poursuit sa tendance baissière entamée depuis 2015, en marquant un léger accroissement de 0,3% en 2020 pour atteindre 276,3 milliards de dirhams, soit 25,8% du PIB après 23,9% à fin 2019. Cette décélération est imputable au recul de la composante extérieure de leur endettement financier qui s'est repliée de 2% après une baisse de 1,1% en 2019.

Les emprunts bancaires des entreprises non financières ont ralenti à 2,8% pour s'établir à 525,4 milliards de dirhams, contre une progression de 5,4% en 2019, représentant 48,2% du PIB, en hausse de 3,9 points de pourcentage par rapport à 2019. La part de la dette bancaire des entreprises s'est maintenue autour de 65% de leur endettement financier global.

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



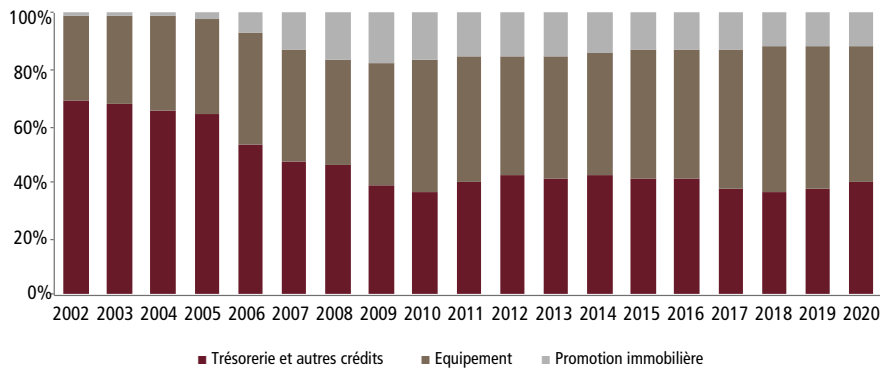
Source : BAM

Dans le contexte de crise sanitaire, l'examen de la structure de l'endettement bancaire fait ressortir que les crédits additionnels contractés par les entreprises non financières ont été essentiellement destinés à couvrir leurs besoins de trésorerie, comme l'illustre la progression notable de 12,5% de l'encours des crédits de trésorerie, totalisant 215 milliards de dirhams, soit une part de 41% de la dette bancaire. La dynamique qu'ont connue les crédits de trésorerie s'expliquerait par les mesures de soutien et de relance déployées par les autorités, particulièrement, le dispositif de garantie par l'Etat (notamment le produit « Damane Oxygène »). Les crédits accordés, dans le cadre du programme « Damane

Relance » et « Damane Oxygène » ont culminé²² près de 53 milliards de dirhams à fin 2020 et ont bénéficié à près de 66.200 entreprises.

Par ailleurs, la dette bancaire contractée pour des besoins de financement des biens d'équipement (représentant 48% de la dette bancaire globale à fin 2020) ainsi que celle destinée à financer la promotion immobilière ont marqué respectivement un recul de 2,6% et 0,5%, après avoir connu une hausse 4,2% et 3,2% en 2019.

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



Source : BAM

L'importante progression des crédits de trésorerie conjuguée à la baisse des emprunts d'investissement des entreprises non financières, reflètent leurs difficultés à reprendre normalement leurs activités ainsi que la tendance à reporter les projets de développement et d'investissement en raison du contexte d'incertitude et de ralentissement de la demande.

Encadré N°4 : Mesures prises à l'échelle nationale pour soutenir les entreprises non financières face à la crise sanitaire

L'ensemble des mesures préventives qui ont été instaurées dans le cadre de la lutte contre la pandémie du Covid-19 ont eu une incidence positive sur la dynamique de l'économie réelle. L'activité des entreprises non financières a été significativement affectée tant sur le volet de l'offre (baisse de la

²² Selon les données publiées par la Caisse Centrale de Garantie

capacité de production en lien avec les restrictions de confinement et interruption des chaînes d'approvisionnement...), que celui de la demande qui baisserait en raison du contexte d'incertitudes induites par la pandémie.

Les très petites et moyennes entreprises (TPME) ont été les plus affectées par la pandémie en raison des niveaux plus élevés de leurs vulnérabilités et d'une moindre résilience liée à leur taille.

A cet égard, Bank Al-Maghrib a été associée, dans le cadre de sa contribution aux travaux du Comité de Veille Economique, dans la mise en place d'une série de mesures permettant de limiter le risque de crédit, soutenir l'accès aux crédits et relancer l'activité économique, notamment au profit des entreprises les plus touchées.

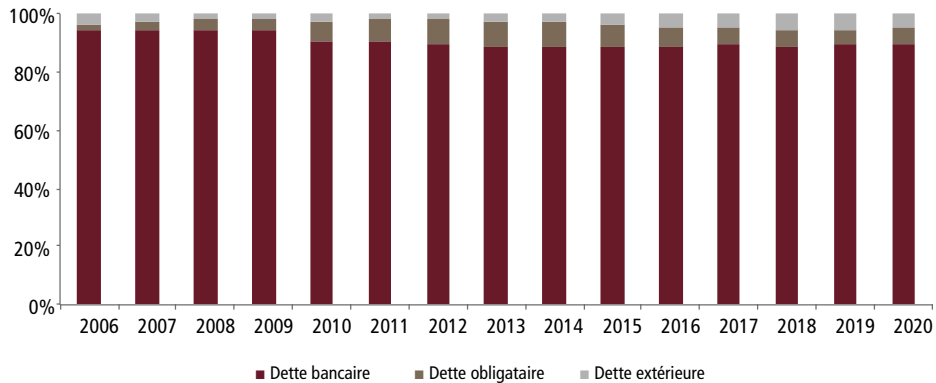
Les principales mesures qui ont été prises pour faire face à cette situation avaient pour objectif de :

- **Réduire les charges fixes des entreprises :** (i) La suspension pour les entreprises de paiement des charges sociales ; (ii) Le report des échéances du crédit bancaire et celles de leasing au profit des entreprises impactées par la crise ; (iii) Le report, si besoin, des échéances des obligations fiscales pour les entreprises dont le chiffre d'affaires est inférieur à 20 millions de dirhams.
- **Financer le fonds de roulement :** (i) Le lancement en mars 2020 d'un nouveau produit de garantie « Damane Oxygène » pour couvrir les prêts en faveur des entreprises principalement les TPME dont la trésorerie s'est dégradée à cause de la baisse de leur activité ; (ii) L'octroi d'un crédit à taux zéro pour les auto-entrepreneurs pouvant atteindre 15 mille dirhams, les intérêts y afférents étant totalement pris en charge par le secteur des assurances (iii) L'assouplissement des conditions d'octroi de la garantie de Damane Oxygène en faveur des TPE, des PME et des entreprises de taille intermédiaire avec la suppression des sûretés exigées et sa prorogation jusqu'à nouvel ordre pour les entreprises relevant des secteurs du tourisme et de la promotion immobilière.
- **Relancer l'activité :** Mise en place d'un dispositif de garantie par l'Etat pour le financement de la relance au taux directeur de Bank Al Maghrib majoré d'un maximum de 200 pb et un remboursement pouvant s'étaler sur sept ans avec deux ans de différé à travers deux mécanismes (i) Relance TPE et (ii) « Damane Relance » déployé le 15 juin notamment deux produits spécifiques aux secteurs de tourisme « Damane Hôtellerie » et de la promotion immobilière « Damane Promotion immobilière ».
- **Mise en place d'un moratoire de crédit** en faveur des entreprises opérant dans les secteurs les plus touchés par les effets de la crise sanitaire.

S'agissant de la composante extérieure de l'endettement des entreprises non financières, représentant une part de 25% de leur dette financière globale, elle a poursuivi sa tendance baissière avec une contraction en 2020 de 2,9%, après celle de 0,9% enregistrée un an

auparavant, pour s'établir à 198 milliards de dirhams. Cette composante concerne principalement les entreprises non financières publiques. En pourcentage du PIB, la dette extérieure s'est établie à 18,2%, contre 17,7% en 2019.

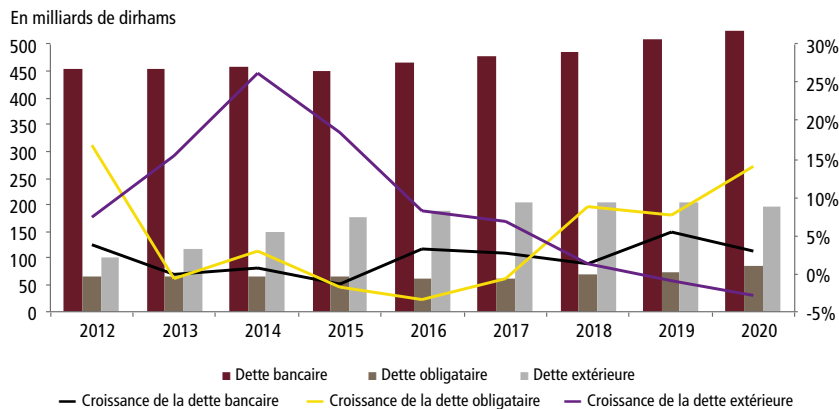
Composition de la dette financière des entreprises non financières privées



Source : BAM

Le recours des entreprises non financières à la dette obligataire pour satisfaire leurs besoins de financement a progressé de 13,9% à près de 84,3 milliards de dirhams à fin 2020, après avoir marqué une légère décélération l'année précédente en passant de 8,7% à 7,7% entre 2018 et 2019. Toutefois, cette dette ne représente que 10% de la dette financière des entreprises, avec une part de 65% destinée au financement des entreprises publiques.

Evolution des composantes de la dette financière des entreprises non financières

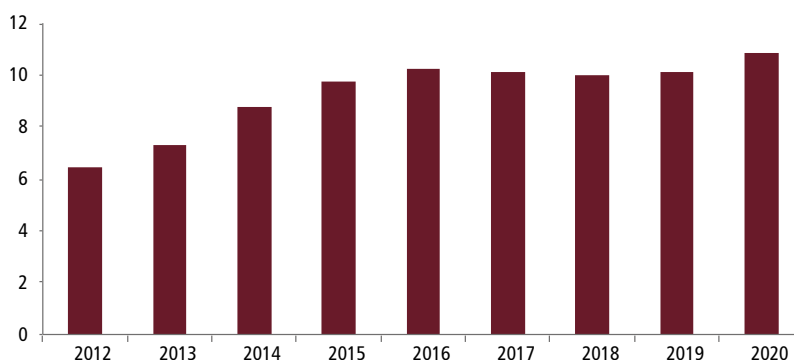


Source : BAM et MEFRA

Les contreperformances de l'activité économique et la rupture du cycle d'exploitation des entreprises en lien avec le confinement sanitaire ainsi que la baisse de la demande sont des facteurs qui ont considérablement impacté la montée des créances en souffrance (CES) en 2020. Dans ce sens, l'encours des CES a culminé à 57,2 milliards de dirham contre 51,4 à fin 2019, soit une progression de 11,3% après un accroissement de 5,8% enregistré en 2019. Par ailleurs, le niveau des CES risquerait de se détériorer davantage en 2021, compte tenu du volume des crédits ayant bénéficié d'un report jusqu'en décembre 2020 dans le cadre du moratoire sur les échéances des crédits, et qui, en cas de persistance des difficultés de paiement et des conditions d'activités défavorables, alimenterait le stock des impayés. Ce mécanisme a profité à 32 835 entreprises pour un encours global de crédit de 49,3 milliards de dirhams à fin décembre 2020, ayant généré à cette date 4,6 milliards de dirhams.

Le taux de défaut des entreprises non financières, correspondant à la part des créances en souffrance dans le total de la dette bancaire globale des entreprises, a enregistré une hausse de 83 points de base pour s'établir à 10,9%.

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



Source : BAM

Cet accroissement de la sinistralité s'est étendu à la plupart des secteurs d'activité, mais de manière différenciée. Les effets manifestes de la crise Covid-19 ont pesé sur certains secteurs d'activité. Ainsi, les entreprises opérant dans le secteur du « Tourisme et hôtellerie » ressortent, en moyenne, avec le taux de dette en souffrance le plus élevé, se situant à 21,8%, suivi par les entreprises des secteurs de l'industrie manufacturière et du commerce avec des taux de défaut respectifs de 15,8% et 13,4%.

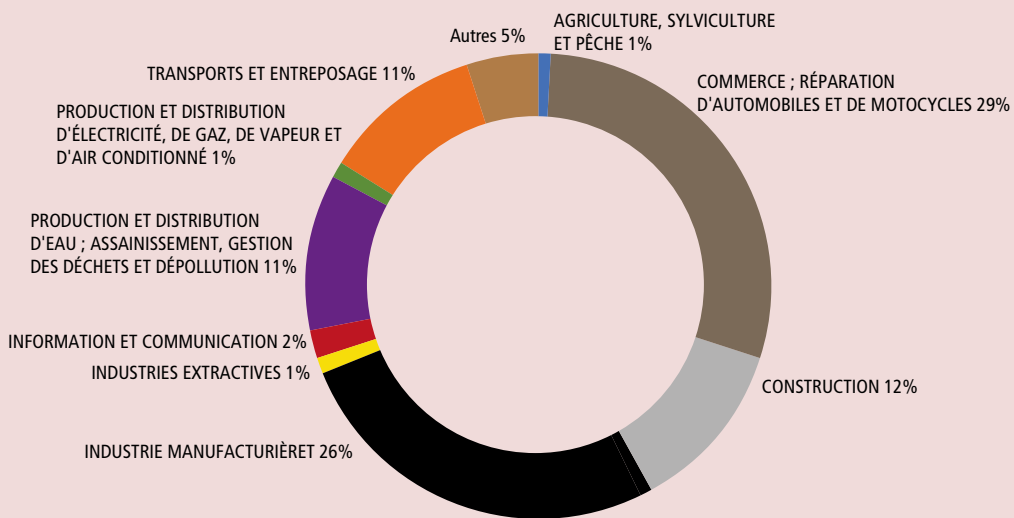
Encadré N°5 : Analyse de l'endettement d'un échantillon d'entreprises non financières

Cette étude porte sur l'analyse de l'endettement d'un échantillon de près de 67.200 entreprises non financières cumulant en 2019, un chiffre d'affaires (CA) de 453,4 milliards de dirhams et culminant une dette financière avoisinant 330 milliards de dirhams (soit 44% de la dette globale des ENF²³) et une dette commerciale de 198,2 milliards de dirhams au terme de l'exercice 2019.

Cette étude se propose d'analyser la situation financière des entreprises de l'échantillon à travers l'appréciation de l'évolution de leur endettement financier et commercial, sur une période de 5 années allant de 2015 à 2019, date la plus récente des états financiers disponibles.

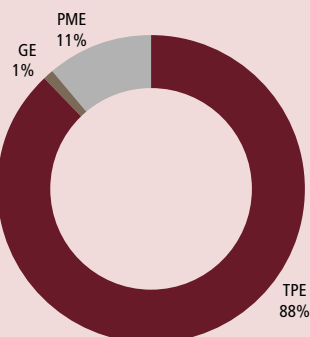
L'échantillon couvre les différents segments d'entreprises et les différents secteurs d'activité suivant la répartition décrite comme suit :

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



²³ Hors engagements crédit-bail

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



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

Endettement financier des entreprises non financières :

Les entreprises qui ont eu recours à un endettement financier représentent moins d'un tiers de l'échantillon global.

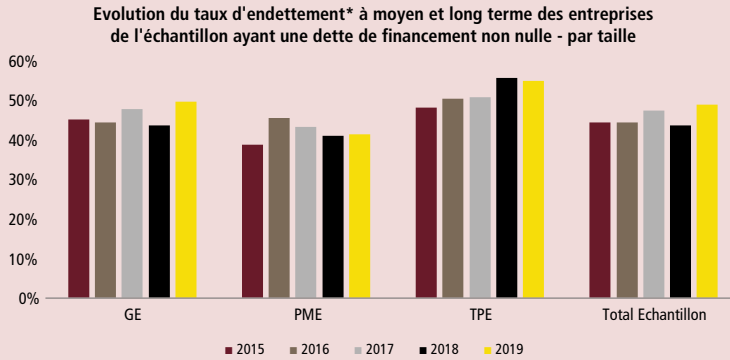
- **Endettement financier à moyen et long terme (MLT) :**

Globalement, le montant des dettes de financement des entreprises de l'échantillon s'est élevé en 2019 à près de 298 milliards de dirhams, soit un taux d'endettement à moyen et long terme²⁴ de 36% contre 37% une année auparavant (respectivement de 49% et 44% si l'on prend uniquement les entreprises endettées).

Par catégorie d'entreprise, les grandes entreprises (GE) de l'échantillon affichent une dette de financement à MLT de plus de 228,5 milliards de dirhams, soit 86% du total de l'échantillon induisant un taux d'endettement de MLT de 44% en moyenne, en baisse de deux points de pourcentages par rapport à l'an dernier. Les petites entreprises (PME) affichent, quant à elles, une dette financière de 27,8 milliards de dirhams, soit 10% de la dette de financement de l'échantillon représentant globalement 22% de leurs capitaux permanents (41% si l'on prend uniquement les entreprises endettées). Par ailleurs, les très petites et moyennes entreprises (TPE), avec un total dettes de financement de 8,3 milliards de dirhams, affichent globalement un taux d'endettement de 17% à fin 2019, en contraction de 3 points de pourcentages d'une année à l'autre. Pour les TPE bénéficiant de crédits bancaires, leur taux d'endettement se situe à près de 55% en moyenne contre 56% en 2018 en raison de la faiblesse quasi-structurelle de leurs fonds propres.

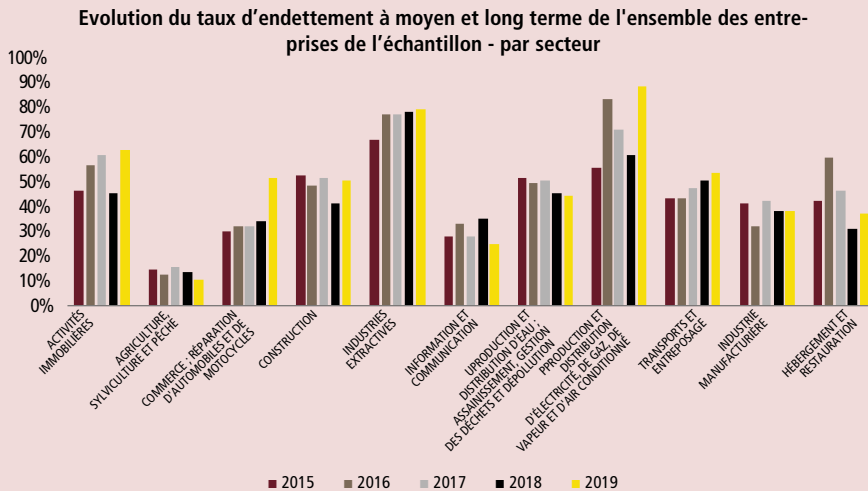
Le graphique ci-après décrit l'évolution du taux d'endettement à MLT des entreprises endettées de l'échantillon, par taille :

²⁴ Correspondant au rapport entre les dettes de financement et les capitaux permanents.



Source : OMPIC, MEFRA, et calculs BAM

L'analyse sectorielle de l'endettement financier des entreprises de l'échantillon fait ressortir des niveaux et des évolutions différenciées. Les plus importants niveaux d'endettement sont enregistrés dans les entreprises relevant des secteurs « Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné », « Industries extractives » et « Activités immobilières », avec des taux d'endettement moyens respectifs de 89%, 79% et 62% à fin 2019. En revanche, les entreprises opérant dans le secteur « Agriculture, sylviculture et pêche » et « Information et communication » sont en moyenne les moins endettées de l'échantillon, affichant respectivement des niveaux de 10% et 25% de leur dette financière rapportée aux capitaux permanents.



Source : OMPIC, MEFRA et calculs BAM

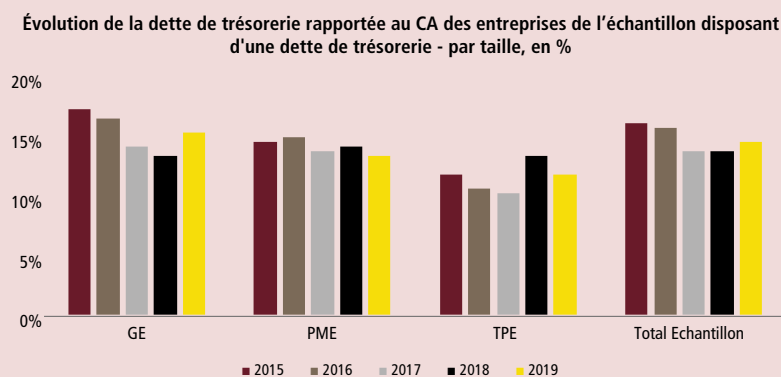
En termes d'évolution, le secteur « Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné », a marqué le plus important accroissement du taux d'endettement à

moyen et long terme, passant de 61% en 2018 à 89% à fin 2019, suivi par les secteurs de « Activités immobilières » (62% contre 45%) et « Commerce, réparation d'automobiles et de motocycles » (51% après 34% en 2018) enregistrant un accroissement de 17 points de pourcentage. Cependant, les entreprises ayant réduit de façon importante leur taux d'endettement sont celles opérant dans le secteur « Information et communication », via une baisse de 10 points de pourcentage pour s'établir à 25% en 2019.

▪ **Endettement financier à court terme :**

En sus de l'endettement financier à moyen et long terme, les entreprises de l'échantillon ont eu recours à la dette de trésorerie, pour un montant global de près de 68 milliards de dirhams, qui a représenté globalement 9% de leur chiffre d'affaires (CA) à fin 2019 (15% en moyenne pour les entreprises endettées). En effet, le taux d'endettement à court terme²⁵ a marqué un léger repli entre 2018 et 2019 pour les trois segments d'entreprises, s'établissant ainsi respectivement à 11,7%, 7,5% et 3,5% pour la GE, PME et TPE contre des taux respectifs de 12%, 8,2% et 3,9% en 2018 (Pour les entreprises endettées, ce ratio s'établit respectivement à 15% pour la GE, 14% pour la PME et 12% pour la TPE).

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

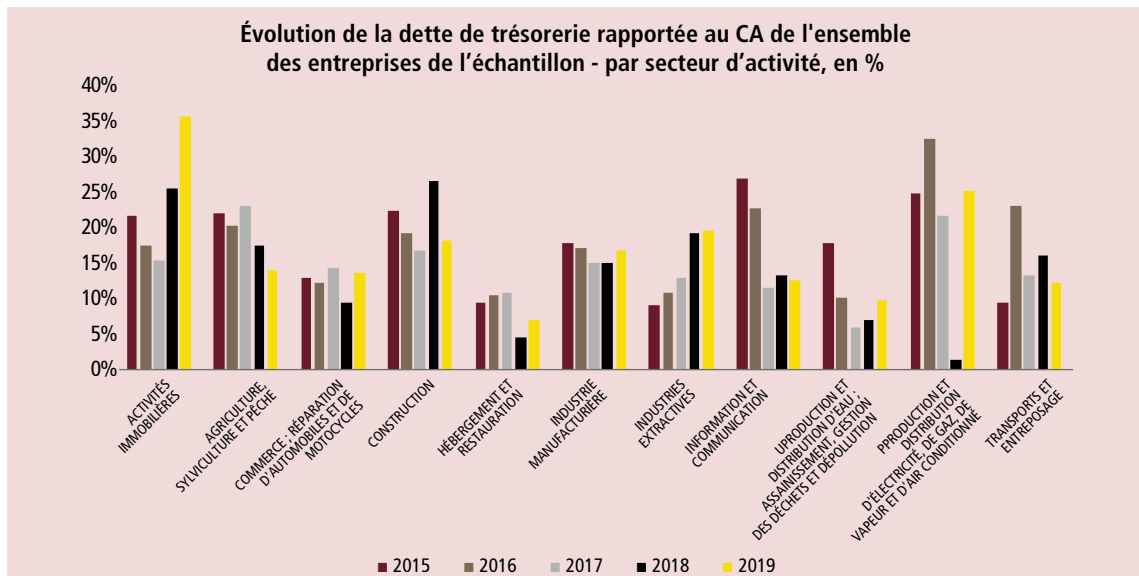


Source : OMPIC, MEFRA et calculs BAM

A l'instar du financement à moyen et long terme, les niveaux des taux d'endettement à court terme des entreprises de l'échantillon sont positivement corrélés à la taille des entreprises.

Par secteur d'activité, le niveau de ce financement est très contrasté et reste inhérent à la nature des secteurs. En effet, les concours de trésorerie sont considérables au niveau des entreprises relevant du secteur « Activités immobilières » et ont représenté, en moyenne, 36% de leur chiffre d'affaires en 2019.

²⁵ Le taux d'endettement à court terme correspond au rapport entre la dette de trésorerie contractée par une entreprise et son chiffre d'affaires



Source : OMPIC, MEFRA et calculs BAM

Les entreprises opérant dans le secteur « Activités immobilières » se sont distinguées par une hausse importante de leur dette de trésorerie, en progression de 10 points de pourcentage, s'établissant ainsi à 36% en 2019. Tandis que la plus forte baisse de l'endettement de trésorerie a été marquée chez les entreprises opérant dans le secteur « Construction », enregistrant une baisse de 9 points de pourcentage pour se situer respectivement à 18% à fin 2019.

Sur la période 2015 à 2019, les grandes entreprises (GE) ont bénéficié des niveaux d'endettement de trésorerie les plus élevés se situant, en moyenne sur la période de l'étude, à 15% de leur chiffre d'affaires, contre 14% pour la PME et 12% pour la TPE.

Endettement inter-entreprises des entreprises non financières

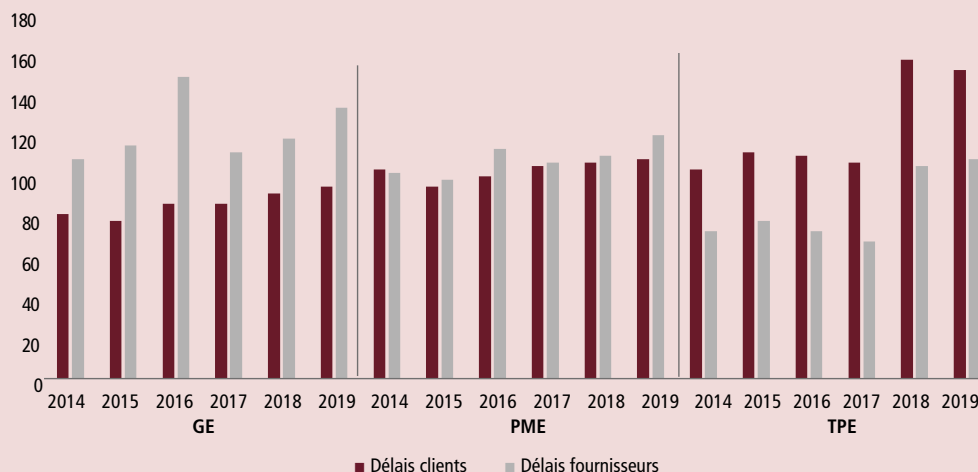
▪ Délais de paiement inter-entreprises par taille :

Au regard de la taille, les grandes entreprises (GE), ayant un pouvoir de négociation plus important, continuent d'accorder les plus courts délais de paiement à leurs clients, avoisinant 95 jours de leur chiffre d'affaires à fin 2019 contre 92 jours une année auparavant. Parallèlement, elles enregistrent les délais les plus élevés pour le règlement de leurs fournisseurs, atteignant 133 jours d'achats en 2019, en allongement de 10 jours d'achats par rapport à 2018.

En revanche, les délais clients des très petites entreprises (TPE) se sont établis à des niveaux encore élevés de 152 jours de chiffre d'affaire (CA), en dépit d'une légère amélioration des

conditions de paiement de leurs clients de près de 5 jours de CA. Dans le même sens, les petites et moyennes entreprises (PME) ont continué d'afficher des délais de règlement élevés de la part de leur clientèle, poursuivant leur légère tendance haussière pour se situer à 108 jours contre 107 en 2018.

Evolution des délais de paiement par taille



Source : OMPIC, MEFRA et calculs BAM

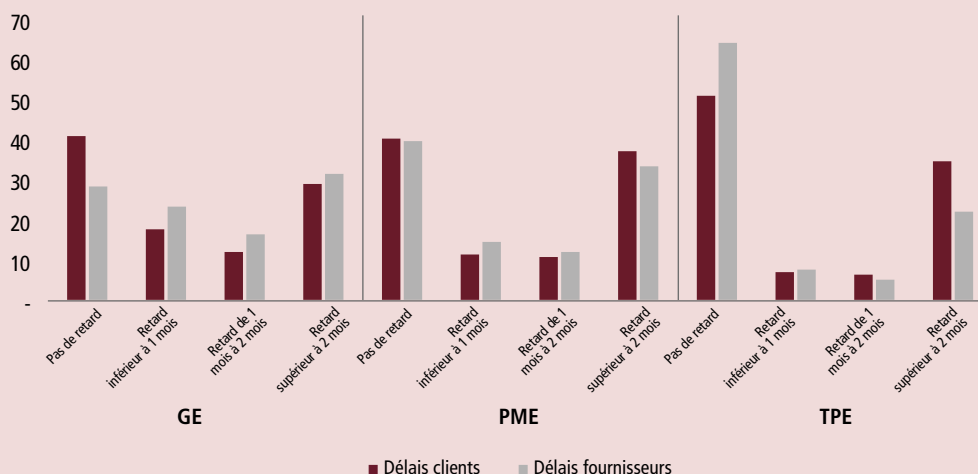
Les délais de paiement fournisseurs d'un segment d'entreprises sont proportionnels à sa taille, tandis que les délais de règlement clients sont négativement corrélés à la taille des entreprises. En effet, la dette fournisseurs se situe aux niveaux les plus bas dans le compartiment de la TPE, représentant 108 jours de leurs achats en 2019 contre 104 une année auparavant, suivi par la PME affichant un délai de règlement fournisseurs de 120 jours, tandis que la TPE accuse les délais fournisseurs les plus longs avec 133 jours d'achats et qui se sont allongés de 15 jours d'une année à l'autre.

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

Globalement, les grandes entreprises retardent les paiements de leurs fournisseurs, notamment les plus petits. Ainsi, plus de deux grandes entreprises sur trois (72%) paient globalement leurs fournisseurs en retard (au-delà du délai réglementaire maximal de 60 jours), avec une portion de 32% d'entre elles qui règlent leurs fournisseurs dans un délai supérieur à 120 jours, soit un retard de paiement supérieur à 60 jours.

Concernant le segment de la TPE, près de deux entreprises sur trois (64%) respectent le délai réglementaire de 60 jours pour régler leurs fournisseurs. Néanmoins, près de 22% d'entre elles accusent un retard de paiement fournisseurs supérieur à 2 mois.

Répartition des délais de paiement par tranche et par taille d'entreprise en 2019



Source : OMPIC, MEFRA et calculs BAM

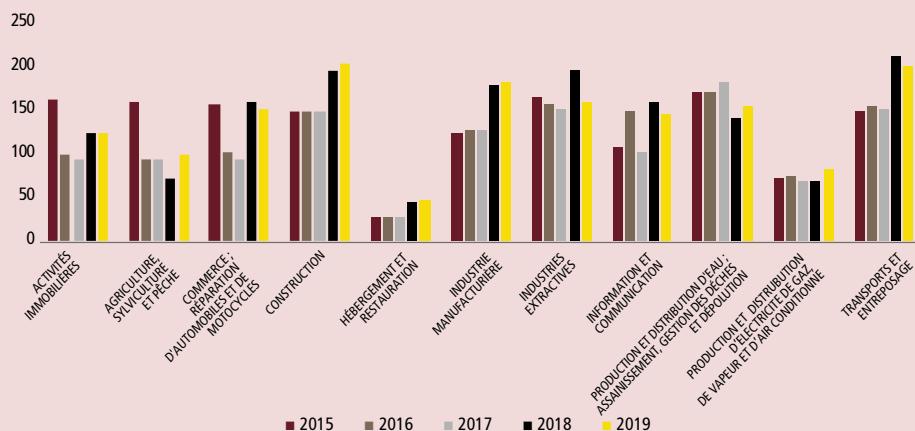
Concernant les règlements clients, les retards de paiement les plus allongés sont subis par la TPME, notamment pour les PME dont 37% enregistrent un retard de paiement dans un délai au-delà de 120 jours, tandis que près d'une TPE sur trois (35%) accuse un retard de paiement de plus de 2 mois.

▪ **Délais de paiement par secteur d'activité :**

Par secteur d'activité, la disparité des expositions aux retards de paiement est encore plus accentuée. En effet, l'hétérogénéité des délais de paiements d'un secteur d'activité à un autre est principalement attribuable à la nature de la clientèle (entreprises du secteur public, ou du secteur privé, ménages) et à la structure et au poids des entreprises qui opèrent dans chacun des secteurs (GE, PME ou TPE).

L'analyse sectorielle des délais de paiement des clients fait ressortir que les entreprises opérant dans le secteur du « Transport et entreposage » ont subi les délais de règlement les plus longs se situant en moyenne à 200 jours de chiffre d'affaires suivi par celles du secteur « Industrie manufacturière » avec un délai client moyen de 180 jours de chiffres d'affaires, tandis que les entreprises relevant du secteur « Hébergement et restauration » ont bénéficié des délais de règlement les plus courts de la part de leurs clients à 44 jours.

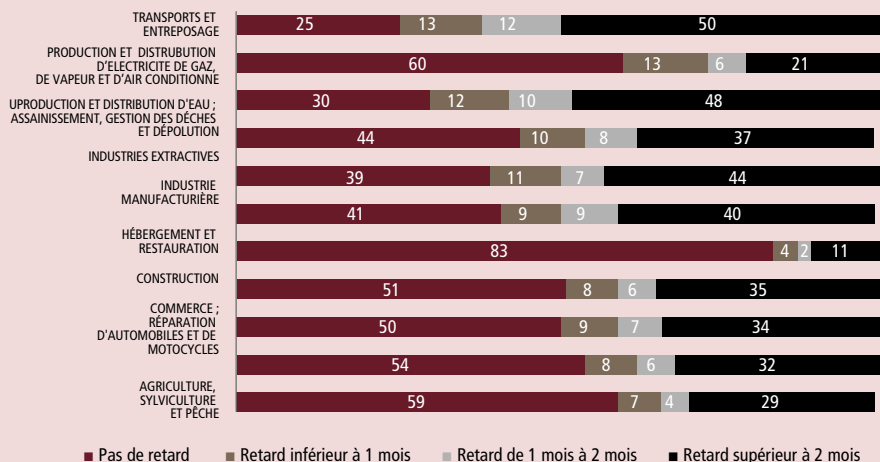
Evolution des créances clients en jours de Chiffre d'Affaires des entreprises de l'échantillon - par secteur d'activité



Source : OMPIC, MEFRA et calculs BAM

L'amélioration des conditions de paiement a été plus observée chez les entreprises du secteur de « l'industrie extractive » avec une réduction des délais de paiement de leurs clients de 36 jours pour s'établir ainsi à 158 jours. A contrario, les entreprises des secteurs « Production et distribution d'eau ; assainissement, gestion des déchets et dépollution » et « Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné » ont subi l'allongement le plus important des délais de règlement clients se situant à 14 jours par rapport à 2018, ramenant ainsi leurs délais de paiement clients à 154 et 82 jours de chiffres d'affaires respectivement.

Répartition des délais de paiement clients par tranche et par secteur d'activité en 2019, en%

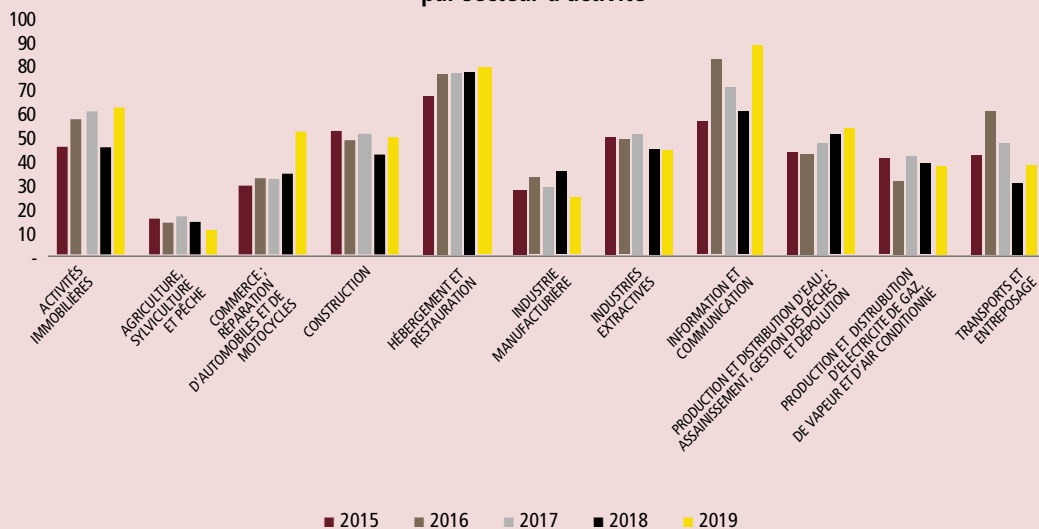


Source : OMPIC, MEFRA et calculs BAM

Les entreprises du secteur « Transports et entreposage », subissent les plus importants retards de règlement de leurs clients, avec plus de 75% des paiements dépassant le délai légal. Dans le même sillage, les plus importants retards des encaissements clients, supérieurs à 2 mois, impactent la moitié des entreprises appartenant au secteur « Transports et entreposage » et touchent également les entreprises relevant du secteur « Production et distribution d'eau ; assainissement, gestion des déchets et dépollution » à hauteur 48%. Pour sa part, le secteur « Hébergement et restauration », ayant un avantage structurel en matière de nature de sa clientèle, bénéficie d'une probabilité de retards de règlement très faible, avec 83% d'entreprises ne subissant pas de retards de paiement et seulement 11% d'entreprises recevant des règlements tardifs au-delà de 2 mois.

S'agissant des délais fournisseurs, les entreprises qui retardent le plus le règlement de leurs fournisseurs sont celles appartenant au secteur « Industries manufacturière » en affichant un niveau élevé de 127 jours d'achats, suivies par celles opérant dans les secteurs « Agriculture, sylviculture et pêche » et « Commerce, réparation d'automobiles et de motocycles » avec un délai de paiement moyen se situant à 121 jours d'achats. Cependant, les délais les plus courts des règlements fournisseurs ont été enregistrés dans les secteurs « Production et distribution d'électricité, de gaz, de vapeur et d'air conditionné » et « Hébergement et restauration » enregistrant des niveaux respectifs de 55 et 62 jours d'achats.

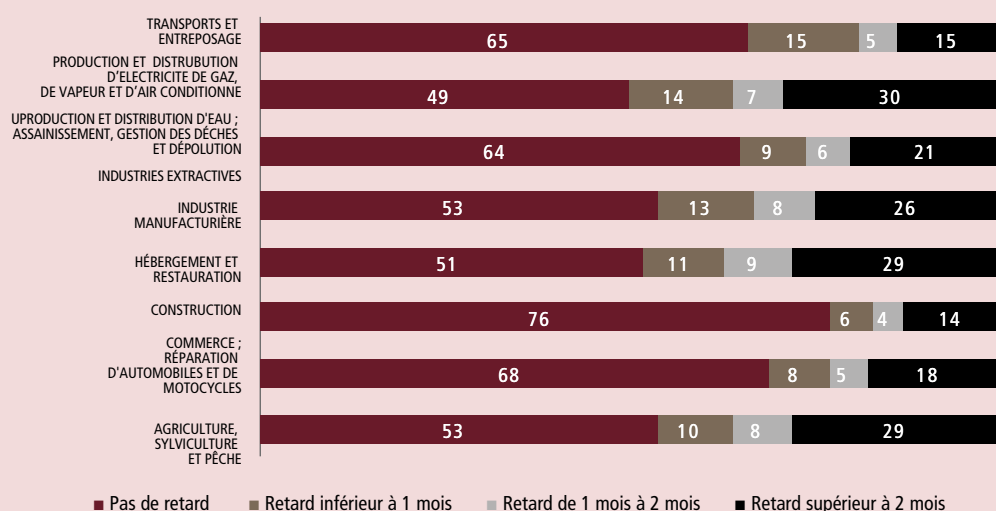
Evolution de la dette des fournisseurs en jours d'achats des entreprises de l'échantillon - par secteur d'activité



Source : OMPIC, MEFRA et calculs BAM

En termes d'efforts engagés pour réduire les retards de règlement, les entreprises du secteur « Industries extractives » sont celles qui ont le plus diminué leurs délais de paiement fournisseurs, ainsi les délais fournisseurs y afférents se sont rétrécis de 22 jours d'achats à fin 2019 pour s'établir à 108 jours de chiffre d'affaires. En outre, seules les entreprises opérant dans le secteur « Agriculture, sylviculture et pêche » ont détérioré les conditions de paiement de leurs fournisseurs avec un allongement de leurs délais de règlement de 9 jours d'achats entre 2018 et 2019.

Répartition des délais de paiement fournisseurs par tranche et par secteur d'activité, en 2019



Source : OMPIC, MEFRA et calculs BAM

Les entreprises du secteur « Hébergement et restauration », subissant le moins de retards de règlement de leurs clients (avec 83% des paiements dans la limite du délai légal), affichent les niveaux les plus bas des délais de paiement de leurs fournisseurs avec un taux 76% de paiement de leurs fournisseurs dans les délais réglementaires et seulement 14% de leurs fournisseurs qui se font régler dans un délai supérieur à 120 jours d'achats. En contrepartie, les plus mauvais payeurs sont observés du côté du secteur « Production et distribution d'eau ; assainissement, gestion des déchets et dépollution », affichant une part de 30% de leurs fournisseurs qui accusent des retards de paiement au-delà de deux mois et seulement près d'un fournisseur sur deux (49%) ne subissant pas de retard de paiement.

CHAPITRE 3

SOLIDITE DES INSTITUTIONS FINANCIERES

APERÇU

Courant 2020, le système financier marocain a fait preuve globalement d'une résilience avérée face aux soubresauts économiques induits par la crise sanitaire. Les secteurs bancaire, assurantiel et du marché des capitaux et les infrastructures des marchés financiers continuent de bien fonctionner et de soutenir la reprise économique grâce notamment aux politiques de soutien monétaire et budgétaire menées par les autorités. Pour autant, les tensions financières subies par un bon nombre d'entreprises non financières et de ménages constituent une source de vulnérabilité qui pourrait peser à terme sur la stabilité du secteur financier national.

Pour ce qui est du secteur bancaire, le choc économique induit par la crise Covid-19 a impacté fortement sa rentabilité et la qualité de ses actifs. Ainsi, le résultat net cumulé des banques sur base sociale s'est replié en 2020 de 43,2% à 6,8 milliards de dirhams, soit la baisse la plus importante observée courant cette dernière décennie. Cette évolution résulte notamment d'une forte augmentation du coût du risque de l'ordre de 74,1%, totalisant 12,5 milliards de dirhams et ramenant sa part dans le résultat brut d'exploitation à 47% après 28% une année auparavant. Au coût élevé des risques, s'ajoutent les frais ponctuels liés aux contributions au fonds spécial Covid-19. S'agissant de la qualité du portefeuille des crédits des banques, sa détérioration s'est reflétée par la hausse importante de 13,9% du volume des créances en souffrance, totalisant près de 80 milliards de dirhams et par le taux de défaut ayant augmenté à 8,2% contre 7,5% une année auparavant.

Les banques demeurent aussi vulnérables au risque de concentration sur leurs plus grandes contreparties et aux chocs de leur défaut. Leurs expositions brutes bilan et hors-bilan sur les grands débiteurs ont augmenté de 1,7% en 2020, dont 38% concernent les 10 plus grands groupes non financiers.

En termes de solvabilité, les banques ont démontré leur capacité à faire face au choc de la crise et à maintenir le respect des exigences réglementaires. Sur base sociale, le ratio de fonds propres moyen s'est ainsi établi à 15,7% en 2020 contre 15,6% une année auparavant et 14,7% en 2018. Le ratio Tier 1, pour sa part, s'est situé à 11,4% contre 11,5% et 10,9% respectivement en 2019 et 2018.

Dans ces conditions, l'exercice du macro stress de solvabilité basée sur les projections économiques de Bank Al-Maghrib de juin 2021 continue de démontrer à cette date la capacité des banques à faire face globalement au choc induit par la crise de la Covid-19 et à maintenir

le respect des exigences réglementaires, grâce notamment aux matelas en fonds propres qu'elles ont constitués ces dernières années et à la mise en application par le secteur bancaire de la recommandation de Bank Al-Maghrib de la non-distribution des dividendes.

L'accentuation du besoin en liquidité des banques, consécutif à la forte expansion de la circulation fiduciaire en 2020, s'est accompagnée d'une hausse importante des avances de Bank Al-Maghrib, qui sont passées, en moyenne quotidienne, de 76,4 milliards de dirhams en 2019 à 92 milliards de dirhams en 2020. Dans ce contexte, la Banque centrale a assoupli de manière significative ses conditions de refinancement pour les banques conventionnelles et a mis en place des mécanismes spécifiques pour les banques participatives et pour les associations de microcrédit. Elle a particulièrement élargi la liste des actifs éligibles en tant que collatéral aux opérations de refinancement des banques. Au plan prudentiel, les banques affichent un ratio de liquidité LCR (Liquidity Coverage Ratio) largement supérieur au seuil réglementaire de 100%. Au terme de l'année 2020, ce ratio s'est établi à 194% après 159% un an auparavant.

Concernant le secteur des assurances, le volume des primes a atteint 45,1 milliards de dirhams, entraînant ainsi une croissance de 1%, en décélération par rapport à 2019 (+8,6%). Cette croissance, en temps de crise, n'a été possible que grâce à l'entrée en vigueur du régime obligatoire de couverture des conséquences d'événements catastrophiques qui a généré, pour le régime assurantiel, des primes émises de 476,7 millions de dirhams.

Fortement exposé au marché des actions, le secteur des assurances a durement subi la contraction du marché boursier dans le sillage de la crise sanitaire. Ainsi, malgré la bonne performance de la marge d'exploitation, le résultat net cumulé des entreprises d'assurances cède 21% à 2,9 milliards de dirhams, impacté essentiellement par la chute du solde financier. Le rendement des capitaux propres (ROE) diminue aussi de 2,3% pour s'établir à 7,3%. Enfin, le ratio des plus-values latentes sur les placements se détériore, passant de 18,5% en 2019 à 13% en 2020.

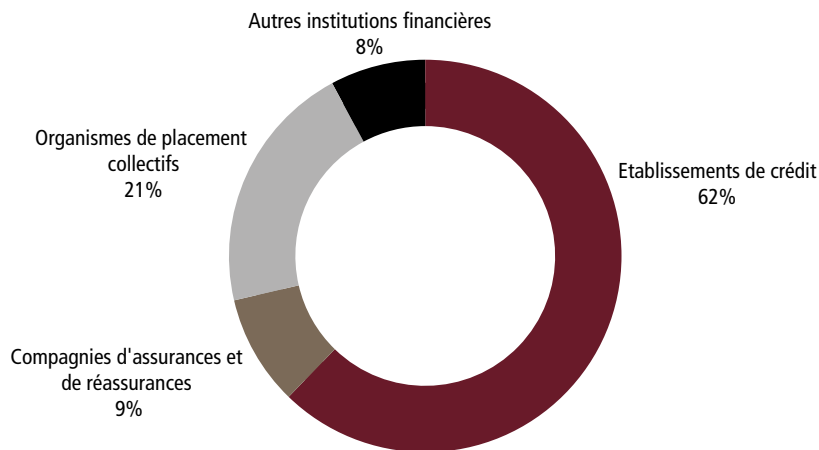
Pour sa part, la marge de solvabilité a également subi une baisse, mais reste à des niveaux largement au-dessus du seuil réglementaire. Ne couvrant à ce stade que le risque de souscription, l'excédent de la marge devrait baisser de manière significative avec le passage vers le régime prudentiel de solvabilité basée sur les risques qui couvre une palette plus large de risques auxquels est exposé le secteur des assurances. Par ailleurs, les exercices de stress tests réalisés font ressortir une bonne résilience des entreprises d'assurances aux chocs sur le

portefeuille actions et immobiliers et aux conditions macroéconomiques et techniques défavorables.

Concernant le secteur de la retraite, les principaux régimes connaissent une situation financière difficile marquée globalement par l'importance de leurs dettes implicites et par l'épuisement de leurs réserves à divers horizons. La réforme systémique de la retraite, dont l'étude relative à la conception technique de scénarios dans le cadre d'un système à deux pôles (public et privé) est à un stade avancé, permettra d'instaurer une tarification équilibrée mais également de résorber, dans des proportions importantes, les engagements passés non couverts, et partant de rétablir les équilibres financiers dans le futur.

Le secteur financier national, composé des établissements de crédit²⁶, des organismes assimilés²⁷, des compagnies d'assurances et de réassurance, des organismes de prévoyance sociale, des sociétés de bourse, des organismes de placement collectif²⁸ et de leurs sociétés gestionnaires, ainsi que des infrastructures de marché, revêt une importance majeure pour l'économie marocaine. Il pèse pour près de 244% du PIB national en termes d'actifs contre 216% un an auparavant. Le total bilan cumulé de l'ensemble des institutions financières qui le composent s'est élevé au terme de l'année 2020 à 2.620 milliards de dirhams après 2.482 milliards de dirhams en 2019, soit une progression de 5,6% contre 6,2% en 2019. Le secteur bancaire demeure la composante prépondérante du système financier national, avec une part de 62%.

Structure du système financier marocain en 2020 en term



Source : BAM, ACAPS et AMMC

La structure du secteur financier marocain n'a pas connu de changements significatifs. Au terme de l'année 2020, ce secteur comporte 51 établissements de crédit (dont 24 banques),

²⁶ Banques conventionnelles et participatives et Sociétés de financement.

²⁷ Banques off-shore, Associations de micro-crédit, Établissements de paiement, la Caisse de Dépôt et de Gestion et la Caisse Centrale de Garantie.

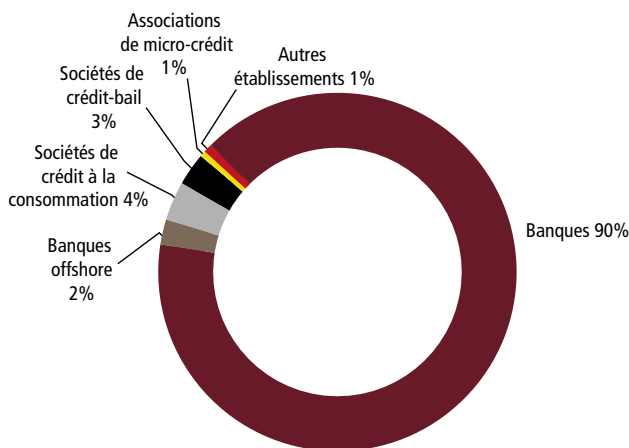
²⁸ Organismes de Placement Collectifs en Valeurs Mobilières "OPCVM", Organismes de Placement en Capital-risque "OPCR", Fonds de Placement Collectifs en Titrisation "FPCT" et Organismes de Placement Collectif en Immobilier "OPCI".

40 organismes assimilés à des établissements de crédit, 23 entreprises d'assurances et de réassurance, 22 institutions de prévoyance sociale, 17 sociétés de bourse, 502 organismes de placement collectifs, 48 sociétés gestionnaires et 5 infrastructures de marché²⁹. Le nombre des institutions financières cotées en bourse s'est maintenu à 13 couvrant six banques, quatre sociétés de financement et trois compagnies d'assurances représentant 38,2% de la capitalisation boursière contre près de 41% une année auparavant.

III.1 SECTEUR BANCAIRE ³⁰

Le secteur bancaire est toujours dominé par trois grandes banques d'importance systémique à capital privé et majoritairement marocain. Celles-ci contribuent à hauteur de 62,9% dans le total actif, distribuent 61,5% du total des crédits et collectent 63,7% du total des dépôts contre respectivement 63,3%, 62,2% et 64% en 2019. Elles opèrent à l'échelle nationale via 3.406 agences et à l'étranger à travers principalement 51 filiales et 22 succursales.

Composition du secteur bancaire-Part dans le total actif en 2020



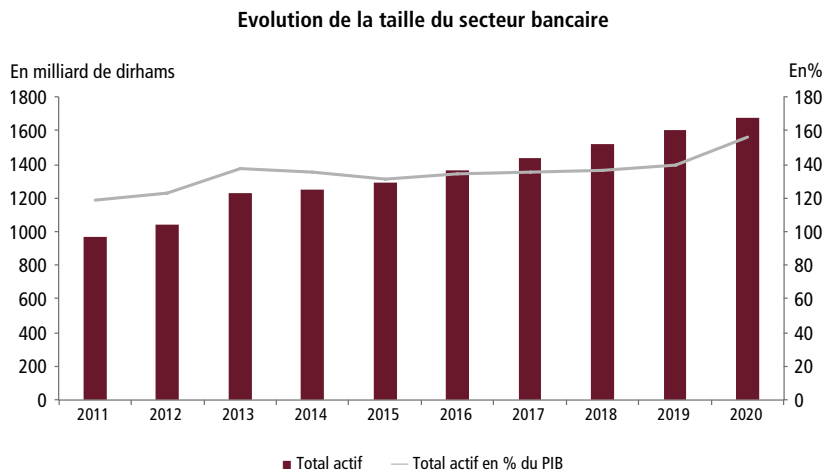
Source : BAM

²⁹ Système des Règlements Bruts du Maroc "SRBM", Sociétés Gestionnaire de la Bourse de Casablanca, Maroclear (Dépositaire Central), Groupement pour un Système Interbancaire Marocain de Télé-compensation "GSIMT" et HPS Switch "HPSS".

³⁰ Cette section fait ressortir les principaux indicateurs du secteur bancaire sur base sociale.

Poursuite de la progression de l'activité du secteur bancaire, malgré le contexte de la crise

En dépit de l'ampleur de la récession économique induite par la crise Covid-19, l'activité des banques a pu maintenir un rythme de croissance soutenu en 2020 et ce, grâce aux mesures entreprises par l'Etat et par la Banque Centrale pour soutenir l'économie et le secteur bancaire. Dans ce sens, le total actif du secteur bancaire s'est élevé à 1.508 milliards de dirhams, en hausse de 5,7% après 5,8% une année auparavant. Il représente 138% du PIB au lieu de 124% en 2019 et 122% en 2018. Ce ratio a largement augmenté, sous l'effet de la contraction du PIB nominal en 2020. Impacté par les séquelles de la crise sanitaire, ce dernier est revenu à un niveau comparable à celui de 2017.



Source : BAM

Les emplois des banques ont progressé à un rythme soutenu, maintenant globalement une structure quasi-inchangée

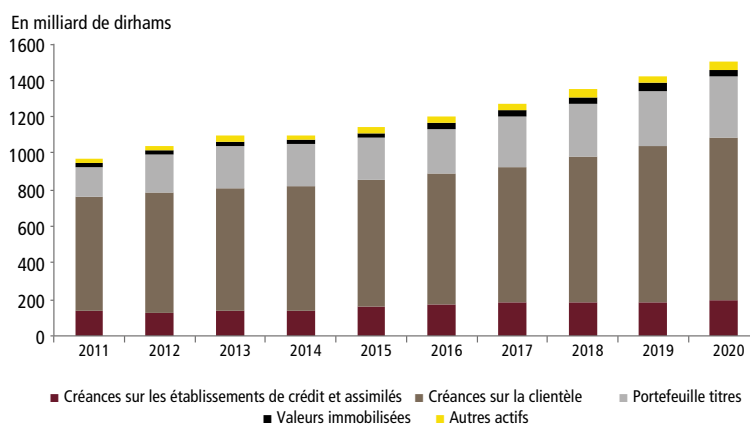
Au terme de l'année 2020, la structure des emplois agrégés des banques demeure caractérisée par la prédominance des crédits à la clientèle, dont le montant net des provisions, représente une part de près de 59%, en légère baisse de 0,7 point par rapport à 2019. Ces crédits, qui ont totalisé 887 milliards de dirhams, ont connu une décélération à 4,4% après 5,9% en 2019. Ils intègrent les concours octroyés par les banques participatives à leur clientèle pour un montant de 13,5 milliards de dirhams contre 9,1 milliards de dirhams

un an auparavant et 4,6 milliards de dirhams en 2018. Cette progression a été tirée principalement par les prêts garantis par l'Etat.

Les créances sur les établissements de crédit et assimilés ont sensiblement progressé de 4,9% contre 1,8% l'année précédente, pour s'établir à 196 milliards de dirhams. Leur part dans le total emplois des banques s'est quasiment stabilisée autour de 13%. Pour ce qui est des banques participatives, ces créances se sont établies à 1,7 milliard de dirhams en 2020 contre 1,2 milliard de dirhams en 2019.

L'encours global du portefeuille-titres des banques a augmenté de 8,7% en 2020 après 9,6% une année auparavant. Il se situe à 335,4 milliards de dirhams, s'accaparant 22,2% des emplois des banques. Il est constitué à hauteur de 54% de bons du Trésor, ayant pour leur part, progressé au titre de l'année 2020 de 11,6% contre 9,5% en 2019.

Evolution de la structure des emplois des banques



Source : BAM

La structure globale des ressources des banques est demeurée, elle aussi, quasi-inchangée comparativement aux années précédentes

A fin 2020, les dépôts collectés auprès de la clientèle continuent de constituer la principale ressource des banques, représentant près de 67% des financements contre 11% pour les dettes envers les établissements de crédit et assimilés, 8% pour les dettes obligataires et 10% sous forme de fonds propres. La structure de ces ressources est restée globalement stable, marquée par une légère hausse de la part des dettes envers les établissements de

crédit et assimilés au détriment de la dette obligataire et ce, en lien avec la hausse des apports de liquidité de Bank Al-Maghrib et la baisse des émissions sur le marché de la dette privée sous l'effet de la crise Covid-19.

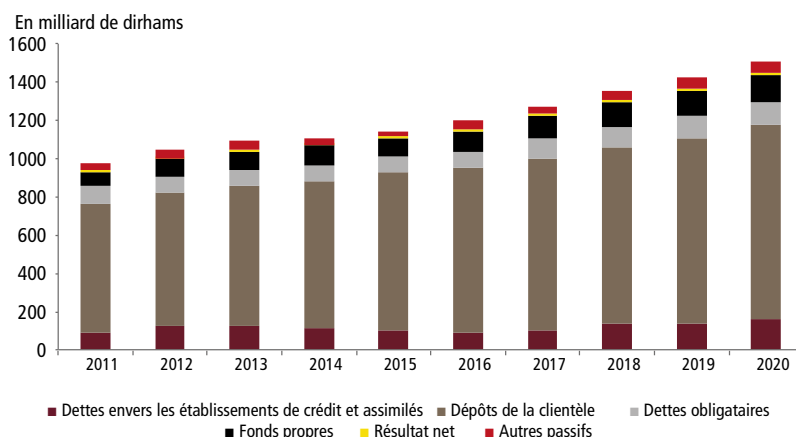
Le secteur bancaire a profité d'une bonne tenue des dépôts qui ont augmenté de près de 50 milliards de dirhams en 2020 pour s'établir à 1.008 milliards de dirhams, soit un accroissement de l'ordre de 5,2% en 2020 contre 3% en 2019. Les dépôts auprès des banques et fenêtres participatives ont totalisé 4 milliards de dirhams en 2020 contre 2,6 milliards de dirhams un an auparavant, essentiellement sous forme de dépôts à vue détenus par les ménages.

Les dettes envers les établissements de crédit se sont élevées à 164 milliards de dirhams, progressant de 16,1% après 7,3% en 2019. Elles ont représenté une part de 11% du total des ressources contre 10% en 2020.

Pour leur part et tenant compte notamment de la non-distribution des dividendes au titre de l'exercice 2019³¹ ou leur conversion en capital, les fonds propres comptables des banques ont enregistré une hausse de 6,5% (contre 10,4% en 2019) pour s'établir à 145 milliards de dirhams en 2020. Les dettes obligataires, quant à elles, ont affiché une baisse de 1,3% en 2020 à 121 milliards de dirhams contre une hausse de 16,2% en 2019. Ce repli s'expliquerait par les mesures de politique monétaire ayant permis de combler les besoins de liquidités des banques et par les faibles opportunités d'émission des titres en période de crise.

³¹ Face à la montée des risques liés aux conséquences de la crise sanitaire, Bank Al-Maghrib a demandé aux banques de surseoir à la distribution de dividendes au titre de 2019, une directive sur laquelle se sont alignés les banques.

Evolution de la structure des ressources des banques



Source : BAM

Les crédits bancaires à la clientèle sont dans l'ensemble bien diversifiés sur le plan sectoriel

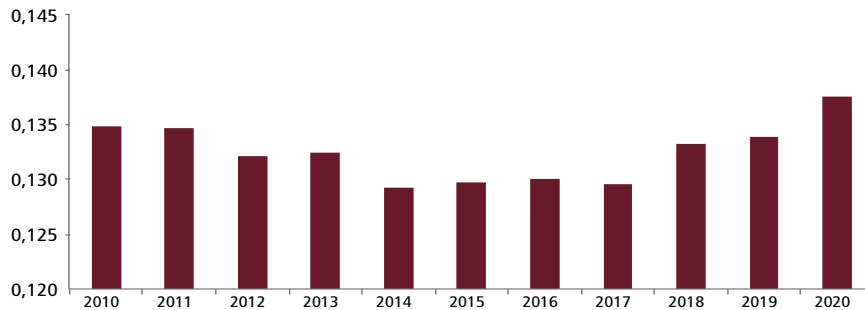
La répartition sectorielle de ces crédits demeure diversifiée et globalement inchangée à l'instar des années précédentes. Les ménages continuent d'être les premiers bénéficiaires, détenant une part de 31%, suivis par les « activités financières » et les « Bâtiments et travaux publics » avec des parts de 13,5% et 9,9% respectivement.

Les crédits en faveur du secteur des « industries manufacturières » se sont établis à 90 milliards de dirhams, en hausse de 6% ; leur part dans le total des crédits s'étant située à 9,3%. Les secteurs du « commerce » et du « transport et communication » détiennent des proportions de 6,4% et 4,1% respectivement.

L'indice de concentration IHH³², mesurant la concentration, s'est établi à 0,138 en 2020 contre 0,134 en 2019, confirmant ainsi la diversification du portefeuille des crédits aux entreprises et l'absence d'un risque de concentration excessive sur un secteur d'activité donné.

³² L'indice de Herfindhal-Hirschmann (IHH) mesure la concentration d'un marché, sa valeur varie entre 0 et 1. Plus cette valeur est élevée, plus la concentration est jugée importante.

Indice HHI mesurant la concentration des crédits aux entreprises



Source : BAM

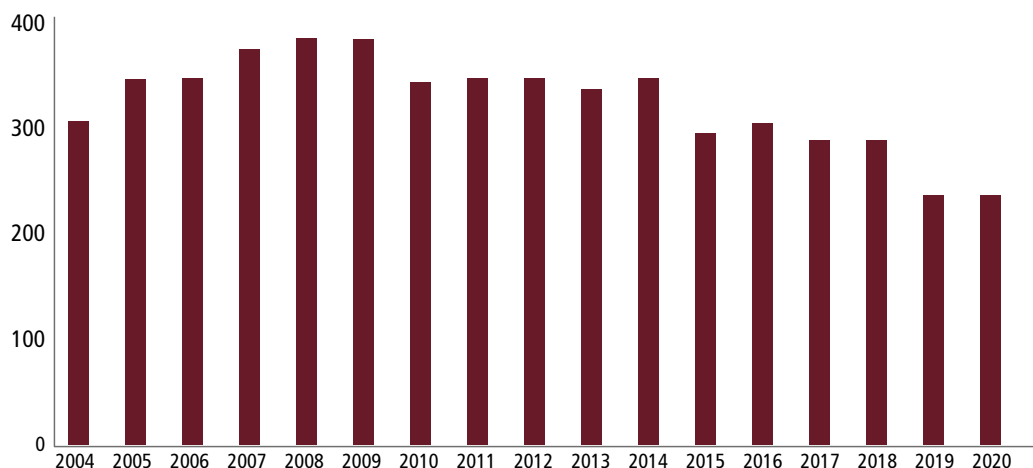
Persistance de la vulnérabilité issue du risque de concentration sur les grands débiteurs

Les expositions brutes bilan et hors-bilan des banques sur les grands débiteurs³³ ont augmenté de 1,7% à fin 2020 après une baisse de 5,9% une année auparavant, pour totaliser 368,7 milliards de dirhams, dont 38% concernent les 10 plus grands groupes non financiers.

Les prêts et titres de créance, représentant 89% des expositions bilan et 53% du total des crédits accordés aux entreprises, ont marqué une légère hausse de 1% après un recul de 3% en 2019. Le niveau global de concentration s'est maintenu à 2,3 fois les fonds propres des banques.

³³ Un grand débiteur est entendu comme toute contrepartie ou groupe de contreparties liées bénéficiant d'un crédit supérieur ou égal à 5% des fonds propres de la banque.

**Exposition des banques sur les grands débiteurs
(en % des fonds propres prudeniels des banques)**



Source : BAM

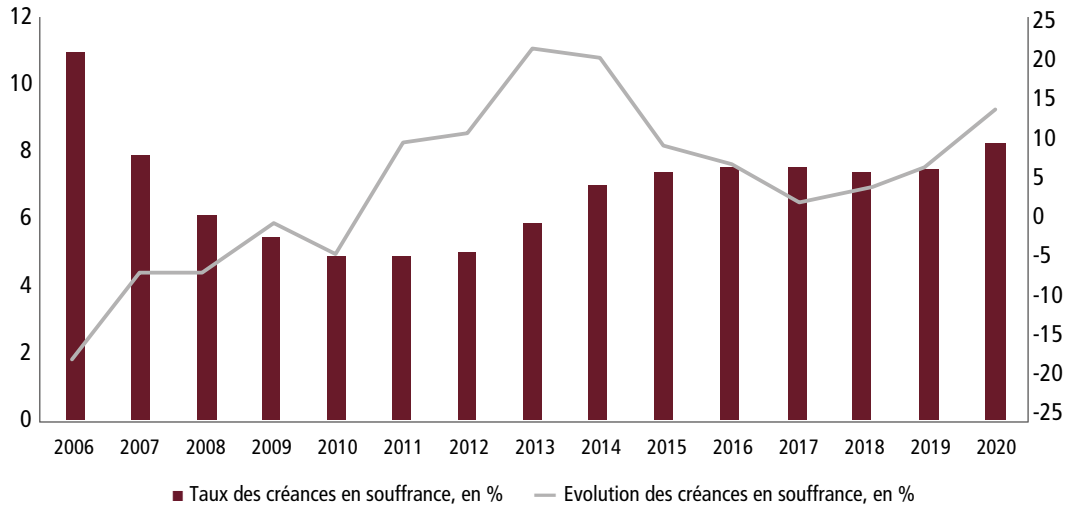
La montée des créances en souffrance dans le sillage de la crise sanitaire appelle à la vigilance, avec un taux moyen ayant atteint 8,2% à fin 2020.

Le portefeuille des créances en souffrance détenu par les banques a enregistré une hausse importante de 13,9%, pour atteindre près de 80 milliards de dirhams. Cette évolution est expliquée par la détérioration des conditions économiques sous l'effet de la crise sanitaire, ayant amplifié les difficultés de certaines entreprises et fait augmenter les impayés des ménages fragilisés par la réduction de leur activité et la perte d'emploi (le taux de chômage étant passé de 9,2% en 2019 à 11,9% en 2020). Ces derniers ont vu leurs créances en souffrance bondir de 19,2% à 28 milliards de dirhams. Quant aux entreprises non financières, leurs créances non performantes ont augmenté de 11,2%. Les secteurs d'activité les plus sinistrés sont le secteur du commerce (+16,8%), suivi de celui de l'hôtellerie (+9,7%), du BTP³⁴ (+4,8%) ainsi que les industries manufacturières (+2,8%).

³⁴ Y compris l'immobilier

Au total, le taux de sinistralité moyen du secteur bancaire s'est établi à 8,2% contre 7,5% une année auparavant. Pour les trois banques systémiques, ce taux s'est établi en moyenne à 7,5%, en hausse de 0,9 point de pourcentage par rapport à 2019.

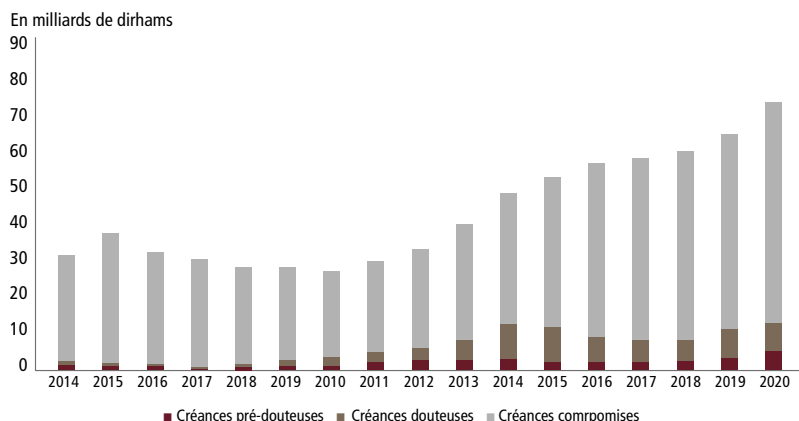
Evolution des créances en souffrance des banques



Source : BAM

Par catégorie, l'encours des créances compromises, représentant toujours plus 82% du total des créances en souffrance, a largement augmenté de 13,8% à 65,1 milliards de dirhams (après +2,1% en 2019). Les créances pré-douteuses et douteuses ont enregistré, à leur tour, un surplus de 1,7 milliard de dirhams et 142 millions de dirhams respectivement et détiennent des parts de 7% et 11%.

Créances en souffrance des banques par catégorie

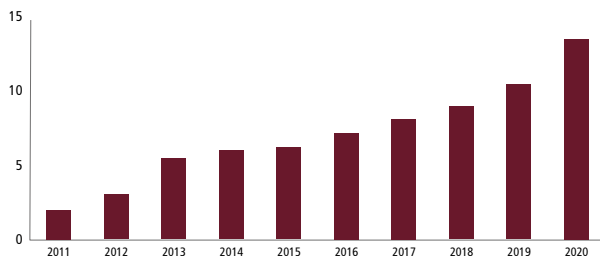


Source : BAM

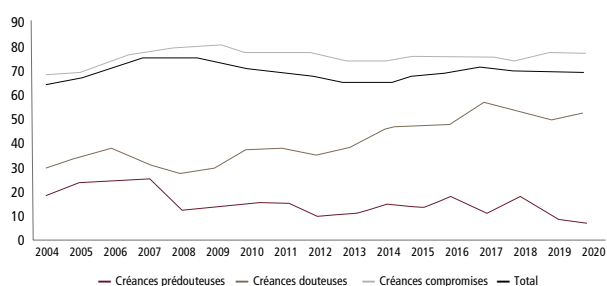
En termes de couverture et face à cette hausse de la sinistralité, les banques ont augmenté leur niveau des provisions spécifiques de près de 13% (+7,3% en 2019), engendrant un taux de couverture moyen de 69%. Ce taux ressort à 77% pour les créances compromises, 52% pour les créances douteuses et 7% pour les créances pré-douteuses. Pour les trois banques systémiques, le taux de couverture moyen se maintient à 68%.

Les banques ont également constitué des provisions à caractère général, d'un montant de 13,7 milliards de dirhams (dont 9 milliards de dirhams par les trois banques systémiques), en hausse de 27,7% par rapport à fin 2019. Ces provisions constituent, à côté des fonds propres prudentiels, des matelas visant à couvrir les créances sensibles et à préserver ainsi les banques en cas de survenance d'éventuels chocs de crédit.

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



Taux de couverture par catégorie de créances, en %

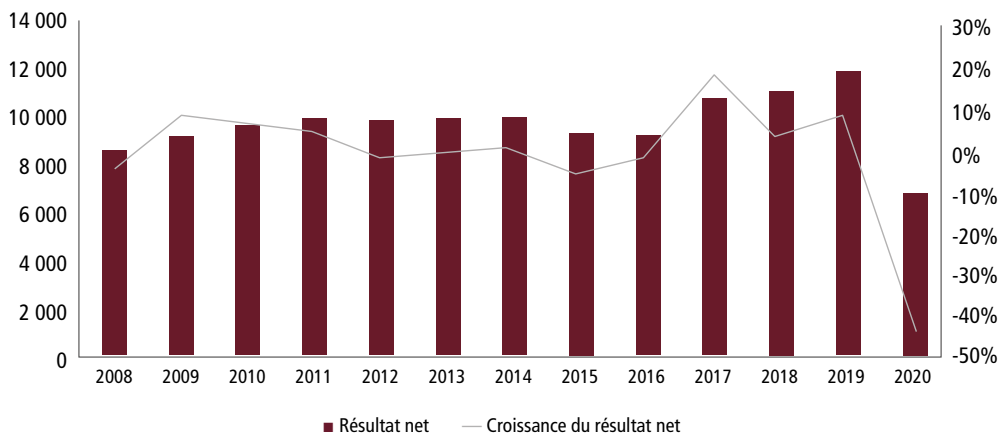


Source : BAM

Rentabilité des banques en net repli en lien essentiellement avec la forte hausse du coût du risque et leur contribution au fonds spécial Covid-19

La rentabilité du secteur bancaire a enregistré un résultat net cumulé en repli de 43,2% à 6,8 milliards de dirhams, soit la baisse la plus importante au cours de cette dernière décennie. Cette évolution résulte d'une forte augmentation du coût du risque induite par les répercussions de la crise sanitaire, conjuguée à une hausse des charges non courantes en relation avec la contribution du secteur bancaire au fonds spécial Covid-19.

Evolution du résultat net des banques, en millions de dirhams



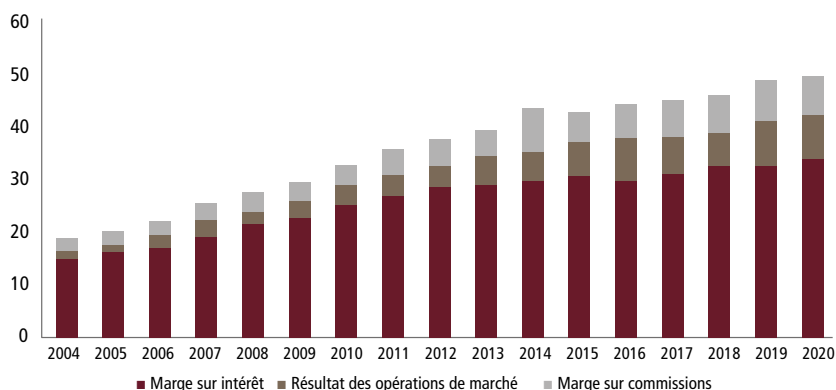
Source : BAM

Le produit net bancaire (PNB) cumulé du secteur bancaire est resté globalement stable d'une année à l'autre et s'est établi à près de 49,5 milliards de dirhams, recouvrant une baisse de la marge sur commissions (-4,7%)³⁵, une stagnation du résultat des opérations de marché et une hausse de la marge d'intérêt (+3,4%) portée principalement par un effet volume. Concernant en particulier les trois banques systémiques, elles ont cumulé un PNB de 30 milliards de dirhams, en baisse de 3% par rapport à 2019.

³⁵ Ceci s'explique par le recul des commissions sur moyens de paiement de 0,2%, des commissions sur opérations sur titres de 4,4%, des commissions sur opérations sur ventes de produits d'assurance de 3,6% et des autres commissions sur prestations de service de 9,1%.

Par composante, la part de la marge d'intérêt demeure prépondérante, passant de 65% à 68% en 2020 mettant en relief le poids globalement important de l'activité bancaire traditionnelle. Celle de la marge sur commissions s'est élevée à 15% contre 16% en 2019, tandis que la part du résultat des opérations de marché s'est maintenue, quant à elle, autour de 17%.

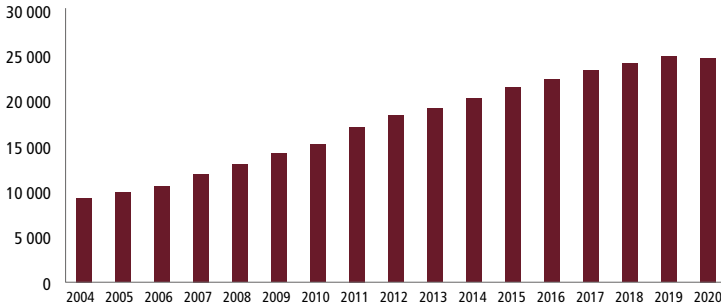
Evolution des composantes du PNB des banques, en milliard de dirhams



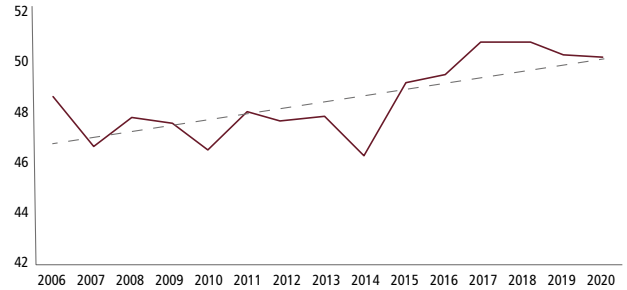
Source : BAM

Les charges générales d'exploitation ont reculé de 0,4% après une hausse de 3,9% une année auparavant, s'établissant à 24,7 milliards de dirhams et reflétant globalement une bonne maîtrise des coûts. Cette évolution est expliquée par une baisse des charges liées aux impôts et taxes (-4,4%) et un léger repli des charges de personnel (-0,1%) et des charges externes (-0,5%). Ainsi, le coefficient moyen d'exploitation ressort à un niveau de 50% contre 50,2% en 2019.

Charges générales d'exploitation, en millions dirhams



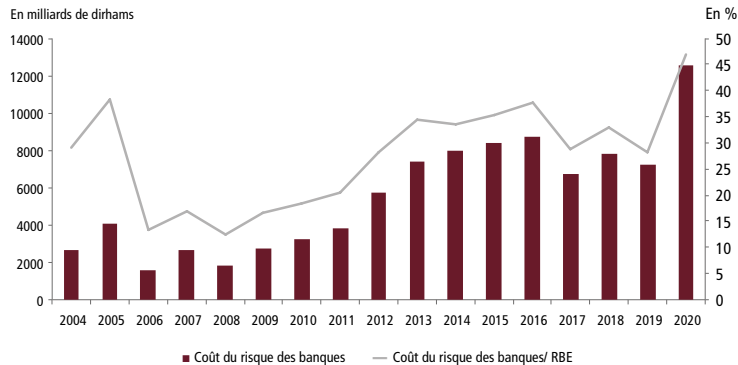
Coefficient moyen d'exploitation, en%



Source : BAM

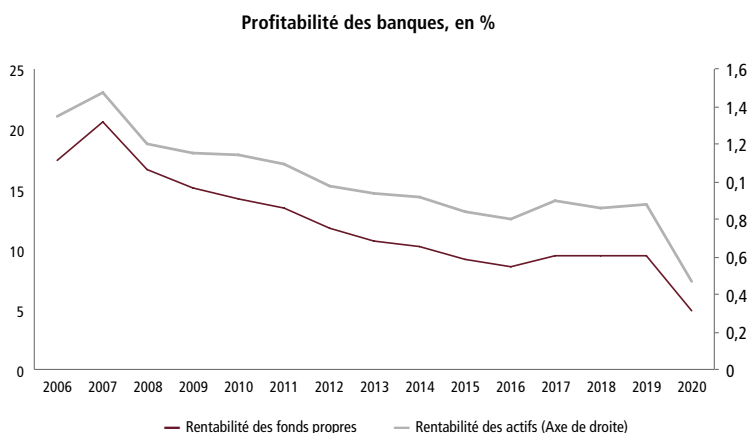
Sous l'effet de la crise et avec la montée du risque de crédit, les banques ont enregistré une hausse importante du coût de risque de 74,1% après une régression de 8,1% en 2019, cumulant 12,5 milliards de dirhams (dont 7,7 milliards de dirhams pour les trois banques systémiques). Cette détérioration s'explique par la hausse des dotations aux provisions pour les créances en souffrance (+50,7%) et celle des autres dotations nettes de reprises qui ont triplé à 3,5 milliards de dirhams, en lien avec les provisions pour risques généraux constituées par les banques pour couvrir la hausse attendue du risque de crédit. Rapporté au RBE, le coût du risque s'est établi à 47% contre 28,2% une année auparavant. Sa part par rapport à l'encours des crédits est passée de 0,8% à 1,3% d'une année à l'autre.

Coût du risque des banques



Source : BAM

Dans ce contexte, les ratios de rentabilité des banques ont été affectés par le fort repli des résultats. Ainsi, la rentabilité moyenne des actifs (ROA) ressort en baisse à 0,5% après 0,9% en 2019 et celle des fonds propres (ROE) à 4,8% après 9,4% une année auparavant.



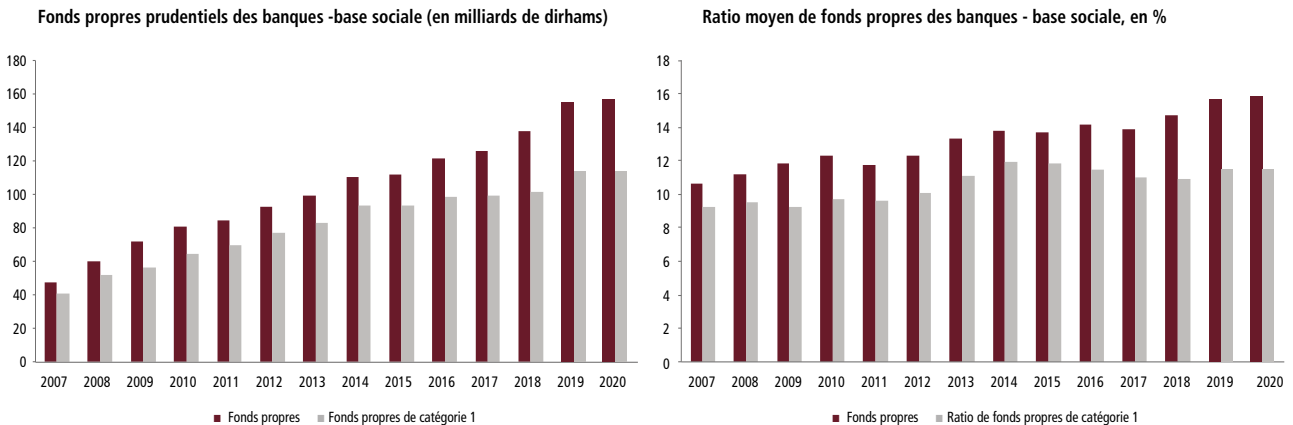
Source : BAM

Malgré les effets manifestes de la crise sanitaire, les ratios moyens de solvabilité du secteur bancaire demeurent au-delà des exigences réglementaires minimales

En dépit des impacts de la pandémie Covid-19, les fonds propres prudentiels des banques marocaines ont marqué une hausse de 2% à fin 2020 contre 12% en 2019, totalisant un montant de près de 158 milliards de dirhams en lien essentiellement avec la mise en réserve des résultats positifs au titre de l'exercice 2019 et/ou la conversion des dividendes en capital. Par composante, les fonds propres de catégorie 1 ont enregistré une timide hausse de 0,6% et ce malgré la hausse de la sinistralité et la baisse des résultats. S'agissant des fonds propres de catégorie 2, ils ont augmenté de 5,5% via notamment des émissions de dettes subordonnées à durée déterminée.

Les actifs pondérés en fonction des risques, composés à hauteur de 82% du risque de crédit, ont augmenté de 1% à fin 2020 contre 5% une année auparavant, sous l'effet conjugué de la hausse des créances en souffrance et des crédits garantis par l'Etat peu consommateurs de fonds propres.

Dans ces conditions, les banques ont affiché un ratio de solvabilité moyen de 15,7% contre 15,6% une année auparavant et 14,7% en 2018, soit un niveau supérieur au minimum réglementaire de 12%. Pour sa part, le ratio Tier 1 s'est établi à 11,4% à fin 2020 contre 11,5% et 10,9% respectivement en 2019 et 2018. Pour les banques systémiques, les ratios prudentiels moyens se sont établis respectivement à 15,4% et à 11% contre 15,2% et 11,2% une année auparavant.



Source : BAM

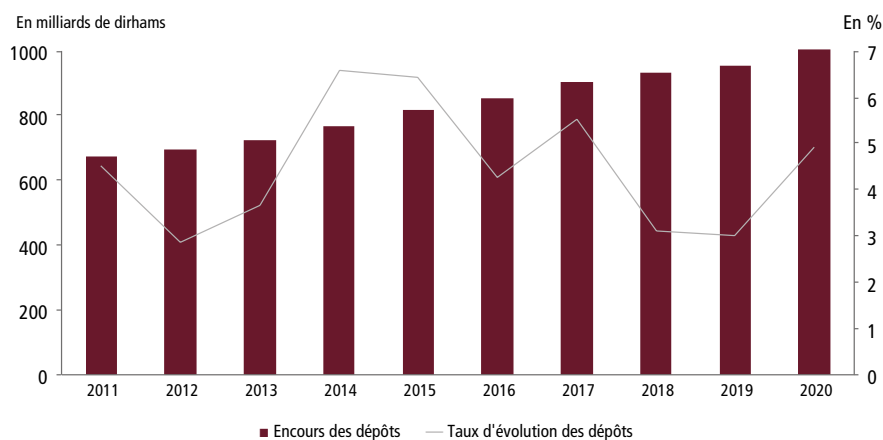
Hausse de la pression sur la liquidité des banques en 2020, induite par le fort accroissement de la circulation fiduciaire dans un contexte de crise

L'accentuation des besoins en liquidité bancaire courant l'année 2020 (passant de 64,1 milliards de dirhams en décembre 2019 à 83,4 milliards de dirhams en décembre 2020) a été principalement tirée par l'accroissement de la circulation fiduciaire observé dans le sillage de la crise sanitaire ayant enregistré une progression de 20,1% par rapport à 2019. Dans ce contexte, la Banque centrale a haussé l'encours de ses interventions d'une année à l'autre de près de 15,6 milliards de dirhams en moyenne et le recours des banques au refinancement par les émissions de dette obligataire est demeuré élevé, malgré sa décélération par rapport à 2019. Bank Al-Maghrib a assuré ainsi une surveillance rapprochée de la situation de liquidité des établissements bancaires et a mis en place les mesures nécessaires pour répondre aux besoins de liquidité des banques (Cf. Encadré 6, relatif aux mesures prises par Bank Al-Maghrib pour faire face à l'impact de la pandémie Covid-19).

En 2020, les dépôts collectés par le secteur bancaire auprès de la clientèle ont progressé à un rythme plus prononcé que celui des deux dernières années

Les dépôts de la clientèle ont progressé en 2020 à un rythme plus soutenu que celui observé au cours des deux dernières années. Cette situation pourrait s'expliquer par les conditions peu favorables de placement, une préférence pour la liquidité et l'épargne bancaire en ces temps de crise. Néanmoins, il demeure en deçà du taux de progression moyen observé entre 2014 et 2017. Malgré leur hausse, leur part dans le total des ressources des banques s'est de nouveau réduite, revenant à 66,8% en 2020 après 67,1% une année auparavant et 68,9% en 2018.

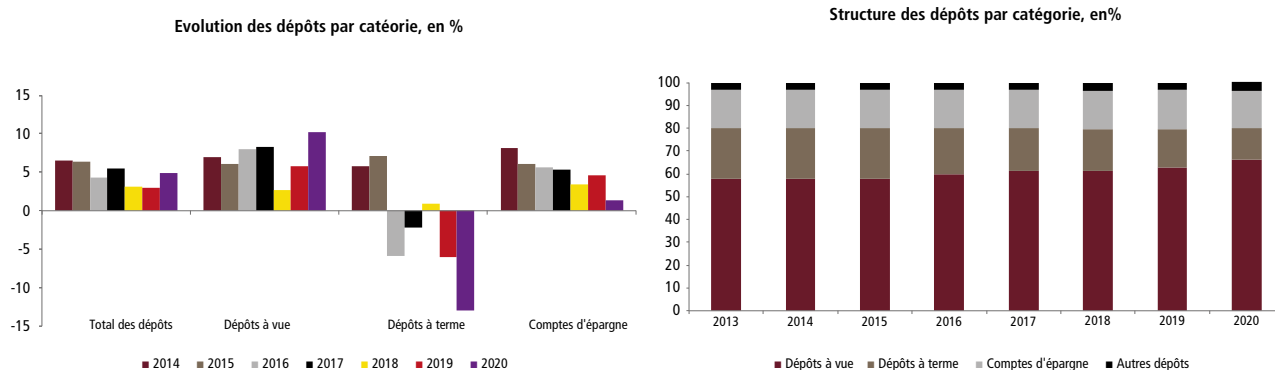
Evolution des dépôts collectés auprès de la clientèle



Source : BAM

Par catégorie, les dépôts à vue ont fortement augmenté, enregistrant une hausse de 10,3% après 5,8% l'année précédente et 6,2% en moyenne sur les cinq dernières années. La part de cette catégorie s'est renforcée dans le total des dépôts, s'établissant à 66% après 62,8% en 2019 et 60,6% en moyenne entre 2015 et 2019. Les comptes d'épargne ont également affiché une évolution positive, limitée toutefois à 1,4% après 4,6% une année auparavant, en lien avec les difficultés financières des ménages en périodes de crise, comme celle d'aujourd'hui. Ils ont représenté une proportion de 16,8% dans le total des dépôts, avec 168,3 milliards de dirhams. Parallèlement, les dépôts à terme ont poursuivi leur contraction globale observée depuis 2016 (à l'exception de la sensible hausse de 0,9% réalisée en 2018).

En 2020, leur repli a été de l'ordre de 12,9%, soit 21 milliards de dirhams de moins en une année. Leur part s'est ainsi réduite à 13,8% alors qu'elle représentait plus que 22% il y a dix années. Cette évolution s'expliquerait par la faible rémunération accordée dans un contexte de taux d'intérêt bas. En outre, l'orientation de la clientèle vers les dépôts disponibles immédiatement s'est encore accentuée, en lien avec la conjoncture difficile engendrée par la crise sanitaire.



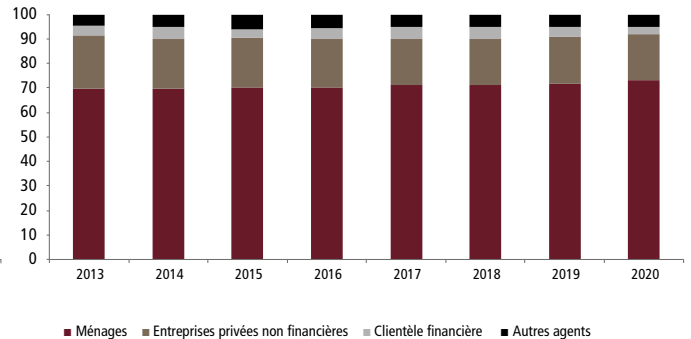
Source : BAM

Les dépôts bancaires des particuliers résidents, qui accaparent près de 54% du total des dépôts, ont enregistré une hausse de 6,6%, s'élevant à 534,3 milliards de dirhams, contre 5,7% une année auparavant. Parallèlement, les dépôts des marocains résidents à l'étranger (MRE), représentant une part de près de 19%, ont enregistré une hausse de 2,6% pour atteindre 189,7 milliards de dirhams, contre une hausse limitée de 0,9% une année auparavant. Les dépôts collectés auprès des entreprises non financières privées se sont accrus de 2,4% à 186 milliards de dirhams, en nette décélération par rapport à leur évolution enregistrée en 2019 de 4%, leur part s'étant réduite légèrement à 18,7% après 19%. Par ailleurs, les dépôts relatifs à la clientèle financière relevant principalement des OPCVM et des compagnies d'assurances ont poursuivi leur baisse amorcée en 2018, enregistrant un repli de 8,2% en atténuation par rapport à l'année d'avant qui était de l'ordre de 20,4%.

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



Structure des dépôts par agent économique, en%



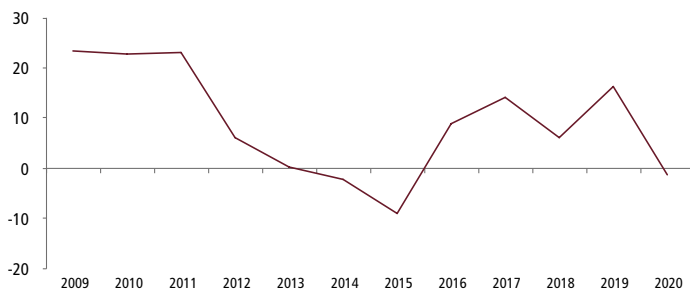
Source : BAM

Le recours au refinancement obligatoire par les banques demeure élevé, malgré son recul comparativement à l'année précédente

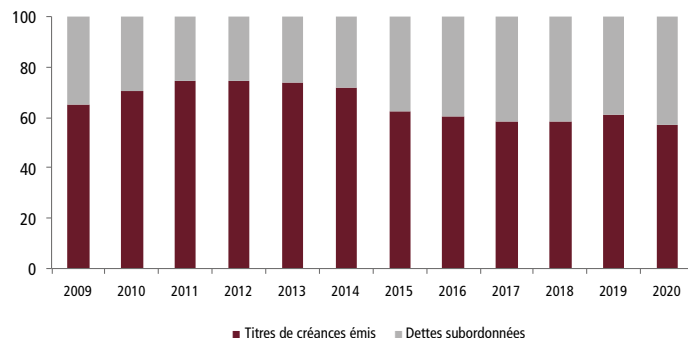
L'encours de la dette obligatoire a totalisé 120,8 milliards de dirhams, en baisse de 1,3% ou 1,7 milliards de dirhams, après la hausse marquante de 2019 de 16,2%. Comparées à l'année 2018, les émissions obligataires en 2020 ont augmenté de presque 15,4 milliards de dirhams, confirmant ainsi l'accroissement de ce type de refinancement amorcé en 2016. Sa part dans l'ensemble des ressources du secteur bancaire a représenté 8%, contre 8,6% un an auparavant.

Sur ce total, les dettes subordonnées ont augmenté de 4,3 milliards de dirhams en une année, soit une croissance de 9% pour s'établir à 51,9 milliards de dirhams, alors que les titres de créances émis ont baissé de 7,9%, atteignant près de 68,9 milliards de dirhams.

Dettes obligataires émises par les banques, variation en %



Structure de la dette obligataire des banques, en %



Source : BAM

Accentuation, au pic de la crise, du besoin en liquidité des banques accompagnée d'une hausse importante des avances de Bank Al-Maghrib, qui se sont graduellement estompées en fin d'année

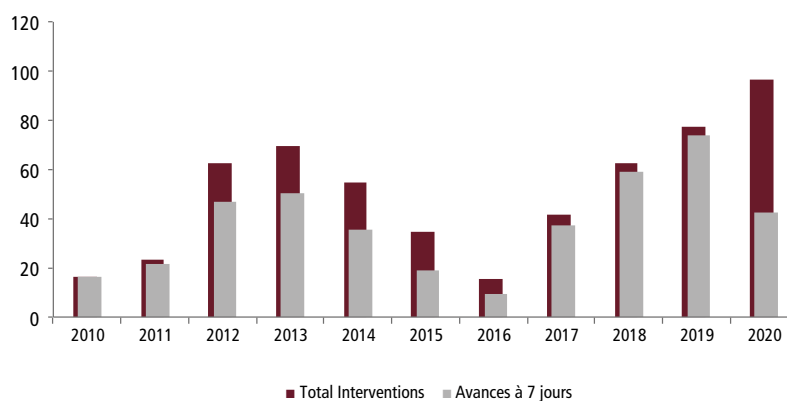
Bank Al-Maghrib a augmenté le volume de ses injections, en moyenne quotidienne, de 76,4 milliards de dirhams en 2019 à 92 milliards en 2020, pour répondre à la hausse du besoin de liquidité des banques. Les interventions ont été opérées par le biais des avances à 7 jours à hauteur de 42,7 milliards de dirhams, soit une part de 44% contre 95% en 2019, ainsi qu'à travers des prêts garantis et des opérations de pension livrée à 3 mois, avec des montants de 19,9 milliards et 16 milliards de dirhams respectivement.

La hausse des injections de liquidité au profit des banques a été sous l'effet d'un resserrement de la liquidité bancaire en dirhams, consécutif à l'expansion historique de la circulation fiduciaire de 20% après 7% en 2019, atteignant ainsi 319 milliards de dirhams à fin 2020. Parallèlement, les avoirs bancaires en devises ont augmenté en lien avec le renforcement des réserves de change, qui se sont accrues de l'équivalent de 29,2 milliards en moyenne après 2,9 milliards de dirhams un an auparavant.

Pour atténuer l'impact de la crise covid-19 et favoriser la reprise, la Banque a assoupli de manière significative ses conditions de refinancement pour les banques conventionnelles et a mis en place des mécanismes spécifiques pour les banques participatives et pour les associations de microcrédit. Elle a particulièrement élargi la liste des actifs éligibles en tant que garantie aux opérations de refinancement des banques, pour comprendre en plus des titres émis ou garantis par l'Etat et des titres de créances négociables (TCN), les titres de

créances émis par les Entreprises et Etablissements Publics (EEP) ou des Fonds de Placements Collectifs en Titrisation (FPCT) et les effets représentatifs de créances sur l'Etat (en particulier remboursement des crédits TVA) ou sur les EEP. La Banque a assoupli également les conditions de refinancement des banques dans le cadre du programme³⁶ de soutien au financement des TPME, en élargissant le refinancement aux crédits de fonctionnement en sus des crédits d'investissement.

Interventions de la banque centrale, en MMDH



Source : BAM

Le niveau moyen observé du coefficient d'emploi³⁷ s'est établi à 97%, en légère amélioration d'un point de pourcentage par rapport à 2019, suite à une croissance des dépôts plus importante que celle des crédits. Le coefficient d'emploi ajusté des certificats de dépôt, s'est établi à 91% au même niveau que celui de 2019 et 2018.

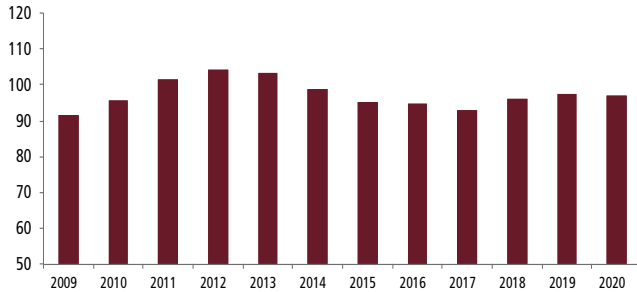
Le ratio de liquidité à court terme (LCR)³⁸ s'est fortement amélioré courant 2020, pour se situer à 194% au terme de l'année contre 159% en 2019, niveau largement supérieur au seuil minimum réglementaire exigible de 100%.

³⁶ Mis en place depuis 2013

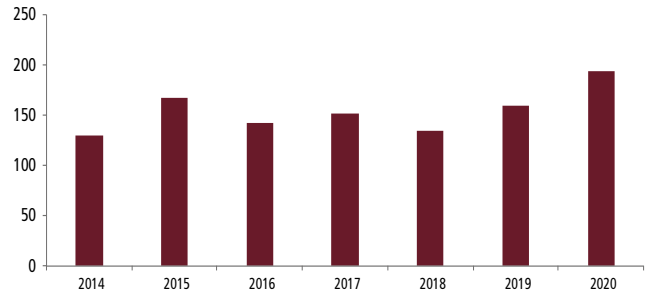
³⁷ Rapport entre les crédits et les dépôts bancaires.

³⁸ Ce ratio mesure la quantité d'actifs liquides de haute qualité à la disposition des banques pour couvrir les sorties nettes de trésorerie sur une période d'un mois.

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



LCR moyen du système bancaire, en %



Source : BAM

Encadré N°6 : Mesures prises par Bank Al-Maghrib pour faire face à l'impact de la pandémie Covid-19

En complément aux mesures décidées par le Comité de Veille Economique pour soutenir les entreprises et les ménages durement touchés par la crise sanitaire, Bank Al-Maghrib (Prêts garantis par l'Etat, Moratoire de crédit, etc.) et à l'instar des autres banques centrales à l'échelle internationale, a mobilisé une batterie d'instruments sur le plan prudentiel et de politique monétaire.

Ces mesures, qui ont permis d'atténuer l'impact de la crise sur les agents économiques et le secteur bancaire, ont porté principalement sur :

- La baisse à deux reprises du taux directeur le ramenant le 17 mars 2020 de 2,25 à 2% puis le 16 juin à 1,5% entraînant une pression à la fois sur le coût des ressources et les taux débiteurs ;
- La libération intégrale de la réserve obligatoire des banques ;
- Le renforcement de la capacité de refinancement des banques pour faire face au besoin additionnel de liquidité bancaire, notamment en début de crise, à travers l'élargissement du collatéral aux titres négociables, aux créances sur les administrations centrales et sur les « Corporates » et aux créances hypothécaires ;
- La diffusion d'une directive auprès du secteur bancaire, préconisant la suspension de la distribution de dividendes au titre de l'exercice 2019, à laquelle se sont alignées les banques ;
- L'assouplissement des règles prudentielles de solvabilité et de liquidité. Ainsi et outre le principe de sursoir au provisionnement des créances, objet du moratoire décidé par le Comité de Veille Economique, les banques peuvent utiliser leur coussin de conservation en fonds propres

prudentiels à hauteur de 50 points de base jusqu'à juin 2020 puis jusqu'à juin 2022. Elles ont été également autorisées à avoir un coussin de liquidité inférieur au seuil réglementaire, jusqu'au juin 2020 ;

- Le maintien du coussin en fonds propres contracyclique à 0%.

En dépit de la dégradation des conditions économiques, les banques marocaines devraient conserver leur résilience

Dans le cadre de l'évaluation régulière de la résilience des banques face aux chocs économiques, Bank Al-Maghrib a conduit un nouvel exercice de stress test macro sur la base des données à fin 2020 des huit principales banques³⁹. Ce test de résistance repose sur deux scénarii macroéconomiques, un scénario central (Baseline) en ligne avec prévisions macroéconomiques de la Banque publiées en juin, et un scénario extrême supposant la matérialisation de chocs macroéconomiques assez sévères.

Contrairement au Baseline relatant une reprise des échanges extérieurs en 2021-2022, un rebond de l'activité économique nationale ainsi que des conditions monétaires favorables, le scénario sévère stipule l'apparition d'une nouvelle vague de la pandémie Covid-19 qui affecterait les conditions économiques internes et externes. Bien que l'impact de cette nouvelle vague de contamination serait limité par rapport à 2020, en raison de la généralisation progressive du vaccin et des progrès réalisés en termes d'expérience de gestion des crises sanitaires, ces répercussions sur le tissu économique seraient non négligeables.

Selon ce scénario extrême, l'environnement international serait marqué par une baisse de l'activité économique dans plusieurs pays. En particulier, la zone euro devrait enregistrer une nouvelle contraction du PIB de 1,8% en 2021, avant de renouer avec une croissance positive en 2022 tandis que la région d'Afrique Subsaharienne enregistrerait une croissance faible par rapport au Baseline. Parallèlement, les marchés des matières premières pâtiraient d'une diminution des prix du pétrole et de la poursuite du ralentissement des cours des

³⁹ Représentant près de 80% du total actif le secteur bancaire

produits non énergétiques sur fond de la baisse de la demande et d'une offre globalement soutenue.

Sur le plan interne, un confinement partiel devrait induire une baisse de la demande ainsi qu'un recul de la production dans plusieurs secteurs. Notons toutefois que l'ampleur de cette baisse de la production serait moins sévère comparativement à 2020, en raison d'une reprise partielle de certains secteurs. Par ailleurs, l'horizon de prévision serait marqué par une performance moyenne du secteur agricole.

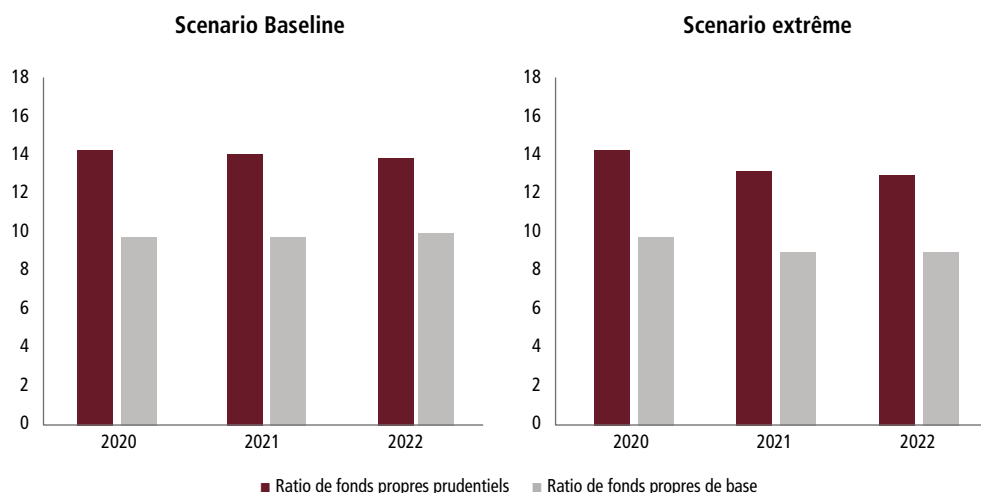
Scenarii macroéconomiques

		2020	2021	2022
<i>Conditions extérieures</i>				
Croissance zone euro (%)	Baseline	-6,4	4,4	3,8
	Extrême		-1,8	3,5
Croissance Afrique subsaharienne (%)	Baseline	-1,9	3,4	4
	Extrême		0,5	1,2
Prix du pétrole (%)	Baseline	-33,9	35,7	7,1
	Extrême		-6,5	-6,1
Prix des matières premières hors énergie (%)	Baseline	3,0	18,0	-2,6
	Extrême		0,3	-6,8
<i>Conditions intérieures</i>				
Croissance du PIB (%)	Baseline	-6,3	5,3	3,3
	Extrême		-1,0	1,2
Inflation (%)	Baseline	0,7	1,0	1,2
	Extrême		0,3	0,9
Transferts des MRE (%)	Baseline	4,9	7,6	2,8
	Extrême		4,7	0,0
Recettes IDE (% PIB)	Baseline	2,5	3,0	3,0
	Extrême		2,3	2,3

Selon le scénario de base, le taux moyen des créances en souffrance des huit principales banques soumises au test devrait se stabiliser autour de 8,5% en 2021 et 2022, avec des évolutions différenciées entre les agents économiques. Parallèlement les activités bancaires devraient se redresser sur l'horizon de prévision, améliorant ainsi leurs résultats nets, comparativement à 2020. Dans ces conditions, le ratio moyen de fonds propres global s'établirait à 14,8% en 2021 et 14,7% en 2022, tandis que le ratio moyen des fonds propres de base se maintiendrait autour de 10,3%.

En revanche, la détérioration de la conjoncture économique, décrite dans le scénario extrême, devrait lourdement affecter la qualité du portefeuille de crédit, avec une forte hausse du taux de créances en souffrance à 10,5% puis 10,7% respectivement en 2021 et 2022, contre 8,4% en 2020, expliquée principalement par les difficultés que pourraient endurer les entreprises et la montée du chômage. Cette hausse demeure toutefois limitée, en raison du maintien de la production du crédit à un niveau modéré (portée par le programme de crédits garantis par l'Etat). Parallèlement le resserrement des conditions économiques et financières impacterait aussi bien la marge sur commission, la marge d'intérêt que le résultat des opérations de marché des huit banques, induisant ainsi une forte baisse de leurs résultats net. L'ensemble de ces évolutions devrait se solder par une diminution du ratio des fonds propres prudentiels de 140 points de base (pb) et celui des fonds propres de base de 100 pb, sur l'horizon de prévision. En dépit de ce recul, le niveau suffisamment élevé des fonds propres prudentiels permettrait de maintenir les ratios ces ratios en-dessus des exigences réglementaires.

Evolution du ratio de fonds propres total



L'évolution des principaux indicateurs du secteur bancaire sur base consolidée

Sur base consolidée, le total bilan agrégé du secteur bancaire s'élève à fin 2020 à 1.924 milliards de dirhams, en hausse de 5,1% après 7,3% en 2019 et 5,6% en 2018. Les trois

groupes systémiques continuent d'en représenter près de 70% du total. Du côté des emplois, les prêts et les créances sur la clientèle qui en constituent 60,5% (près de 62% en 2019), ont enregistré un net ralentissement avec une croissance de 2,8% contre 6,9% en 2019 et 8,1% en 2018. La deuxième importante rubrique à savoir les actifs financiers à la juste valeur par résultat avec une part de 10,1% n'a évolué que de 3,9% après 9,2% en 2019.

Les créances en souffrance sur la clientèle totalisent 117 milliards de dirhams contre 102 milliards de dirhams, soit un taux de risque moyen de 9,5% contre 8,5% en 2019 et un taux de couverture moyen par des provisions maintenu à 66%.

S'agissant des ressources, les dettes envers la clientèle qui en forment 65,7% ont augmenté de 5,6% contre 5,2% une année auparavant. Les dettes envers les établissements de crédit et assimilés avec une proportion de 10,4%, ont augmenté de 8,6% contre 2,2% en 2019.

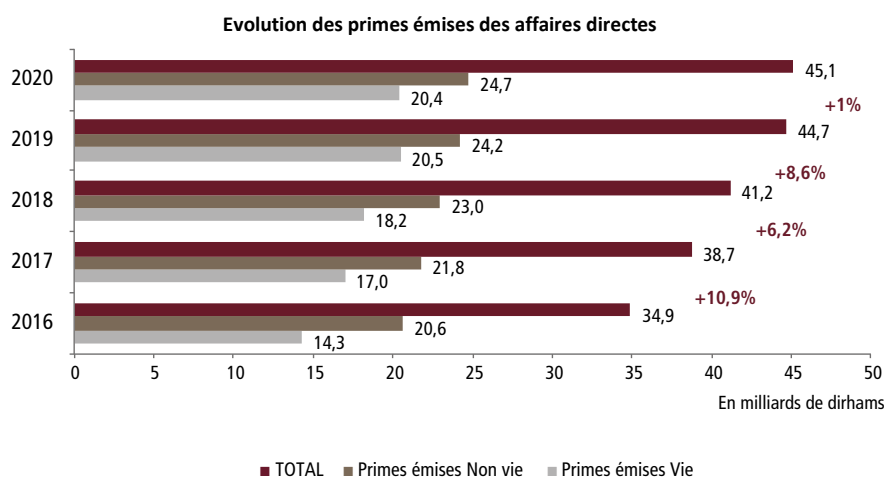
S'agissant de la rentabilité, le résultat net-part du groupe a enregistré, sous l'effet de la crise Covid-19, un repli significatif de 53,1% après une hausse de 2,3% l'an dernier. Cette régression résulte principalement de la montée du coût des risques dont le montant a plus que doublé pour atteindre 20,6 milliards de dirhams, soit près de 60% du résultat brut d'exploitation. Ainsi, les indicateurs de rentabilité se sont fortement dégradés aboutissant à une rentabilité moyenne des actifs (ROA) de 0,5% contre 0,8% une année auparavant et 0,9% en 2018 et une rentabilité moyenne des fonds propres (ROE) qui s'établit à 4,6% contre 9,7% en 2019 et 10,7% en 2018.

Au plan de la capitalisation, les fonds propres consolidés du secteur ont atteint 193 milliards de dirhams contre 192,6 milliards de dirhams dont 149 milliards de dirhams de fonds propres de catégorie 1 (150,3 milliards de dirhams à fin 2019) induisant un ratio moyen de solvabilité global de 13,6% et un ratio moyen de fonds propres de catégorie 1 de 10,5% pour des minima réglementaires de 12% et 9% contre respectivement 13,9% et 10,9% en 2019 et 14,7% et 10,8% en 2018.

III.2 SECTEUR DES ASSURANCES

Le secteur de l'assurance s'en sort avec une croissance de 1% malgré le contexte difficile...

En dépit d'une conjoncture difficile marquée par une crise sanitaire avec des impacts importants sur l'activité économique, le secteur des assurances a pu maintenir sa croissance avec des primes émises en affaires directes de 45,1 milliards de dirhams (+1%), en décélération par rapport à 2019 (+8,6%). Cette croissance, en temps de crise, n'a été possible que grâce à l'entrée en vigueur du régime obligatoire de couverture des conséquences d'événements catastrophiques qui a généré, pour le volet assurantiel, des primes émises de 476,7 millions de dirhams. Sans l'apport de la garantie des conséquences des évènements catastrophiques, l'activité du secteur des assurances aurait stagné en 2020.



Source ACAPS

En réassurance, les primes acceptées affichent une croissance très marquée de 45,9% à 3 milliards de dirhams. A l'origine de cette nette progression, les flux d'acceptation générés par la garantie contre les conséquences d'évènements catastrophiques (+361,3 millions de dirhams), la hausse des acceptations des affaires facultatives marocaines (+341 millions de dirhams) et l'augmentation des acceptations des affaires étrangères (+116 millions de dirhams).

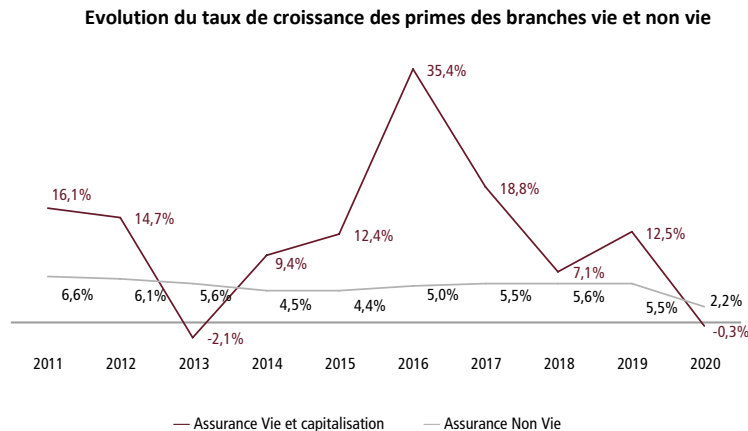
Au global, le chiffre d'affaires du secteur, acceptations comprises, s'élève à 48,1 milliards de dirhams, en hausse de 3% par rapport à 2019.

Le taux de pénétration de l'assurance (primes émises directes rapportées au PIB), s'apprécie à 4,1% contre 3,9% en 2019. Cette progression s'attribue principalement à la baisse du PIB national.

L'analyse par branche fait ressortir une contraction des assurances vie et capitalisation de 0,3% à 20,4 milliards de dirhams, marquant une rupture avec la croissance enregistrée ces dix dernières années. L'épargne, principale composante de la branche, réalise des évolutions contrastées : les supports en dirhams accusent une baisse de 1% à 16,1 milliards de dirhams, au moment où les unités de compte continuent sur la dynamique amorcée en 2014 et progressent de 15,7% à 1,4 milliard de dirhams. Pour sa part, l'assurance décès accuse un repli de 3,2% à 2,9 milliards de dirhams.

Avec cette contre-performance, l'assurance vie et capitalisation voit son apport dans le chiffre d'affaires total baisser à 45,2% contre 45,8% un an auparavant.

De leur côté, les assurances non vie maintiennent une croissance de 2,2% à 24,7 milliards de dirhams, profitant à la fois de l'apport de la nouvelle garantie contre les conséquences d'événements catastrophiques et de la bonne performance de l'assurance « incendie et éléments naturels ». En revanche, l'assurance automobile qui draine l'essentiel du chiffre d'affaires non vie marque une quasi-stagnation pour s'établir à 12 milliards de dirhams.



Source ACAPS

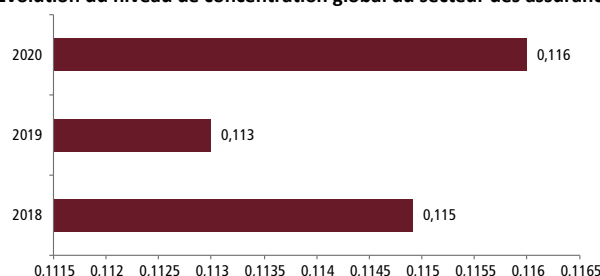
	2019	2020
Assurances vie et capitalisation	45,8%	45,2%
Assurances non - vie	54,2%	54,8%
Garanties contre les conséquences d'évènements catastrophiques	-	1,1%
Automobile	26,8%	26,5%
AT & MP	5,1%	4,9%
Accidents corporels	9,9%	9,8%
Incendie	3,6%	4,3%
Assistance - crédit – caution	3,7%	3,1%
Autres	5,2%	5,2%
Total	100%	100%

Source : ACAPS

Une concentration moyenne dans l'ensemble et plus accentuée sur le marché Vie

La concentration du secteur des assurances, mesurée par l'indice Herfindahl-Hirshman, se situe à 0,116 traduisant un marché moyennement concentré. Comparée à 2019, la concentration du marché a légèrement augmenté, suite à l'opération de fusion-absorption de Sanad par Atlanta.

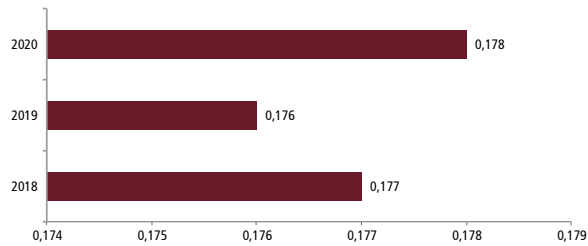
Evolution du niveau de concentration global du secteur des assurances



Source : ACAPS

En assurance vie, la concentration demeure élevée (IHH à 0,178), en raison du nombre réduit des acteurs actifs sur ce segment et d'une répartition asymétrique de leur part de marché. En effet, le marché de l'assurance vie est animé par neuf acteurs (au lieu de 10 en 2019) et trois acteurs concentrent 66,6% de parts de marché.

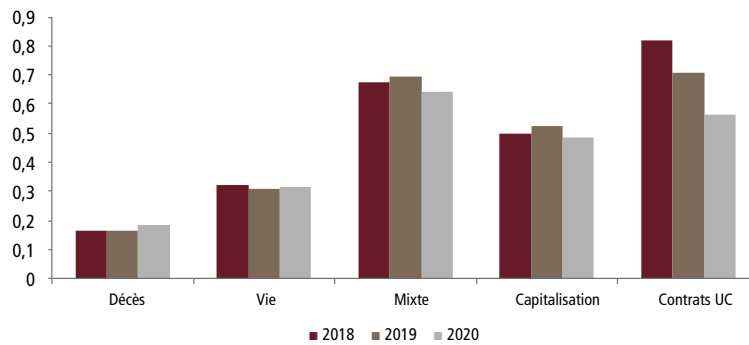
Evolution du niveau de concentration de l'assurance vie



Source : ACAPS

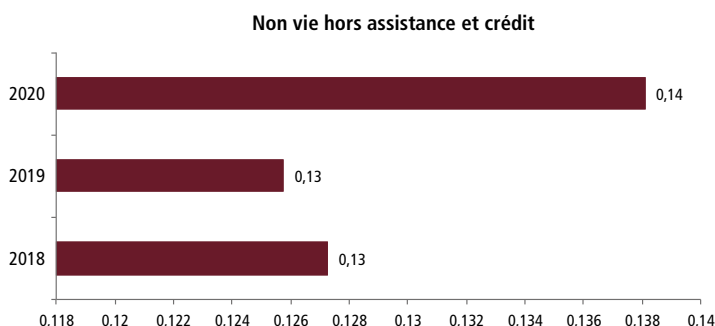
Dans le détail, toutes les catégories de la branche vie et capitalisation présentent des niveaux de concentration élevés, avec une baisse marquée de la concentration des contrats en Unité de Compte suite à une redistribution des parts de marché entre les acteurs actifs sur ce segment.

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



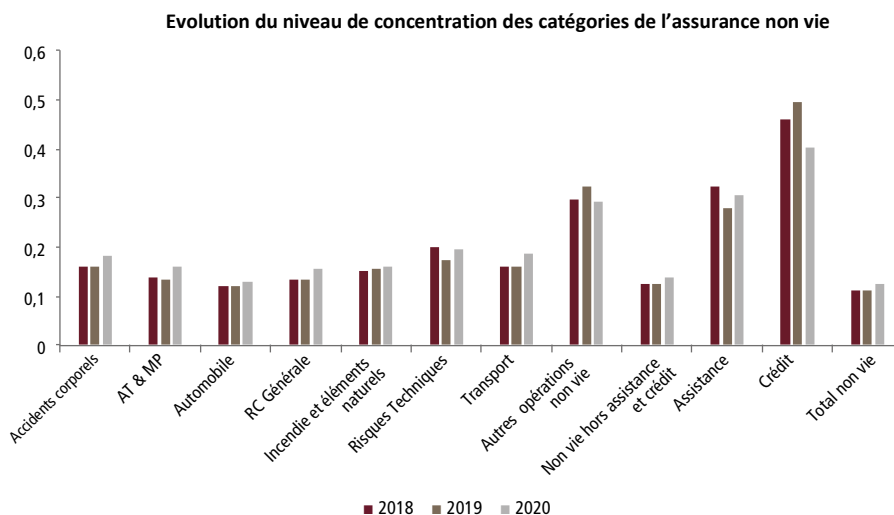
Source : ACAPS

L'IHH en assurance non vie (hors assistance et crédit) maintient un niveau de concentration moyen à 0,138, supérieur au niveau enregistré en 2019 (0,126). Cette évolution est principalement due à l'augmentation de la part de marché détenue par quatre assureurs qui passe de 63,7% en 2019 à 66,7% en 2020.



Source : ACAPS

L'analyse par catégorie fait ressortir des niveaux de concentration disparates entre les différentes composantes de l'assurance non vie. Le niveau est moyen pour les catégories « Automobile », « Responsabilité civile générale », « Incendie et éléments naturels » et « Accidents du travail et maladies professionnelles », tandis que l'assistance-crédit-caution et les autres opérations non vie (grêle, mortalité du bétail, vol, risques climatiques) se démarquent par des niveaux de concentration élevés. Pour l'assurance-crédit, l'année a été marquée par une baisse du niveau de concentration, liée à une redistribution des parts de marché entre assureurs crédit.



Source : ACAPS

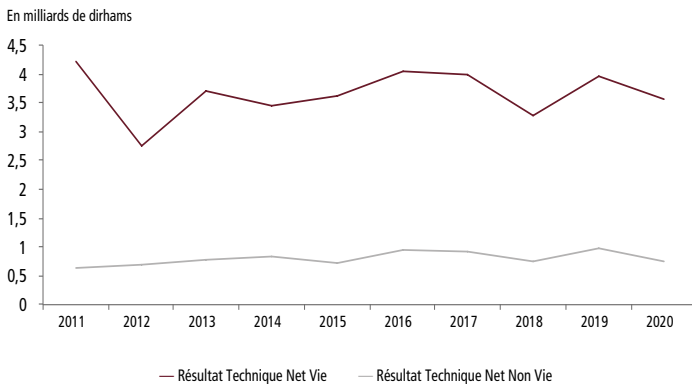
Rentabilité en baisse

En 2020, le résultat net agrégé des entreprises d'assurances concède 21% à 2,9 milliards de dirhams. Cette baisse concerne aussi bien le résultat technique (-12,6%) que le résultat non-technique (-424,5%).

S'agissant du résultat technique, la baisse est enregistrée aussi bien en assurance vie (- 22,7%) qu'en assurance non vie (- 10,1%). Elle résulte de l'effet combiné de :

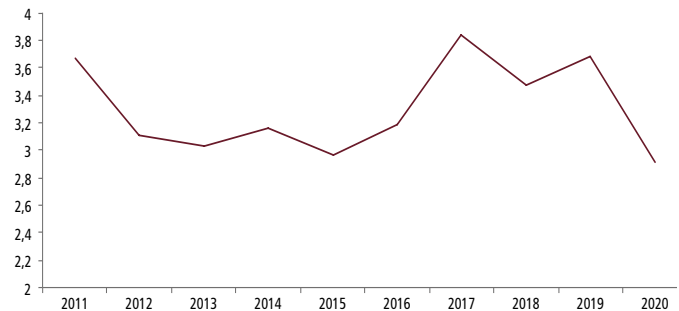
- La chute du solde financier de 33% (-1,8 milliard de dirhams), due à la contraction du marché boursier⁴⁰ ;
- L'amélioration de la marge d'exploitation de 208,6% à 1,9 milliard de dirhams. Cette performance a profité d'une part de la baisse des charges de prestations non vie (- 3,9%) et d'autre part de la croissance des primes acquises non vie (+ 3,1%), dynamisée par la nouvelle garantie contre les conséquences d'événements catastrophiques ;
- L'appréciation du solde de réassurance de 10,1% à 1,2 milliard de dirhams en faveur des réassureurs, suite à la baisse de la sinistralité.

Evolution du résultat technique net ventilé en vie et non vie des assureurs directs



Source : ACAPS

Résultat net des entreprises d'assurances



Source : ACAPS

⁴⁰ L'indice MASI a clôturé l'année avec une baisse de 7,27%.

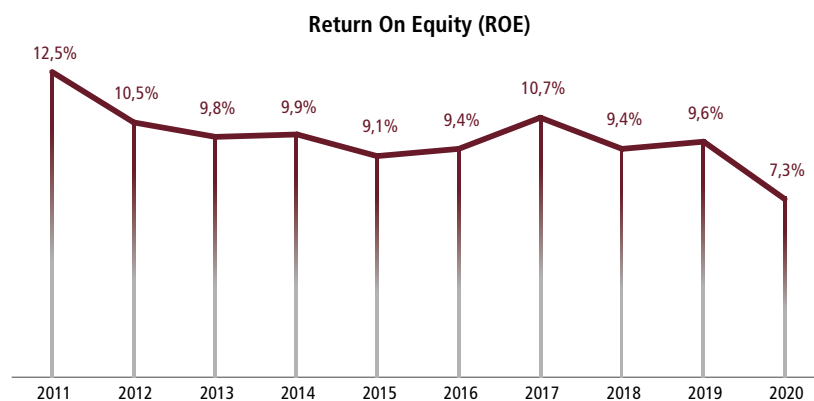
En incluant les réassureurs exclusifs, le résultat net cumulé s'établit à 3,2 milliards de dirhams, en baisse de 18,7% par rapport à 2019.

Evolution des composantes du résultat net des entreprises d'assurances

	2019	2020	Variation
Primes acquises	44 665 664,0	45 358 502,5	1,6%
Charges de prestations	35 607 732,3	34 728 951,8	-2,5%
Charges d'acquisition et de gestion nettes	8 438 752,9	8 718 877,0	3,3%
Marge d'exploitation	619 178,8	1 910 673,7	208,6%
Solde Financier	5 442 107,1	3 645 252,1	-33,0%
Résultat technique brut	6 061 285,9	5 555 925,9	-8,3%
Solde de réassurance	- 1 134 868,0	- 1 249 748,8	-10,1%
Résultat technique net	4 926 417,9	4 306 177,1	-12,6%
Résultat non technique	- 77 393,8	- 405 954,6	-424,5%
Résultat avant impôts	4 849 024,1	3 900 222,5	-19,6%
Impôts sur les résultats	1 164 530,6	990 061,8	-15,0%
Résultat net	3 684 493,5	2 910 160,7	-21,0%

Source : ACAPS

Avec la chute marquée du résultat net et l'augmentation des capitaux propres de 5,0%, à 40,1 milliards de dirhams, le rendement moyen des fonds propres (ROE) passe de 9,6% en 2019 à 7,3% en 2020.

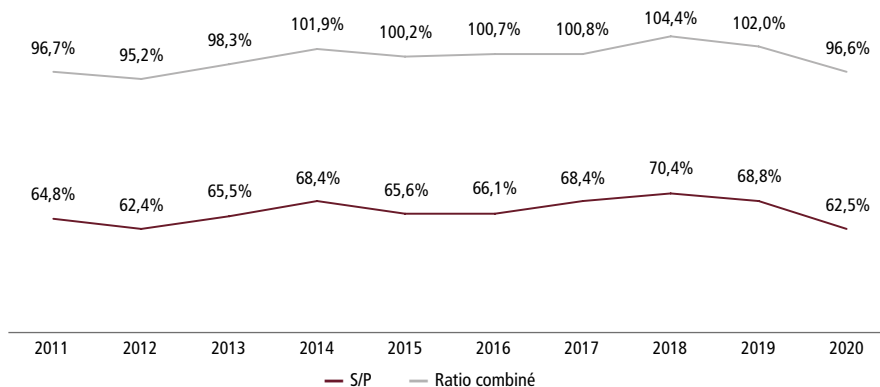


Source : ACAPS

Amélioration de la sinistralité

Le ratio combiné non vie, qui mesure la performance technique chargements⁴¹ compris, cède 5,4 points pour s'établir à 96,6%.

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

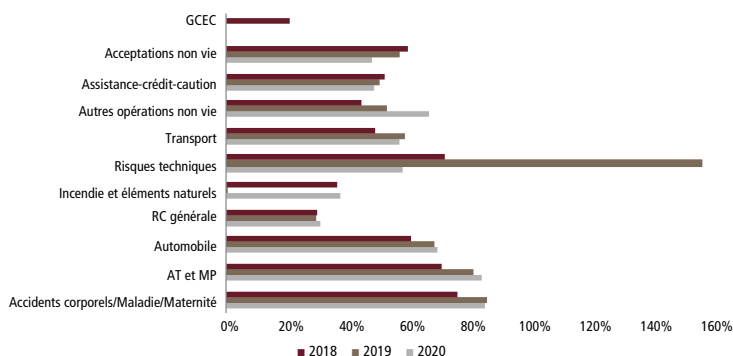


Source : ACAPS

L'amélioration de ce ratio provient essentiellement de la baisse du S/P (sinistres/primes) net de réassurance dégagé par l'assurance Automobile (61,1% contre 68,6% en 2019), l'assurance des risques techniques (72,1% contre 157,1%) et « Maladie – Maternité » (88% contre 99,6%).

Pour sa part, le taux de chargement⁴² enregistre une légère hausse de 0,6% pour atteindre 34%.

S/P net de réassurance par catégorie non vie des assureurs directs



Source : ACAPS

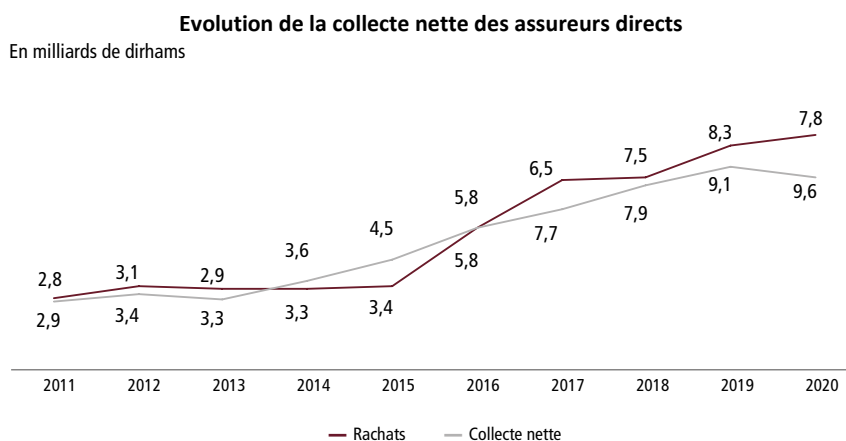
⁴¹ Les chargements comprennent les frais de gestion et d'acquisition

⁴² Le taux de chargement est calculé en rapportant les frais de gestion et charges d'acquisition aux primes émises

Baisse de la collecte nette en épargne

En dépit de la conjoncture économique difficile et de ses effets sur la capacité d'épargne des ménages, la collecte nette en assurance vie a bien résisté à la crise. Son montant s'est établi à 7,8 milliards de dirhams accusant une baisse cantonnée de 5,8%, à la suite de la hausse des rachats (+5,6%) et de la quasi-stagnation de la collecte (+0,2%).

Dans le détail, la baisse enregistrée résulte de l'évolution contrastée des deux supports de l'épargne : la collecte sur les supports en dirhams se replie de 8,4% à 6,8 milliards, tandis que celle des supports en unités de compte croît de 14,1% à 1,1 milliard de dirhams.

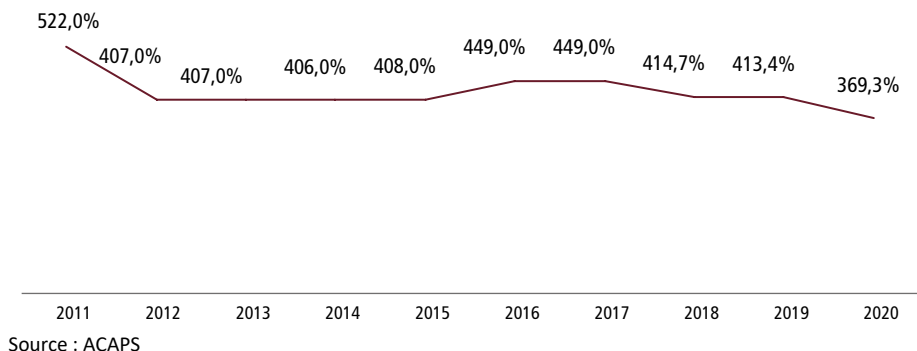


Source : ACAPS

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

En 2020, le taux de la marge de solvabilité du secteur des assurances passe de 413,4% à 369,3%. Cette baisse est la conséquence directe de la chute des plus-values latentes (-25,7%) et du résultat net des entreprises d'assurances (-21%). Elle a été toutefois atténuée par une distribution moins importante des dividendes par les entreprises d'assurances et de réassurance, sur prescription de l'Autorité.

Taux de la marge de solvabilité



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

Encadré N° 7 : Pilier II du projet SBR -Démarrage de déploiement par le secteur des assurances

Le Pilier II du cadre prudentiel "Solvabilité Basée sur les Risques (SBR)" fixe aux entreprises d'assurances et de réassurance les exigences qualitatives à respecter en matière de gouvernance et de gestion des risques. Ce pilier structurant, qui met la gouvernance au centre de la démarche prudentielle, complète les exigences quantitatives liées au capital de solvabilité requis et aux fonds propres (pilier I), et les exigences en matière d'information (pilier III). Il a pour objectifs de s'assurer que :

- L'entreprise d'assurances et de réassurance est bien gérée et en mesure d'évaluer et de maîtriser ses risques, via la mise en place d'un système de gouvernance solide, rigoureux et garant d'une bonne qualité de gestion et de l'efficacité du dispositif de contrôle ;
- L'entreprise est suffisamment capitalisée tout au long de son plan stratégique, compte tenu de ses risques à travers notamment la mise en place d'un processus d'évaluation interne des risques et de la solvabilité (ORSA).

Ce pilier est conçu autour d'un ensemble d'exigences visant la mise en place d'une gouvernance appropriée (compétence et honorabilité, définition claire des pouvoirs et responsabilités, qualité des données...), le déploiement de systèmes de contrôle interne et de gestion des risques performants ainsi que la mise en valeur des fonctions clés (actuarielle, audit interne, gestion des risques et vérification de la conformité).

Un projet d'amendement de la circulaire générale de l'Autorité intégrant ces exigences a été approuvé par la commission de régulation, en septembre 2020, avec une perspective de déploiement sur 2 ans, à compter de janvier 2021.

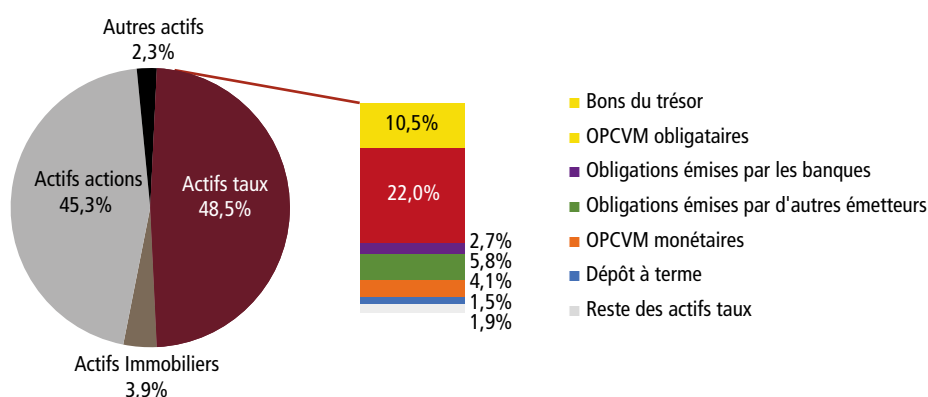
Des placements en hausse mais fortement exposés au risque actions

A fin 2020, les placements des entreprises d'assurances, appréciés en valeur d'inventaire, atteignent 195,3 milliards de dirhams, en progression de 6%. En intégrant les réassureurs exclusifs, ils s'établissent à 205,9 milliards de dirhams, en évolution de 5,6% par rapport à 2019.

Les placements affectés aux opérations d'assurances s'apprécient de 5,5% à 173,4 milliards de dirhams, tandis que les placements libres progressent de 10,3% à 21,9 milliards de dirhams.

Dans l'ensemble, la structure du portefeuille d'actifs est restée quasiment stable : Avec une part de 48,5% et 94,7 milliards de dirhams d'encours, les actifs de taux demeurent le premier instrument de placement des entreprises d'assurances, suivi des actifs actions avec une part de 45,3% et 88,6 milliards de dirhams d'encours. Bien que la part des actions se soit inscrite en baisse de 0,5% par rapport à 2019, l'exposition au risque actions reste à un niveau très élevé.

Placements des entreprises d'assurances



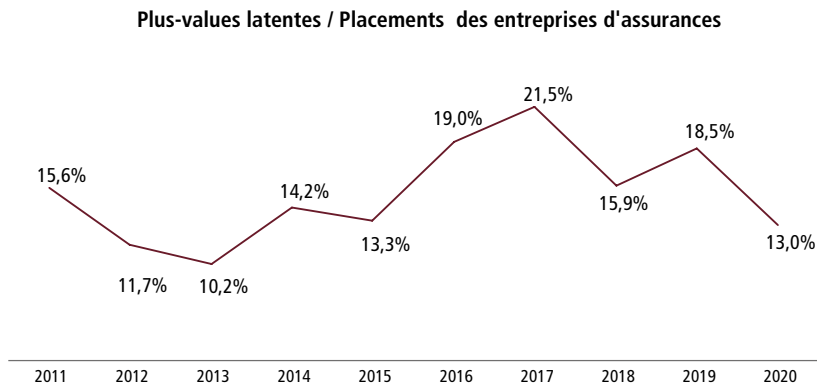
Source : ACAPS

Des plus-values latentes en chute, dans le sillage du marché financier

En 2020, les plus-values latentes des entreprises d'assurances ont été durement impactées par le marché financier. Leur montant est passé de 34,1 à 25,3 milliards de dirhams, soit une baisse de 25,7%.

Dans le détail, ce sont les plus-values latentes de la poche « actions » qui ont subi la plus forte baisse. Leur montant s'est établi à 16,1 milliards de dirhams, en recul de 34,8%, au moment où celui des actifs de taux s'apprécie de 1,6% à 7 milliards de dirhams.

Il en résulte une détérioration du ratio des plus-values latentes sur les placements, qui passe de 18,5% en 2019 à 13% en 2020.



Source : ACAPS

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

En simulant un stress test avec des baisses de 10% et 25% des cours des actions, le taux minimum de la marge de solvabilité se situerait respectivement à 154% et 147%. Le taux moyen de cette marge devrait, quant à lui, se placer respectivement à 355% et 320%.

Le même choc effectué sur le risque immobilier a montré que le taux minimum de la marge de solvabilité se situerait respectivement à 157% et 154%. Le taux moyen de cette marge devrait s'établir respectivement à 386% et 381%.

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

Le risque de contrepartie globalement maîtrisé

Exposition vis-à-vis des réassureurs

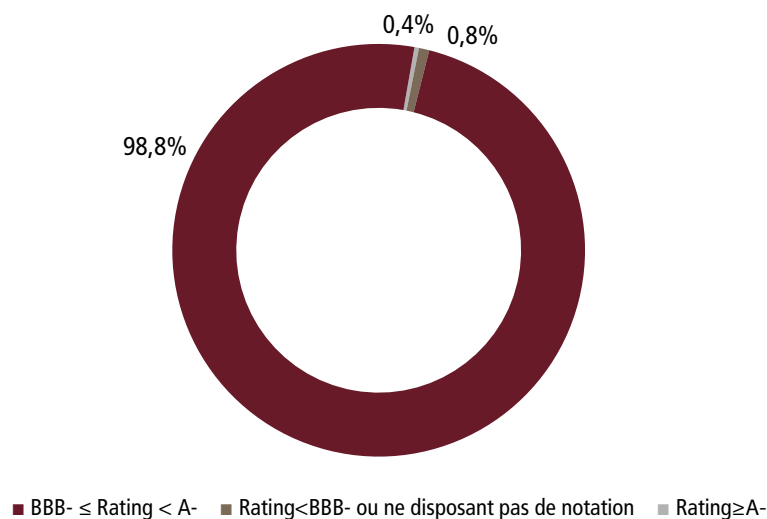
En 2020, la part des cessionnaires dans les provisions techniques s’élève à 9,8 milliards de dirhams, en progression de 2,6% par rapport à 2019.

L’engagement cédé est couvert par des dépôts auprès des cédantes à hauteur de 3,4 milliards de dirhams, soit 34,3 % du total des cessions. Le reste de l’engagement étant cédé auprès :

- des réassureurs nationaux pour un montant de 5,7 milliards de dirhams dont 3,2 milliards de dirhams au titre de la cession légale bénéficiant de la garantie de l’Etat ;
- des réassureurs étrangers pour un montant de 736 millions de dirhams dont la quasi-totalité bénéficie d’une notation BBB et plus.

Par ailleurs, les programmes de rétrocession des réassureurs nationaux attribuent 98% des cessions aux réassureurs disposant d’un rating d’A- et plus.

Ventilation des primes rétrocédées par rating des rétrocessionnaires



Source : ACAPS

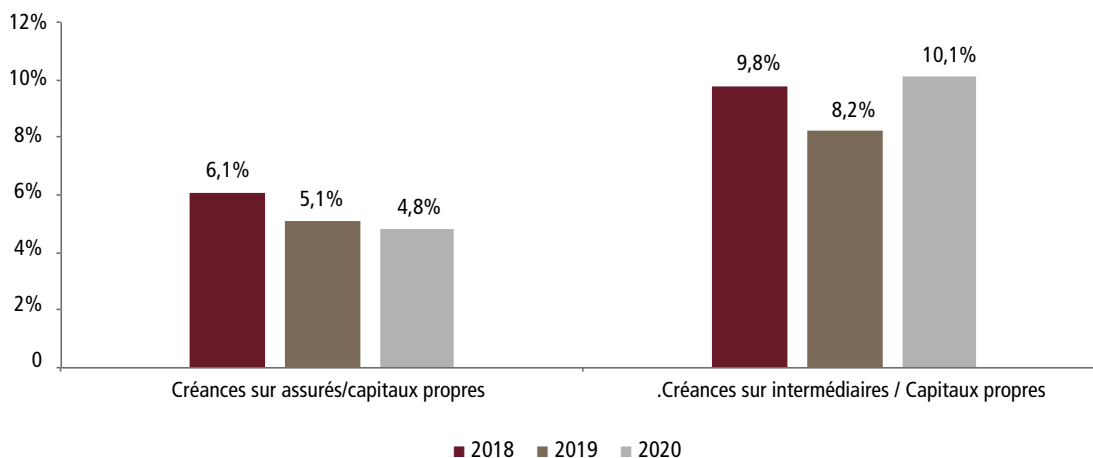
Exposition vis-à-vis des intermédiaires d'assurance et des assurés

En 2020, le risque de contrepartie vis-à-vis des intermédiaires d'assurances, mesuré par le rapport des créances nettes sur les intermédiaires aux fonds propres des entreprises d'assurances, se détériore en passant de 8,2% à 10,1%. Cette dégradation est le résultat conjugué de l'augmentation des créances brutes sur les intermédiaires d'assurances (+3,9%) et de la diminution de leur niveau de provisionnement (-34,9%), suite au report à 2021 de l'échéancier d'étalement de cette provision, introduite en 2019 par la circulaire générale de l'Autorité.

Le risque de contrepartie vis-à-vis des assurés quant à lui, a légèrement baissé (4,8% contre 5,1% en 2019).

Il convient de rappeler que l'année 2019 a été marquée par l'entrée en vigueur de la circulaire générale de l'Autorité qui a durci les règles de provisionnement des créances sur les intermédiaires d'assurances et sur les assurés, lesquelles règles ont été assouplies en 2020 pour permettre aux entreprises d'assurances de surmonter les effets de la crise sanitaire (cf. Encadré 8 ci-dessous).

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



Source : ACAPS

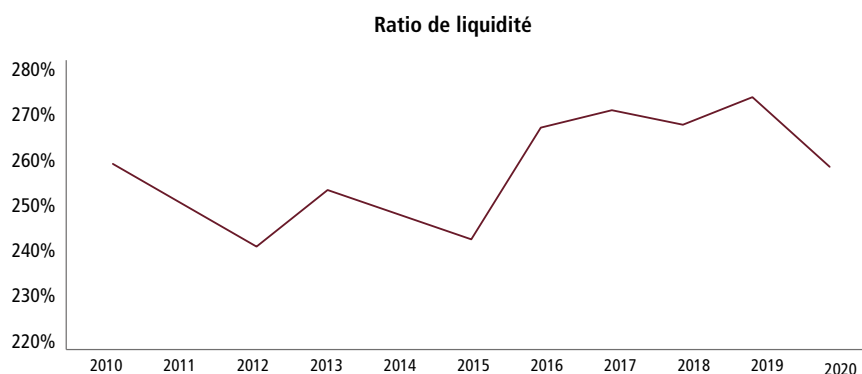
Encadré N°8 : Mesures d'assouplissement prudentielles pour surmonter les effets de la crise sanitaire

Au déclenchement de l'état d'urgence sanitaire suite à la propagation de la pandémie de la Covid-19, l'ACAPS a mis en place un dispositif de veille pour suivre en permanence l'évolution de la situation économique, surveiller la tendance du marché boursier et évaluer les impacts sur le portefeuille de placement des entreprises d'assurances. Sur la base de cette évaluation, l'Autorité a décidé d'assouplir certaines règles prudentielles pour alléger la pression sur la situation financière des entreprises d'assurances, renforcer leur résilience et les aider à surmonter les effets de la crise. Ces mesures, d'application provisoire, ont concerné les entreprises d'assurances, les intermédiaires d'assurances et les assurés :

1. Considérant la forte baisse observée sur le marché boursier, l'ACAPS a relevé le seuil de déclenchement de la provision pour dépréciation des placements de 25% à 30% et a augmenté l'horizon du cours de référence à prendre en compte, à la moyenne des six derniers mois au lieu des 3 derniers mois.
2. Pour parer à toute éventuelle moins-value sur l'ensemble des actifs, l'Autorité a autorisé les entreprises d'assurances à étaler sur deux ans la dotation de la provision pour risque d'exigibilité à constater en 2020.
3. Pour atténuer la pression sur la situation bilancielle des entreprises d'assurances, l'Autorité a reporté, à 2021 et 2022, l'échéancier d'étalement de la provision pour créances sur les intermédiaires. Pour rappel, l'échéancier initial prévoit la constatation de cette provision à hauteur de 60% en 2020 et à 100% en 2021.
4. Considérant la conjoncture économique difficile et ses répercussions sur la trésorerie des agents économiques, l'Autorité a décidé de desserrer le dispositif de provisionnement des primes impayées par les assurés. Ainsi, les entreprises d'assurances ont été autorisées à provisionner, pour les primes émises entre le 1^{er} octobre 2019 et le 31 décembre 2020 :
 - 50% si les primes demeurent impayées douze (12) mois après la date de leur émission ;
 - 100% si les primes demeurent impayées dix-huit (18) mois après la date de leur émission.
5. Durant la période d'arrêt des comptes et de tenue des assemblées générales, l'Autorité a invité les entreprises d'assurances à faire preuve de retenue dans la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2019 et les a incitées à renforcer leurs fonds propres.

Risque de liquidité : Un niveau confortable

Le ratio de liquidité, appréhendé par le rapport des actifs liquides sur les passifs exigibles, maintient un niveau confortable à 258,2%, bien qu'il soit en baisse, comparé à 2019 (272,3%).



Source : ACAPS

Test de chocs macroéconomiques

Un exercice⁴³ de macro stress tests est réalisé avec un horizon de simulation sur deux ans couvrant les années 2021-2022. Cet exercice se décline en un scénario de base et un scénario extrême :

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

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

Variables	2021	2022
Taux directeur <i>Taux 2010 : 1,5%</i>	Pas de changement (1,5%)	Pas de changement (1,5%)
Mortalité <i>Base 2020</i>	Même niveau de mortalité	Même niveau de mortalité

⁴³ Cet exercice est réalisé sur un échantillon représentant plus de 86% du total actif des entreprises d'assurances.

Rachat <i>Base 2020</i>	Même niveau de rachat	Même niveau de rachat
Croissance épargne <i>Base 2020</i>	+10%	+10%
Inflation <i>Taux 2020 : +0,7%</i>	+30 points de base (1%)	+20 points de base (1,2%)
Cours Bourse <i>Base clôture 2020</i>	+5%	+5%

Source : ACAPS

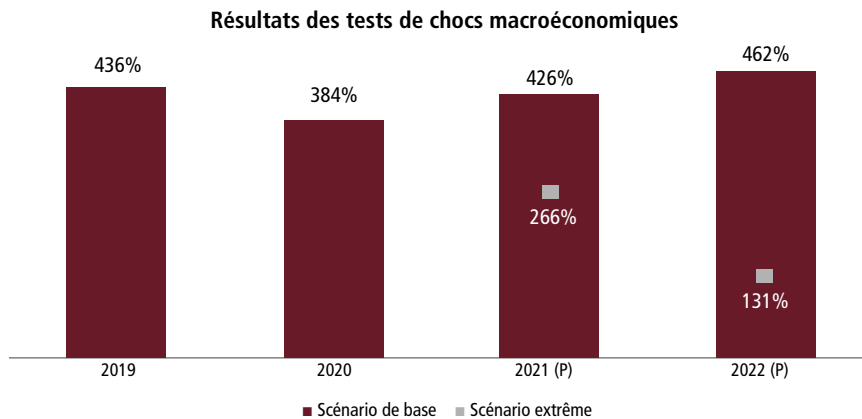
- Le scénario extrême supposant la détérioration des conditions économiques et financières et une aggravation des facteurs de risque assuranciers :

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

Variables	2021	2022
Taux directeur <i>Taux 2020 : 1,5%</i>	Pas de changement (1,5%)	Pas de changement (1,5%)
Mortalité <i>Base 2020</i>	+30%	+30%
Rachat <i>Base 2020</i>	+20%	+20%
Croissance épargne <i>Base 2020</i>	+0%	+0%
Inflation <i>Taux 2020 : +0,7%</i>	-40 points de base (0,3%)	+60 points de base (0,9%)
Cours Bourse <i>Base clôture 2020</i>	-25%	-25%

Source : ACAPS

Selon le scénario de base, le taux de la marge de solvabilité devrait s'améliorer à 426% en 2021 et à 462% en 2022. A contrario, les chocs extrêmes se traduiraient par une baisse du taux de la marge sur les deux exercices, respectivement à 266% et 131%.



Source : ACAPS

Encadré N°9 : Assistance du FMI pour évaluer le dispositif de surveillance macroprudentielle du secteur des assurances

La crise de 2008 a mis en exergue la nécessité pour les autorités de régulation du système financier de renforcer la supervision macroprudentielle, d'affiner l'analyse des déterminants du risque systémique et de se doter d'instruments de prévention, de surveillance et d'intervention en cas de risque avéré. L'adaptation du cadre supervision macroprudentielle est ainsi devenu un impératif pour garantir la stabilité du système financier dans sa globalité et qui nécessite le développement d'une expertise pointue dans le domaine.

C'est dans ce cadre que l'Autorité, avec l'appui de la DTFE, a bénéficié en 2020 d'une assistance technique du FMI visant l'évaluation du dispositif de l'Autorité pour la surveillance macroprudentielle du secteur des assurances. Cette mission a permis de s'imprégner des normes internationales et des meilleures pratiques en matière de supervision macroprudentielle. Elle a également permis d'alimenter la réflexion sur le cadre analytique (tableaux de bord des risques, scoring, stress test, ...) nécessaire à l'évaluation des risques systémiques.

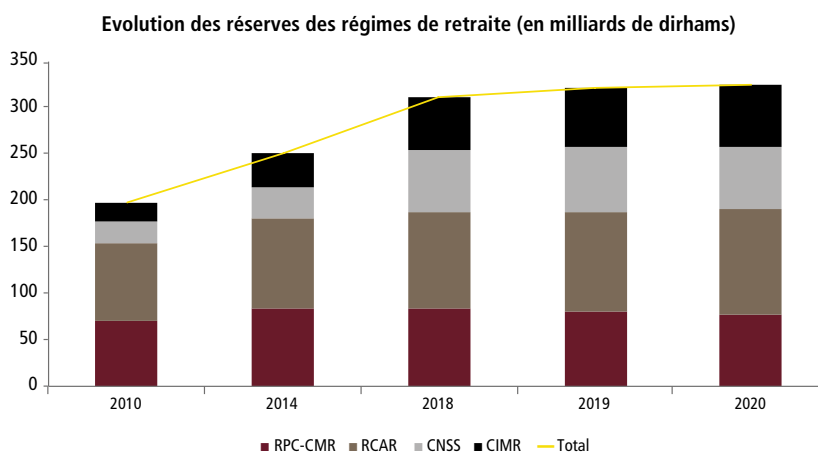
Sur la base des recommandations de cette mission, l'Autorité a entamé son projet de révision du cadre de supervision macroprudentielle du secteur de l'assurance, dans la perspective d'un déploiement en 2021.

III.3 REGIMES DE RETRAITE

En 2020, les régimes de retraite⁴⁴ ont collecté 50,8 milliards de dirhams de cotisations en hausse de 3,8% par rapport à 2019 contre une progression de 10,6% enregistrée par les prestations qui se sont élevées à 57,6 milliards de dirhams.

Globalement, les réserves constituées par ces régimes se sont accrues de 1,9% par rapport à 2019 pour se situer à 326,6 milliards de dirhams. Les réserves du régime des pensions civiles (RPC-CMR), dont le solde global est déficitaire depuis plusieurs exercices, ont enregistré une baisse annuelle moyenne de 2,4% sur les trois derniers exercices pour se situer à 78,9 milliards de dirhams en 2020.

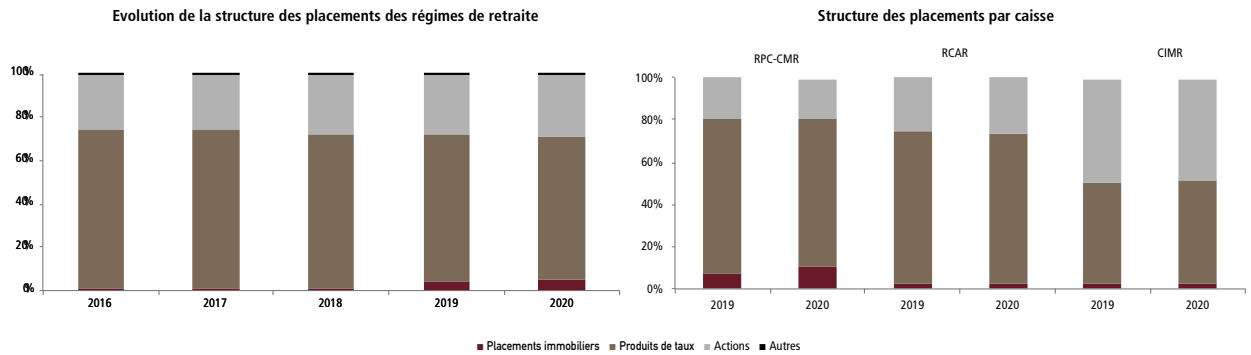
La structure des placements⁴⁵ des régimes de retraite est caractérisée par une prépondérance des titres obligataires avec une part de 66,3% du total actif. Les placements en actions et parts sociales représentent pour la CIMR 48,6% contre 26,6% et 19,0% respectivement pour le RCAR et le RPC-CMR. Le montant total des placements des quatre régimes a atteint 319,5 milliards de dirhams, en hausse de 2% par rapport à l'exercice précédent.



Source : ACAPS

⁴⁴ Il s'agit du CMR-RPC, de la branche long-terme de la CNSS, de la CIMR et du régime général du RCAR.

⁴⁵ Hors les placements de la branche long-terme de la CNSS, constitués principalement de dépôts auprès de la Caisse de Dépôts et de Gestion.



Source : ACAPS

Evolution récente et projetée des équilibres des régimes de retraite

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

	Cotisations		Prestations		Solde technique ⁴⁶		Solde global ⁴⁷	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020
RPC-CMR	23 349	25 285	28 601	32 647	-5 252	-7 361	-1 312	-3 961
RCAR-RG	3 582	4 052	6 278	6 690	-2 696	-2 638	1 685	2 534
CNSS	13 608	12 774	11 844	12 601	1 764	173	3 555	1 841
CIMR	8 346	8 642	5 378	5 704	2 968	2 937	6 206	4 856
Total	48 885	50 752	52 101	57 641	-3 216	-6 889	10 133	5 270

Source : ACAPS

Les engagements importants du régime CMR-RPC, découlant des droits acquis avant sa réforme paramétrique de 2016, continueraient à impacter la viabilité du régime qui a enregistré une dégradation de son solde technique par rapport à 2019 sous l’effet d’une augmentation plus importante des prestations relativement à celle des cotisations, respectivement de 14,1% et 8,3%. Avec un solde des opérations financières de 3,5 milliards de dirhams, en baisse de 12,5% par rapport à 2019, le déficit global s’est situé à près de 4 milliards de dirhams au lieu de 1,3 milliard une année auparavant. Cette dégradation de la

⁴⁶ Solde technique = cotisations - prestations

⁴⁷ Solde global = solde technique + produits financiers nets - frais de gestion.

situation financière est reflétée par un niveau faible du taux de préfinancement⁴⁸ du régime qui se situe à 60,2% et l'horizon réduit d'épuisement de ses réserves prévu en 2026-2027.

La hausse des cotisations du régime général du RCAR de 13,1% par rapport à 2019 contre une variation des prestations de 6,6%, a permis une légère amélioration du solde technique du régime pour se situer à -2,6 milliards de dirhams contre -2,7 milliards une année auparavant. Le solde des opérations financière a permis de résorber ce déficit et de situer le solde global à 2,5 milliards de dirhams contre 1,7 milliard en 2019. Le régime enregistrerait son premier déficit global en 2031-2032 alors que ses réserves s'épuiseraient en 2054-2055. Le taux de préfinancement de 48,7% traduit cependant la sous tarification des droits acquis dont souffre le régime.

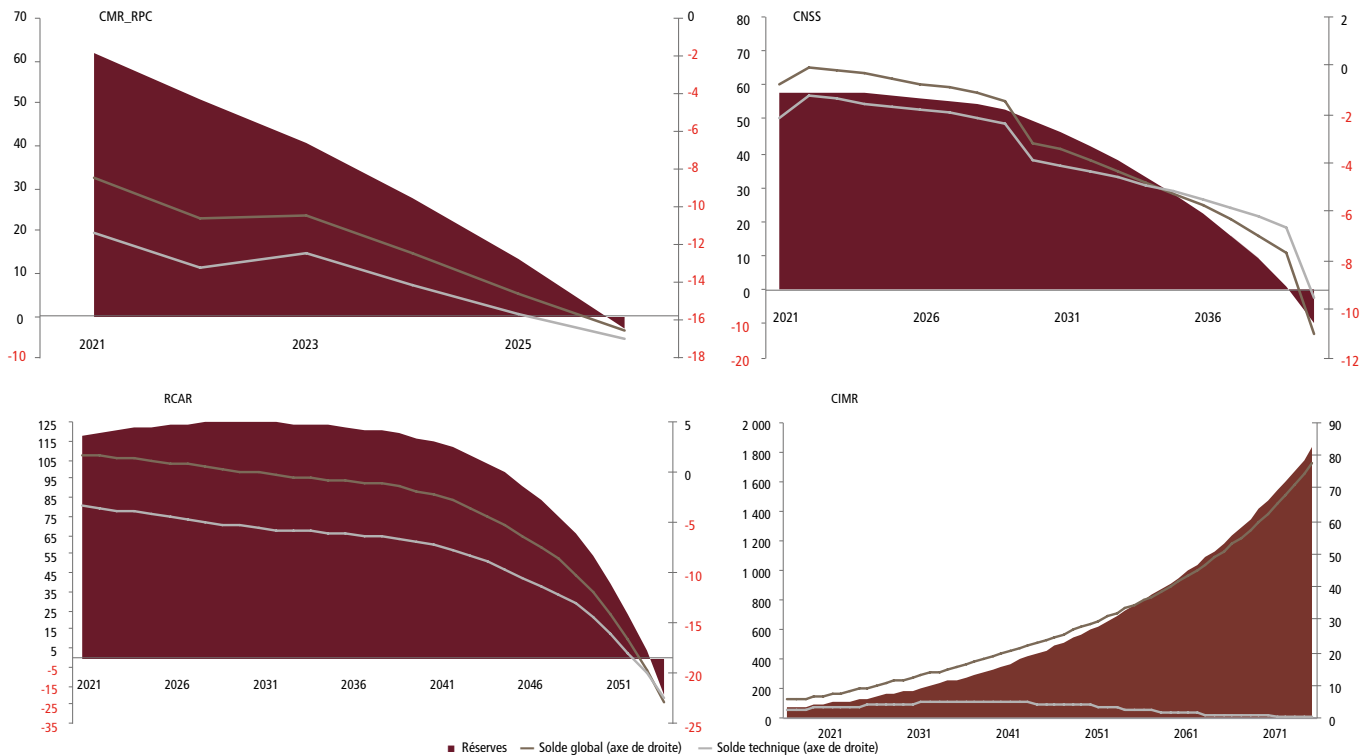
Les cotisations de la branche retraite de la CNSS ont enregistré une baisse de 6,1% par rapport à 2019 sous l'effet des répercussions de la crise sanitaire sur le marché de l'emploi dans le secteur privé. Les soldes technique et global de la branche se sont dégradés de ce fait par rapport à leurs niveaux de 2019 pour se situer respectivement à 173,0 millions et 1,8 milliard de dirhams. Malgré l'hypothèse d'un retour, dès 2022, des indicateurs de l'emploi (évolution de l'effectif et des salaires des actifs cotisants) à leurs niveaux d'avant crise, le manque à gagner enregistré en 2020 en termes de nouveaux cotisants et la décision des pouvoirs publics de comptabiliser les droits à pensions sans contrepartie de cotisations pour les bénéficiaires de l'indemnité forfaitaire pourrait occasionner pour la CNSS une accélération de quelques années de la date d'enregistrement des déficits globaux et celle de l'épuisement de ses réserves.

Le solde technique de la CIMR est resté pratiquement à son niveau de 2019 sous l'effet d'une décélération des cotisations du régime par rapport aux exercices précédents occasionnée par celle du nombre des actifs cotisants et la baisse du niveau de leurs salaires déclarés. Cependant, l'impact de la crise sanitaire sur le régime complémentaire du secteur privé durant l'année 2020 s'est reflété particulièrement sur ses performances financières avec un solde financier de 2 milliards de dirhams en baisse de 39,3% par rapport à son niveau une année auparavant. De ce fait, le solde global du régime s'est dégradé de 21,8% pour se situer à 4,9 milliards de dirhams contre 6,2 milliards en 2019. Les projections financières

⁴⁸ Somme des réserves disponibles à l'année de base et des recettes actualisées, rapportée à la somme des dépenses futures actualisées sur l'horizon des projections et les engagements au-delà dudit.

montrent pour leur part que le solde global resterait excédentaire tout au long de la durée des projections et que le régime continuerait à accumuler des réserves qui resteraient sur une tendance haussière.

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



Source : ACAPS

Problématiques majeures des régimes de retraite de base

La réforme paramétrique du RPC-CMR en 2016 a permis d'équilibrer la tarification de ce régime pour les droits acquis après cette année. Cependant, le poids de ceux acquis auparavant continue de peser lourdement sur la viabilité du régime et réduit considérablement ses marges de manœuvre. Face au rétrécissement de l'horizon de viabilité du régime, les pouvoirs publics sont appelés à accélérer la mise en place de la réforme systémique et surtout à assurer des sources de financement adéquates pour résorber les engagements importants du régime.

Le régime général du RCAR est caractérisé, quant à lui, par une sous tarification des droits acquis. Le rapport prestations/cotisations⁴⁹ du régime se situe à 207% : un dirham de cotisation génèrerait 2,1 dirhams de pension en valeurs actualisées. Le délai dont dispose le régime avant l'épuisement de ses réserves offre plus de marges de manœuvre pour assurer sa viabilité sur un horizon plus long et surtout pour assoir une tarification équilibrée par rapport aux droits accordés aux affiliés.

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

⁴⁹ Rapport calculé pour un individu représentant le profil moyen en tenant compte des particularités du régime en termes de mortalité, évolution des salaires, revalorisation des pensions, taux technique...

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

A. INNOVATIONS TECHNOLOGIQUES FINANCIÈRES

Les innovations technologiques financières et les risques associés constituent un défi de taille pour les autorités financières nationales. D'un côté, la recrudescence des cyberattaques ciblant le secteur financier a amené les autorités financières (BAM, ACAPS et AMMC) à lancer un projet d'intégration du cyber-risque dans le dispositif de surveillance des établissements assujettis. D'un autre côté et face à la montée des risques liés aux crypto-actifs et crypto-monnaies privées (stablecoins), les autorités œuvrent aujourd'hui à définir un dispositif visant à encadrer l'utilisation de ce type d'actifs.

A.1 Surveillance du cyber-risque au sein du secteur financier

Les autorités financières poursuivent la mise en œuvre de la feuille de route relative à la surveillance du cyber-risque au sein du secteur financier, telle qu'approuvée par le Comité de Coordination et de Surveillance du Risque Systémique (CCSRS). Les actions réalisées portent principalement sur l'évaluation de la maturité des établissements assujettis (banques, entreprises d'assurances, société de gestion, etc.) en matière de cybersécurité et le suivi rapproché des résultats des tests d'intrusions effectués par les banques conformément à la directive de Bank Al-Maghrib en la matière.

Aussi et suite à la promulgation en août 2020 de la loi n°05-20 relative à la cybersécurité, les trois régulateurs (BAM/ACAPS/AMMC) ont révisé la feuille de route précitée pour tenir compte de l'impact des dispositions de cette loi, particulièrement en matière de réglementation, de contrôle, de sanction vis-à-vis des établissements assujettis ainsi qu'en matière de coordination avec la DGSSI. La préparation des prochaines étapes a été ainsi engagée. Plusieurs réunions ont été tenues entre régulateurs, DGSSI et écosystème financier (banques notamment) pour veiller à la coordination entre les différents intervenants et à l'examen de l'opportunité de mise en place, d'une communauté d'échange en matière de cybersécurité, en ligne avec les meilleures pratiques internationales.

A.2 Risques liés à l'utilisation des cryptoactifs et crypto-monnaies privés (stablecoin)

Les Banques Centrales ont pour mandat d'assurer la stabilité monétaire et financière dans leurs juridictions et de promouvoir un large accès à des paiements sûrs et efficaces en

fournissant la monnaie fiduciaire et en surveillant la résilience des systèmes et moyens de paiement. Cependant, l'utilisation accrue des crypto-monnaies privées et les méthodes de paiement innovants dans de nombreux pays au détriment de la monnaie fiduciaire, notamment au cours de la crise pandémique, posent un défi réel aux Banques centrales amenés à innover et à évoluer dans la manière dont elles gèrent leurs missions.

Le risque d'utilisation massive par les agents économiques des « Stablecoins »⁵⁰ comme le Libra et des « crypto-actifs » tel que le Bitcoin, se traduirait par une moindre utilisation de la monnaie souveraine nationale, ce qui limiterait le contrôle des opérations monétaires par la banque centrale nationale.

Le Maroc n'est pas en reste face à cette évolution. A titre d'illustration, l'analyse des volumes de transactions hebdomadaires affichés sur le site « Coin Dance » a révélé un certain engouement pour le « Bitcoin » qui s'est reflété par une augmentation sensible des volumes des transactions en 2020. Tenant compte de ces évolutions, Bank Al-Maghrib, à l'instar des autres banques centrales, s'est penchée dans le cadre d'une démarche proactive sur ces questions. Dans ce sens, un comité a été mise en place afin de définir, entre autres, les mesures à prendre visant l'encadrement de l'utilisation des cryptotactifs/stablecoins au Maroc. Une réflexion a été également initiée sur la question de la monnaie digitale de banque centrale (MDBC). Une MDBC est une forme numérique de monnaie fiduciaire émise, contrôlée et réglementée par la banque centrale d'un pays ou d'une zone monétaire. A cet égard, les résultats d'une enquête menée à fin 2020 à ce sujet par la Banque des Règlements Internationaux⁵¹ auprès de plus de 60 banques centrales ont fait ressortir que 86 % des institutions interrogées effectuent des recherches à ce sujet et explorent l'intérêt, les avantages et les inconvénients des MDBC (répercussions sur la politique monétaire, la stabilité financière, l'intermédiation financière et le cadre juridique).

⁵⁰ Les Stablecoins sont une tentative de remédier à la forte volatilité des crypto-actifs « traditionnels » en liant la valeur de la stablecoin à un ou plusieurs autres actifs, tels que les monnaies souveraines.

⁵¹ Ready, steady, go? – Results of the third BIS survey on central bank digital currency – Janvier 2020

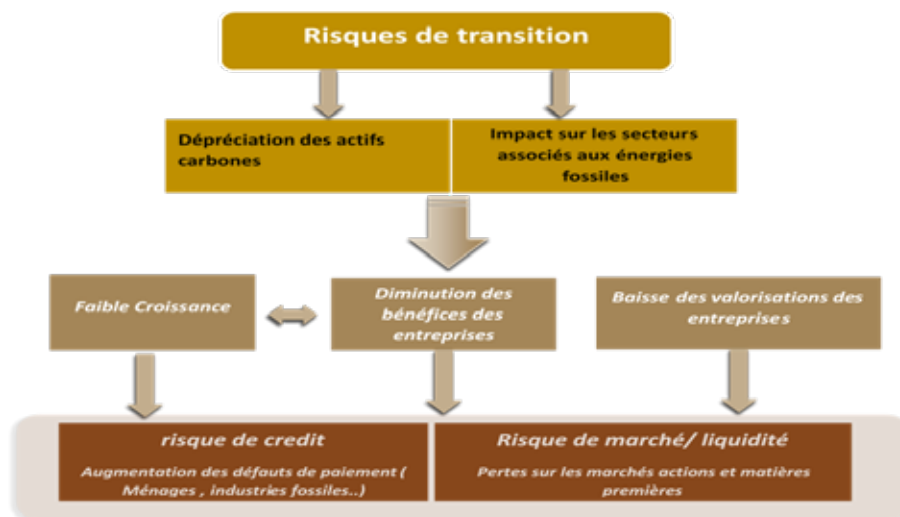
B. RISQUES CLIMATIQUES

B.1. Mécanismes de transmission des risques liés au climat

Dans le cadre d'une transition vers une économie verte à bas carbone, les institutions financières pourraient faire face à une hausse des risques financiers, dont notamment le risque de crédit, de marché et de liquidité. En effet, les efforts de transition économique pourraient engendrer une réduction de l'activité des secteurs polluants dont ceux associés aux énergies fossiles et induire une dépréciation des actifs carbonés. Par conséquent, les entreprises concernées subiraient une diminution des bénéfices ainsi qu'une baisse de leur valorisation. Ces évolutions devraient se traduire, d'une part, par une augmentation des défauts de paiement des entreprises et, d'autre part, par l'accumulation de fortes pertes sur les marchés financiers (actions et matières premières).

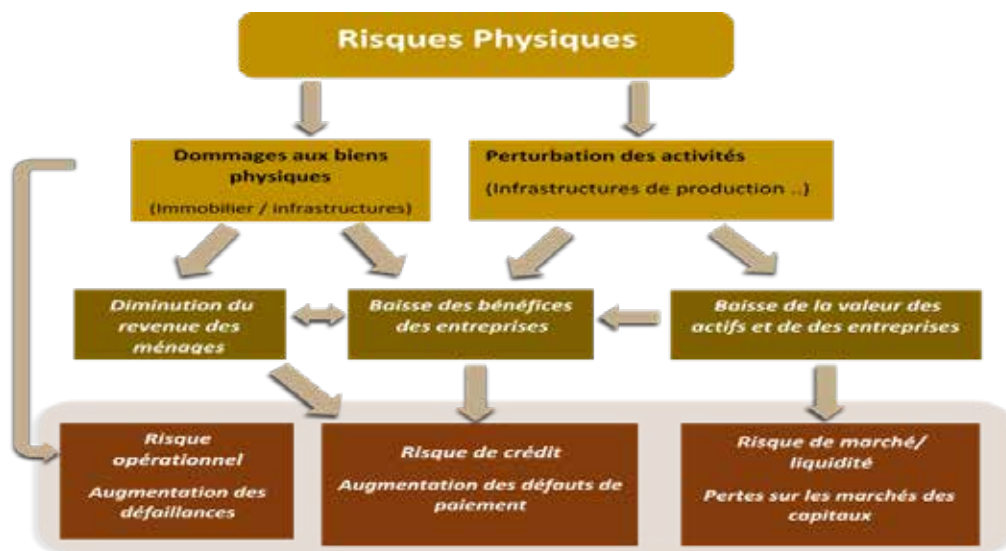
En outre, l'impact direct de la transition sur l'activité économique induirait un ralentissement de la croissance et une diminution des valorisations des entreprises, générant, entre autres, une augmentation des défauts de paiement des ménages et des entreprises ainsi que des pertes sur le marché des capitaux

Canaux de transmission des risques de transition vers le système financier



Quant aux risques physiques, liés aux changements climatiques, ils se transmettent aux institutions financières via deux principaux canaux. Premièrement, les dommages aux biens physiques peuvent induire, outre le risque opérationnel (en lien avec les préjudices apportés aux infrastructures des institutions financières) un risque de crédit engendré par la dégradation de la situation financière des entreprises et des ménages qui ont également subi les effets du choc climatique. Deuxièmement, le risque physique pourrait endommager les infrastructures de production et les chaînes de distribution. Ainsi, les entreprises subiraient des pertes économiques et financières qui amplifieraient le risque de crédit et de marché pour les institutions financières.

Canaux de transmission des risques physiques vers le système financier



B.2. Gestion des risques liés au climat

(i) Pratiques au plan international

- **Actions des institutions financières**

L'analyse des expériences internationales a révélé que certaines banques et compagnies d'assurances ont élargi leurs politiques de crédit et d'investissement ainsi que leur

processus de gestion des risques pour tenir compte des expositions aux changements climatiques. Dans ce sens, les différentes institutions s'attellent à :

- ✓ L'intégration des risques liés au climat dans l'évaluation du risque de crédit et dans les décisions d'investissement ainsi que dans leur cadre stratégique et de gouvernance ;
- ✓ La mise en place des stress tests climatiques pour identifier et évaluer les implications potentielles sur leur activité.

- **Actions des autorités de régulation financière**

Les autorités de régulation financière commencent à évaluer la manière dont les risques liés au climat sont gérés par les établissements placés sous leur contrôle et à prendre des mesures pour encourager ces institutions à atténuer ces risques. Certaines autorités ont, en effet, mené des actions de sensibilisation, d'autres ont émis ou sont en train d'émettre des recommandations qui ont pour objectif de couvrir un ensemble d'éléments de gestion des risques climatiques (gouvernance, stratégie, analyse de scénarios).

Les exercices des stress tests peuvent également être utilisés par les autorités financières pour quantifier les expositions des institutions financières aux risques liés au climat dans leur juridiction. L'évaluation est basée sur un ou plusieurs scénarios communs spécifiés par les autorités financières. À ce jour, ces exercices ont été élaborés ou sont en cours au niveau de plusieurs banques centrales telles que la Banque d'Angleterre, la Banque de France / ACPR et la Banque des Pays Bas (Cf. Encadré 10).

(ii) Cas du Maroc

Etant consciente que les changements climatiques provoqués par l'évolution des conditions météorologiques comportent des menaces considérables pour l'activité économique et financière du Royaume, Bank Al Maghrib, membre du réseau NGFS⁵², œuvre pour accélérer la prise en compte des enjeux climatiques au sein de l'écosystème financier marocain et promouvoir un développement ordonné de la finance verte. Elle a ainsi publié en mars 2021 une directive relative au dispositif de gestion des risques financiers liés au changement

⁵² Réseau des Banques Centrales et des Superviseurs pour le verdissement du secteur financier.

climatique et à l’environnement à destination des établissements de crédit et organismes assimilés. Elle constitue un référentiel de pratiques saines pour la mise en place, par les établissements de crédit et organismes assimilés, d’un dispositif de gestion des risques financiers liés au climat, couvrant notamment les aspects stratégiques et de gouvernance, les dispositifs spécifiques de contrôle, la formation et la sensibilisation des acteurs concernés ainsi que le développement d’un système de reporting et de pilotage adéquat.

Encadré N°10 : Benchmark des pratiques en termes de stress test climatiques

La prise en compte des risques climatiques dans le cadre de la supervision micro et macroprudentielle a gagné en importance au cours des dernières années. En effet, les banques centrales œuvrent de plus en plus à étendre leurs dispositifs de gestion de risques pour couvrir ceux liés au climat, et à mettre en place des stress tests spécifique pour quantifier l’impact sur la stabilité financière et mieux comprendre les conséquences d’une transition disruptive sur le secteur financier.

De manière générale, la méthodologie de conduite des stress tests climatiques s’articule autour des étapes suivantes :

- La collecte de données ;
- L’analyse du portefeuille ;
- La détermination des scénarios ;
- La conduite du stress test.

Le tableau suivant expose les expériences de la Banque des Pays-Bas, la Banque de France et la Banque d’Angleterre en matière de stress tests climatiques. Bien que l’objectif du dispositif soit le même pour les trois juridictions, les approches utilisées diffèrent selon la nature des risques encourus, la disponibilité des données granulaires et les interconnexions sectorielles et financières.

Pays	Résultats
Banque du Pays-Bas	<p>Le premier exercice de stress test climatique publié par la Banque Centrale des Pays-Bas en 2019 constitue le premier exercice du genre, et fournit un premier cadre de référence méthodologique. Cet exercice a porté exclusivement sur le risque de transition et n’abordait pas le risque physique.</p> <p>La banque centrale des Pays-Bas a défini quatre types de scénarios dans le cadre de sa réflexion sur les stress tests climatiques : un scénario de chocs réglementaires, de chocs technologiques, des deux cumulés et de chocs de confiance. Le stress test est réalisé sur un horizon de cinq années.</p>

Les résultats de cet exercice ont été publiés dans le rapport « Un test de résistance sur les risques liés à la transition énergétique pour le système financier des Pays-Bas », ses principales conclusions sont les suivantes :

- Les expositions des banques néerlandaises aux industries fortement carbonées sont limitées (environ 13% de leur portefeuille d'actifs) ;
- Les pertes totales pour les institutions financières pourraient s'élever jusqu'à 3% de la valeur de leurs actifs ;
- Le scénario le plus pénalisant pour les banques est le scénario combinant le choc technologique et le choc réglementaire ;
- Les mécanismes de disruption technologique dans les scénarios de transition énergétique n'affecteraient pas uniquement les industries à forte intensité de carbone, mais aussi les autres secteurs d'activité ;
- Un cadencement lissé dans le temps des évolutions réglementaires permettrait de réduire le risque pour le système bancaire.

Dans le cadre de groupes de travail mis en place avec les banques et les assureurs français, la Banque de France et l'ACPR ont préparé un exercice pilote de stress test du secteur financier, centré sur l'évaluation de l'impact des risques de transition.

En termes de résultats, il s'avère que le secteur financier français est modérément exposé au risque de transition, Toutefois, sept secteurs sensibles concentrent une part importante des pertes au niveau de leurs opérations de marché, à savoir :

- Industries extractives ;
- Cokéfaction et raffinage ;
- Industrie chimique ;
- Fabrication d'autres produits minéraux non métalliques ;
- Métallurgie ;
- Services de gestion des déchets ;
- Culture et production animale, chasse et services annexes.

Aussi, et selon les résultats de l'étude, leur coût du risque pourrait se multiplier par trois sur la période analysée. Concernant les assurances, le changement climatique impliquerait une hausse de la sinistralité liée aux catastrophes naturelles de 2 à 5 fois pour les départements/zones les plus affectés et les primes augmenteraient de 130 à 200 % sur 30 ans pour couvrir ces pertes.

Banque de France

Banque d'Angleterre

En 2019, la Banque d'Angleterre (BoE) a effectué son premier stress test climatique en collaboration avec les assureurs britanniques. Le secteur des assurances a été priorisé parce qu'il disposait davantage de données granulaires. L'objectif de cet exercice était exploratoire, permettant à la BoE de comprendre les capacités du marché à identifier les risques et d'aider à éclairer les choix de conception et de spécification pour le Scénario

Exploratoire Biennal (SEB)⁵³. L'exercice a été conçu pour donner une impulsion au marché dans l'élaboration de scénarios climatiques. Les réponses des assureurs ont mis en évidence des insuffisances en termes de données et d'outils permettant d'évaluer les scénarios liés au climat. Aussi, l'exercice a fourni des enseignements précieux sur la conception, la spécification et le reporting des scénarios.

Après cette première expérience, la Banque d'Angleterre a défini les attentes vis-à-vis des banques et des assureurs britanniques en matière de développement et d'intégration de pratiques de gestion des risques climatiques, notamment en entreprenant une analyse par scénario. Dans ce sens, la Banque utilisera son SEB de l'année 2021 pour réaliser un nouvel exercice de stress test en vue d'explorer les risques financiers posés par les risques climatiques physique et de transition.

Cet exercice fournira une évaluation complète de l'exposition du système financier britannique aux risques liés au climat, ce qui permettra selon la BoE :

- d'identifier l'ampleur de l'ajustement qui devra être entrepris dans les décennies à venir pour préserver la résilience du système financier ;
- d'examiner comment les institutions financières envisagent d'ajuster leurs modèles économiques et quel pourrait être l'impact agrégé de ces ajustements sur l'économie dans son ensemble ;
- d'identifier et combler les lacunes en matière de données et développer des approches de gestion des risques plus adéquates.

⁵³ Depuis 2017, la BoE réalise tous les deux ans, un stress test se basant sur un « scénario exploratoire biennal » (SEB). Son objectif change d'un exercice à l'autre et est conçu pour explorer les risques auxquels sont confrontées les banques non couvertes par le test annuel axé sur la solvabilité.

III.5 INTERCONNEXIONS ENTRE LES INSTITUTIONS FINANCIÈRES

L'analyse des interconnexions directes entre les institutions financières s'appuie sur les résultats de trois stress tests : 1) la contagion interbancaire domestique ; 2) les interconnexions entre les principales banques et compagnies d'assurances ; et 3) la contagion transfrontalière évaluant les liens financiers entre les banques marocaines et leurs filiales en Afrique.

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

A. Interconnexions interbancaires sur le marché domestique

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

La matrice des expositions interbancaires⁵⁴, calculée pour la conduite du stress test de contagion⁵⁵, fait ressortir que trois banques sur le marché monétaire cumulent à elles seules, 71% des emprunts bruts au cours du quatrième trimestre 2020, traduisant la forte concentration structurelle du marché monétaire marocain.

Dans ce contexte, les résultats du stress test de contagion interbancaire domestique confirment la résilience du marché monétaire et l'absence d'effet de domino ainsi que la faiblesse des interconnexions multilatérales entre les différents acteurs.

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

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

L'analyse de la matrice des interconnexions directes découlant des expositions bilatérales entre les secteurs assurantiel et bancaire, fait apparaître que les compagnies d'assurance

⁵⁴ Marché interbancaire à blanc et collatéralisé

⁵⁵ Simule la conséquence d'un défaut de paiement d'une contrepartie sur le reste du système bancaire

sont les plus exposées avec un actif essentiellement connecté au secteur bancaire. Leurs expositions représentent, en effet, une part de 16% de leurs emplois, constituées de titres (actions et/ou obligations) émis par les banques (94%) et de dépôts (6%), alors que les expositions des banques sur le secteur des assurances ne représentent que 0,3% de leurs emplois, composées majoritairement de prêts et de titres de participations.

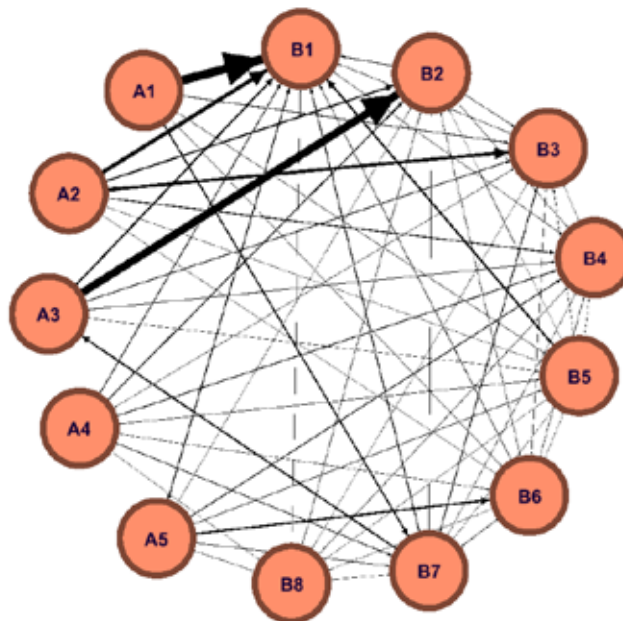


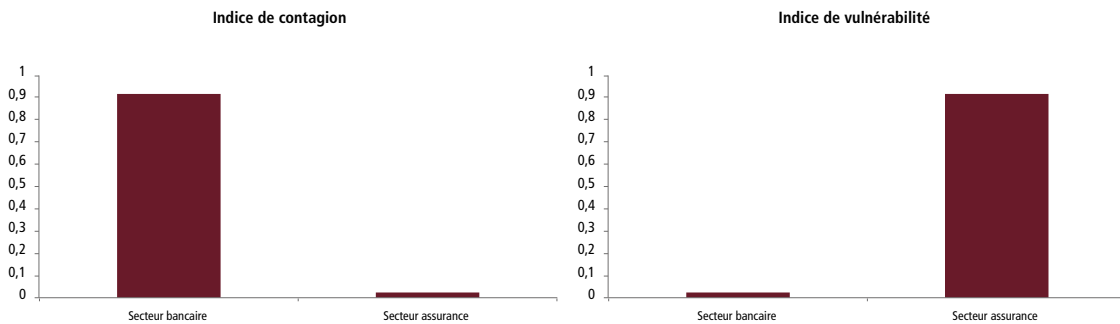
Figure 1: Expositions entre les banques et les assurances

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

Source : BAM - ACAPS

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

Afin d'évaluer le risque de contagion découlant des interconnexions directes entre les banques et les assurances, un stress test⁵⁶ a été conduit, dont les résultats confirment de nouveau que les compagnies d'assurance seraient toujours vulnérables à des défaillances bancaires, mais pas l'inverse au vu de l'importance de leurs expositions directes vis-à-vis des banques. En effet, l'indice de contagion⁵⁷ est plus élevé chez les banques, indiquant leur caractère systémique tandis que l'indice de vulnérabilité⁵⁸ le plus important est affiché chez les entreprises d'assurance.



Source : BAM - ACAPS

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

En dépit du contexte économique fortement impacté par la crise sanitaire, l'activité des filiales à l'étranger des trois groupes bancaire marocains a contribué positivement à l'activité consolidée avec une part de 25% du volume total d'activité du secteur. La contribution de ces filiales au RNPG (Résultat Net Part du Groupe) est passée de 29% à fin 2019 à 42% à fin 2020, au détriment de celle du Maroc qui est passée de 71% à 58% à fin

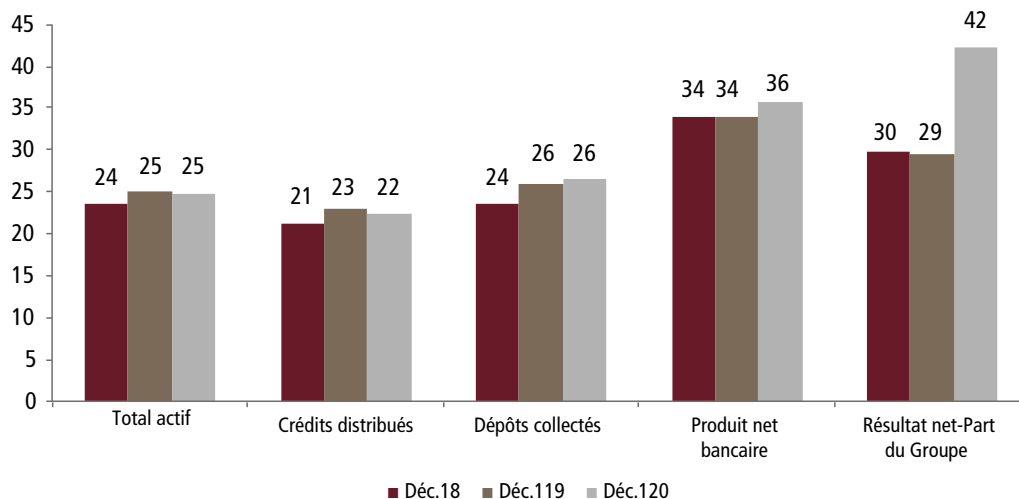
⁵⁶ Il est réalisé sur la base des expositions bilatérales brutes de treize institutions financières marocaines recouvrant huit banques (91% du total actif). Et cinq compagnies d'assurance (68% du total actif). Le scénario retenu est basé sur plusieurs simulations mesurant chacune l'impact du défaut de paiement d'une contrepartie emprunteuse sur le reste des institutions prêteuses (effets dominos).

⁵⁷ L'indice de contagion mesure les pertes en pourcentage des fonds propres des autres institutions dues à la défaillance d'une institution

⁵⁸ L'indice de vulnérabilité évalue les pertes en pourcentage des fonds propres subies par une institution suite à la défaillance des autres

2020. Le produit net bancaire agrégé qu'elles dégagent s'est accru de 8% pour totaliser un montant de 20,3 milliards de dirhams, soit 36% du PNB consolidé des trois groupes. Les dépôts collectés par ces filiales se sont établis à 236,6 milliards de dirhams, en hausse de 8% par rapport à une année auparavant, représentant ainsi 26% du total des dépôts. S'agissant des crédits distribués, leur part a baissé d'un point de pourcentage à 22%.

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

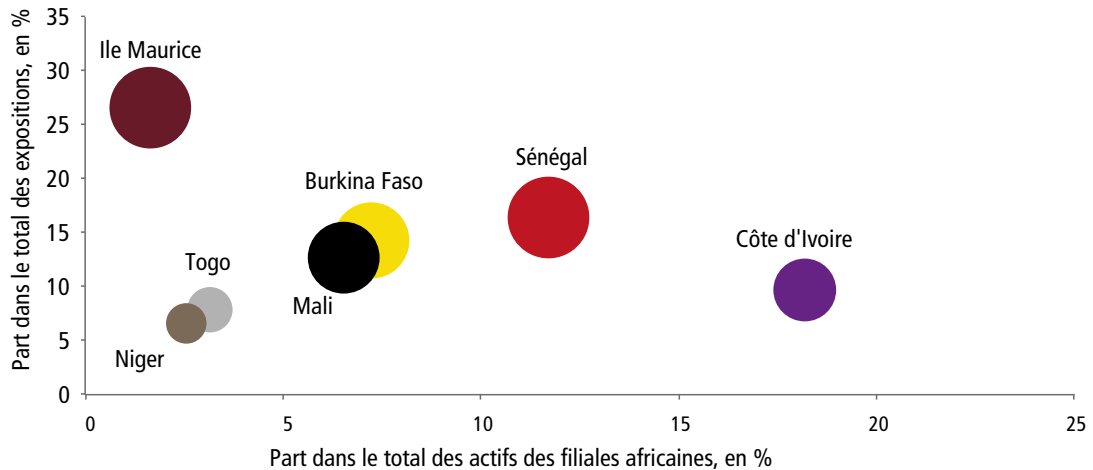


Source : BAM

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

Les expositions des trois groupes bancaires vis-à-vis de leurs filiales implantées en Afrique représentent 0,6% de leurs actifs à fin 2020. La répartition des engagements sur l'Afrique montre que l'exposition est concentrée sur l'Ile Maurice avec une part de 27%, suivi du Sénégal (16%), Burkina Faso (14%), Mali (13%) et la Côte d'Ivoire (10%).

Principales expositions des banques marocaines sur leurs filiales en Afrique



Les résultats du stress test⁵⁹, réalisé sur la base des expositions⁶⁰ des trois groupes bancaires implantés en Afrique, confirment la résilience de ces banques avec des ratios de solvabilité supérieurs aux minimas réglementaires. Ceci s'explique par les faibles expositions sur l'Afrique en lien avec les restrictions de la réglementation de change marocaine ainsi que la déduction des participations au capital des fonds propres prudentiels des banques marocaines selon la réglementation prudentielle en vigueur.

⁵⁹ Le stress test est réalisé sur base sociale et permet d'évaluer l'impact de défaut des filiales établies en Afrique sur leurs maisons mères.

⁶⁰ Englobe les expositions directes et indirectes via les banques offshores et les filiales en Europe, au bilan et hors bilan.

III.6 REGLEMENTATION ET SURVEILLANCE DES CONGLOMERATS FINANCIERS

En ligne avec les normes internationales en matière de supervision des conglomérats financiers (CF) notamment, celles du « Joint Forum »⁶¹ et considérant l'importance systémique que revêtent ces acteurs, la réforme de la loi bancaire de 2014 a introduit des dispositions spécifiques en matière d'identification et de surveillance des CF.

Selon l'article 21 de cette loi, constitue un conglomérat financier, tout groupe remplissant les trois conditions suivantes :

1. Être placé sous **contrôle unique ou influence notable** d'une entité du groupe ayant son siège social ou activité principale au Maroc ;
2. **Deux au moins des entités** du groupe doivent appartenir au secteur bancaire et/ou au secteur de l'assurance et/ou au secteur du marché des capitaux ;
3. Les activités financières exercées par le groupe doivent être **significatives**.

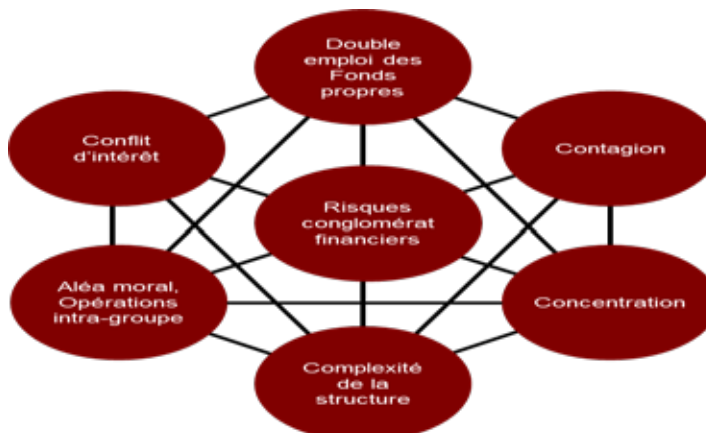
Compte tenu de la taille, de la complexité et des interconnexions entre les différentes entités financières et non financières des conglomérats financiers, les risques y associés ont une dimension systémique et pourraient menacer la stabilité du secteur financier. Conformément aux normes du « Joint Forum », ces risques sont résumés dans les points suivants :

- **Risque lié à un double/multiple emploi des fonds propres** : ce type de risque intervient lorsque le même capital est détenu/utilisé par deux ou plusieurs entités du conglomérat financier ;
- **Risque de contagion** : En lien avec les transactions/expositions, ce risque peut, en cas de crise, engendrer une contagion négative au sein, mais aussi à l'extérieur du conglomérat financier et compliquer le processus de résolution des difficultés ;
- **Risque de concentration** : fait référence à une exposition (sur un nombre limité de

⁶¹ Le **Joint Forum** est un groupe international réunissant les représentants de la réglementation financière issus des secteurs de la banque (Comité de Bale), de l'assurance (IAIS) et des valeurs mobilières (IOSCO). Il a édicté les principes de supervision des conglomérats financiers en 1999 et les actualisé en 2012 pour tenir compte notamment des enseignements de la crise financière de 2008.

contreparties, de secteurs d'activité ou de pays), susceptible de générer des pertes à même de menacer la solidité financière du conglomérat financier ;

- **Risque lié à la complexité de la structure du conglomérat** : Ce type de risque est lié à la taille et à la complexité des conglomérats financiers, aux aspects de la gouvernance et de gestion des risques stratégiques et opérationnels ;
- **Risque lié aux conflits d'intérêts** : La combinaison de plusieurs secteurs d'activité différents et de nombreux modèles économiques et intérêts différents, rendent difficile la gestion des conflits d'intérêts à l'échelle du groupe et au sein des entités individuelles ;
- **Risque d'aléa moral et expositions intra-groupe** :
 - L'aléa moral peut se produire lorsqu'une entité du conglomérat financier s'engage dans la prise de risques excessifs en supposant que, si un problème survient, une autre entité du groupe viendra à son aide (l'entité mère par exemple).
 - Les expositions intra-groupes prennent la forme de créances directes et indirectes entre entités au sein du conglomérat financier (opérations commerciales intragroupe, garanties, prêts et engagements accordés ou reçus, achats/ventes d'actifs entre les entités du groupe...).



Principaux risques émanant des conglomérats financiers

Actions engagées par les autorités financières pour la surveillance de ces risques

Les dispositions de la loi bancaire (article 21) stipulent que « *sans préjudice des dispositions applicables aux entités réglementées appartenant aux secteurs des établissements de crédit, de l'assurance et du marché des capitaux, les **organismes qui contrôlent** les conglomérats financiers sont tenus d'établir, sur une base **individuelle et consolidée** ou sous-consolidée, les **états de synthèse** relatifs à la clôture de chaque exercice, de les **publier**, de disposer d'un mode de **gouvernance**, d'un système de **contrôle interne** et de **gestion des risques**, de communiquer aux autorités concernées tous documents et renseignements nécessaires à l'accomplissement de leur mission et de désigner deux commissaires aux comptes.*

*Les modalités d'application des dispositions de cet article sont fixées par **circulaire conjointe** des autorités de supervision du secteur financier, après avis du Comité de Coordination et de Surveillance des Risques Systémiques (CCSRS) ».*

Dans ce cadre, un projet de circulaire a été préparé par un groupe de travail composé des représentants des trois régulateurs (BAM, ACAPS et AMMC) en s'inspirant des normes Joint Forum et des expériences internationales des pays⁶² qui disposent d'un cadre de réglementation des conglomérats financiers.

⁶² Pays de l'union européenne, Australie, Canada, États-Unis, Japon, Indonésie, Inde, Colombie, Afrique de Sud.

III.7 POLITIQUE ET INSTRUMENTS MACROPRUDENTIELS

A. Stratégie et gouvernance de la politique macroprudentielle

Le cadre stratégique de la politique macroprudentielle a été élaboré et formalisé en 2019 sur la base des standards internationaux et des expériences des autres banques centrales en la matière. Ce cadre définit le périmètre de cette politique, ses objectifs intermédiaires, ses instruments ainsi que le processus de prise de décision y afférent. Ses principales composantes sont reprises dans les paragraphes qui suivent.

Comité de Coordination et de Surveillance des Risques Systémiques

- Institué par la loi bancaire de 2015, le Comité de Coordination et de Surveillance des Risques Systémiques (CCSRS) est chargé notamment d'assurer la surveillance macroprudentielle du secteur financier marocain. Il est présidé par le Wali de Bank Al-Maghrib (BAM) et regroupe des représentants de BAM, de l'Autorité de Contrôle des Assurances et de la Prévoyance Sociale (ACAPS) et de l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC) ainsi que de la Direction du Trésor et des Finances Extérieures (DTFE) relevant du Ministère chargé des Finances, et son secrétariat est assuré par Bank Al-Maghrib.

Pour sa part et conformément à son nouveau Statut (loi 47-10 publié au bulletin officiel en juillet 2019), Bank Al-Maghrib contribue à la stabilité financière notamment dans le cadre du CCSRS. Les autres régulateurs (ACAPS et AMMC) ont engagé un chantier d'amendement de leurs textes fondateurs pour y inscrire également la mission de contribution à la stabilité financière.

- Le CCSRS dispose d'une combinaison de pouvoirs contraignants et semi-contraignants lui permettant de s'acquitter convenablement de son mandat de surveillance macroprudentielle. En effet, la loi bancaire confère au CCSRS des pouvoirs contraignants pour « l'identification des institutions financières d'importance systémique ». Le Comité dispose aussi, conformément au décret fixant sa composition et ses modalités de fonctionnement, de pouvoirs « semi-contraignants » lorsqu'il s'agit d'émettre des recommandations à ses membres et au secteur financier dans son ensemble.

Règles de prise de décision

- Conformément au décret fixant la composition et les modalités de fonctionnement du CCSRS, les avis et recommandations de ce Comité sont adoptés à la majorité des voix des membres et, en cas de partage égal des voix, celle du Président est prépondérante.
- Le CCSRS analyse semestriellement la situation du secteur financier et évalue les risques systémiques pesant sur la stabilité financière sur la base d'une cartographie des risques détaillée des trois composantes du système financier (bancaire, assurantiel et marché des capitaux). A cet égard, le Comité veille à la mise en œuvre de tout instrument/mesures pour prévenir le risque systémique et en atténuer les effets.
- Les membres du CCSRS assurent, chacun en ce qui le concerne, la mise en œuvre des recommandations du Comité⁶³.
- Le CCSRS publie un communiqué de presse à l'issue de chacune de ses réunions semestrielles qui fait ressortir l'analyse du Comité de la situation du secteur financier marocain et son évaluation des risques systémiques. En outre, le CCSRS approuve chaque année le rapport sur la stabilité financière élaboré conjointement par les régulateurs financiers.

Objectifs intermédiaires de la politique macroprudentielle

Il est largement admis que la définition de la stratégie macroprudentielle se fait dans le but de lier l'objectif ultime de la stabilité financière aux objectifs intermédiaires et aux instruments macroprudentiels.

Les objectifs intermédiaires pris ensemble devraient couvrir les risques pesant sur la stabilité financière pour éviter « les angles morts » en matière de politique macroprudentielle. L'analyse du benchmark révèle un large consensus sur les principaux facteurs de risques qui peuvent conduire à une accumulation des vulnérabilités dans un système financier. Toutefois, les autorités nationales peuvent se fixer d'autres objectifs plus spécifiques lorsqu'elles considèrent que le système financier s'expose à d'autres sources de risques.

⁶³ selon le principe « Comply or Explain »

Les objectifs intermédiaires fixés sont les suivants :

i. Atténuer et prévenir une expansion excessive du crédit et de l'endettement

De nombreux travaux ont montré que les périodes de forte croissance du crédit précèdent généralement les crises financières systémiques et qu'elles en sont l'un des signaux d'alerte précoce les plus fiables.

Les travaux menés par la Banque montrent qu'au Maroc, deux épisodes similaires ont eu lieu durant les périodes 1994-2000 et 2005-2010, et bien qu'ils n'aient pas débouché sur des crises systémiques, ils ont été suivis par des périodes de ralentissement net de la production du crédit et une augmentation des créances en souffrance.

Une croissance excessive non justifiée par le développement économique alimente généralement des tensions sur les marchés des actifs financiers et immobiliers en provoquant une montée des taux d'endettement à des niveaux alarmants. Il importe ainsi de suivre l'évolution des prix des actifs et en particulier immobiliers, l'exposition sectorielle des banques, les niveaux d'endettement des agents économiques et les autres conditions d'octroi du crédit.

Cycles du crédit 1990-2018



(*) Cycle du crédit mesuré par Hodrick-Prescott ($\lambda = 390$)

(**) Cycle du crédit mesuré par le filtre Christiano Fitzgerald (Cycle de 8 à 20 ans)

ii. Atténuer et prévenir une transformation excessive de maturité et de liquidité (en dirham et en devises)

Le recours excessif à des sources de financement volatiles, à court terme et/ou en devises étrangères, crée des asymétries de maturité et de devises. Il en découle généralement un accroissement des engagements à refinancer à court terme ce qui accroît la demande de liquidité du marché.

Au Maroc, les épisodes de tensions sur la liquidité sont généralement la conséquence d'un durcissement des conditions monétaires lié à une baisse des réserves de change, une croissance marquée de la circulation fiduciaire et, dans une moindre mesure, à la détérioration des déficits publics. La réponse de la banque centrale a été d'accroître les injections de liquidité, d'étendre les garanties éligibles et de réduire les réserves obligatoires des banques.

iii. Atténuer et prévenir une concentration excessive des expositions directes et indirectes des acteurs financiers

L'économie marocaine, bien qu'elle soit l'une des plus diversifiées de la région et que d'importantes avancées aient été enregistrées récemment dans ce domaine, reste néanmoins encore une économie concentrée. Cette concentration se manifeste par la prédominance de certains secteurs et de leur structure oligopolistique/monopolistique. Cette configuration se traduit sur le plan financier par une augmentation du risque de concentration sur de grandes contreparties.

Le développement des banques marocaines en Afrique incite également la politique macroprudentielle à rester vigilante sur les risques transfrontaliers émanant des concentrations géographiques et en particulier dans les pays africains appartenant aux deux zones monétaires (CEMAC et l'UEMOA). En effet, la présence des banques marocaines dans plusieurs pays d'accueil appartenant à une même zone monétaire accroît les expositions communes de ces banques.

La concentration des activités financières au sein de conglomérats financiers peut être également une source de risques systémiques. Dans ce sens, la loi bancaire de 2015 a introduit de nouvelles dispositions en matière de surveillance des conglomérats financiers et les travaux sont en cours pour leur opérationnalisation.

iv. limiter l'impact systémique d'incitations inappropriées conduisant à l'aléa moral

L'importance du système bancaire en particulier ou plus globalement du système financier fait qu'ils bénéficient de nombreux mécanismes de sauvetage et de garanties implicites en cas de défaillance. De plus, le caractère systémique d'une institution financière augmente la probabilité qu'elle tire bénéfice de ces mécanismes. Les travaux analytiques menés par la Banque ont permis d'identifier ces institutions pour le Maroc et ces dernières font déjà l'objet d'un dispositif dédié au contrôle et à la surveillance des risques.

Instruments de la politique macroprudentielle

En fonction de l'objectif intermédiaire poursuivi, et dans le but d'apporter à la fois une réponse adéquate et efficace aux risques systémiques identifiés tout en évitant les effets secondaires non souhaités, une batterie d'instruments macroprudentiels a été définie. Ces instruments peuvent être résumés comme suit :

- Atténuer et prévenir une expansion excessive du crédit et de l'endettement : La politique macroprudentielle peut agir sur les conditions d'octroi du crédit (par exemple limites LTV - Loan to Value- / DSTI -Debt Service to Income-) et sur les exigences en fonds propres (le coussin contracyclique par exemple).

- Atténuer et prévenir une transformation excessive de maturité et de liquidité : Il s'agit d'exiger des banques qu'elles financent leurs actifs non liquides par des ressources stables et qu'elles détiennent un portefeuille d'actifs suffisamment liquides. Typiquement, il s'agit des ratios de liquidité bâlois de court terme (LCR) et de long terme (NSFR). S'agissant du risque de change, le dispositif actuel exige des banques, pour faire face au risque de change, de respecter des limites sur leurs positions de change ainsi que des exigences en fonds propres. En effet, pour la position de change, les limites sont de 10% des fonds propres par paire de devise et de 20% pour la position globale. De même, l'exigence en fonds propres au titre du risque de change⁶⁴ est égale à 8 % du montant le plus élevé du total des positions nettes courtes ou du total des positions nettes longues.

- Limiter les concentrations d'exposition directe et indirecte : S'agissant de la concentration sectorielle, plusieurs instruments sont disponibles ; ceux qui agissent sur les conditions

⁶⁴ Circulaire n° 26/G/2006 relative au calcul des exigences en fonds propres selon l'approche standard pour la couverture des risques de crédit, de marché et opérationnels des établissements de crédit

d'octroi du crédit, le ratio de division des risques, les ajustements sectoriels des pondérations des actifs par le risque.

S'agissant de la dimension de la concentration géographique en Afrique subsaharienne, elle est prise en considération dans le calcul de la surcharge systémique. Celle-ci dépend, en effet, du niveau de complexité de la banque en question qui tient compte, entre autres, des actifs transfrontaliers.

- Limiter l'impact systémique des incitations inappropriées conduisant à l'aléa moral : La conception des différents dispositifs de sauvetage du système financier en période de crise financière (par exemple, l'aide d'urgence en matière de liquidités, recapitalisation des banques, résolution, liquidation) ne devrait pas limiter l'incitation des institutions financières à un fonctionnement prudent avant la crise. En complément, la surcharge systémique impose des exigences en fonds propres plus élevés aux institutions systémiques.

Tableau 1 : les instruments disponibles pour les objectifs intermédiaires⁶⁵

Objectifs intermédiaires	Types	Instruments mis en place ou en cours
Atténuer et prévenir une expansion excessive du crédit et de l'endettement	Fonds propres	Coussin de fonds propres contracyclique global ou sectoriel, niveau de pondération des actifs pour le risque sectoriel.
	Conditions d'octrois du crédit	Limiter les ratios loan-to value (LTV), loan to income ou debt-service-to-income.
Atténuer et prévenir une transformation excessive de maturité et liquidité	Liquidité	Ratio de liquidité à court terme (LCR), Ratio structurel de liquidité à long terme (NSFR) et limite sur les positions de change.
Limiter la concentration des expositions	Conditions d'octrois du crédit	Ratio de division des risques par contrepartie par banque ou pour le système, niveau de pondération des actifs pour le risque sectoriel, limite à l'exposition sectorielle.

⁶⁵ Les instruments évoqués recouvrent aussi bien ceux pour lesquels les sous-basements réglementaires sont disponibles que ceux dont les conditions de mise en œuvre au niveau national sont prioritaires ou prévues

Objectifs intermédiaires	Types	Instruments mis en place ou en cours
Limitier l'impact systémique d'incitations inappropriées afin de réduire l'aléa moral	Fonds propres	Surcharge en fonds propres pour les établissements d'importance systémique

B. Instruments macroprudentiels

La crise sanitaire a eu de lourdes répercussions sur les économies du monde. Les effets de la crise se sont ressentis au niveau de tous les secteurs et les perspectives demeurent entourées d'incertitudes, avec une augmentation des risques pesant sur la stabilité financière. Le rôle des autorités financières s'avère ainsi primordial pour renforcer la résilience du secteur financier.

Au niveau national, plusieurs mesures ont été engagées par les régulateurs du secteur financier, en s'appuyant sur leur dispositif macroprudentiel.

a. Le coussin de fonds propres contracyclique

Le coussin de fonds propres contracyclique est un instrument macroprudentiel. Il s'agit d'une surcharge en fonds propres à constituer par les banques durant la phase ascendante du cycle financier pour faire face à un emballement du crédit et un excès de confiance des agents. Il est en revanche relâché en phase descendante du cycle, qui est généralement caractérisée par une hausse du risque de défaut des emprunteurs et des difficultés économiques. Les banques se trouvent ainsi moins contraintes de restreindre l'octroi de crédit, ce qui leur permet d'assurer la continuité de l'offre de services financiers au cours d'une conjoncture économique difficile.

Au niveau national, depuis l'introduction de cet instrument en juin 2016⁶⁶, son niveau est maintenu fixe à 0%. En effet, l'écart du ratio du crédit au secteur privé sur PIB par rapport à

⁶⁶ Circulaire sur les fonds propres n°01/W/2016 du 10 juin 2016.

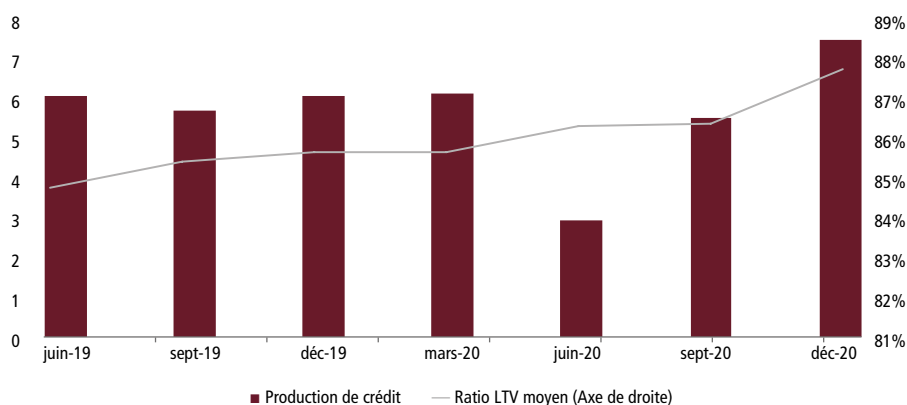
sa tendance⁶⁷ demeure négatif, ce qui n'implique pas l'activation de ce coussin en cette phase baissière du cycle financier.

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

Fortement impacté par l'état d'urgence sanitaire lié à la pandémie Covid-19, le secteur de l'immobilier a enregistré un repli d'activité significatif durant le deuxième trimestre de l'année 2020. La production des crédits à l'habitat a ainsi accusé une forte baisse de plus de 50% entre le premier et le deuxième trimestre de 2020 (du fait notamment du confinement sanitaire) avant de revenir progressivement au niveau d'avant crise au 3^{ème} et 4^{ème} trimestre 2020⁶⁸. Ainsi en 2020, la production crédits à l'habitat a poursuivi sa tendance baissière, entamée depuis 2017, enregistrant une contraction de 4,4% pour s'établir à 25,1 milliards de dirhams.

Nonobstant cette baisse de production, le ratio moyen LTV s'est globalement stabilisé durant les trois premiers trimestres de l'année 2020 entre 85% et 86%, avant d'augmenter à 88% au 4^{ème} trimestre 2020.

Production crédits à l'habitat, en milliards de DH



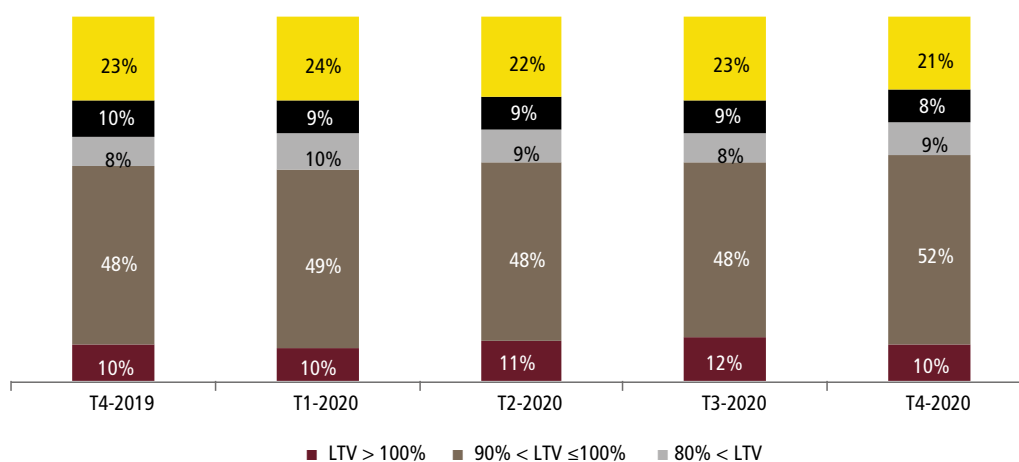
Source : Banques, calcul BAM

⁶⁷ Cet indicateur constitue le principal facteur orientant l'activation du coussin contracyclique

⁶⁸ Il convient de signaler que les avantages fiscaux sur les droits d'enregistrement de l'achat de biens immobiliers (loi de Finances rectificative 2020) ont favorisé l'augmentation des transactions immobilières.

La structure de la production par tranche de LTV n'a pas connu, dans le contexte de la crise sanitaire, de changement significatif au cours des cinq derniers trimestres. La part des prêts assortis d'un ratio LTV entre 90% et 100% représente environ la moitié de la production trimestrielle. Celle relative à un ratio supérieur à 100% (sur-financement) se situe entre 10% et 12%.

Structure de la production selon le niveau du ratio LTV



c. Surcharge en fonds propres pour les banques d'importance systémique :

En convergence avec les recommandations baloises en matière de politique macroprudentielle, et conformément aux dispositions de l'article 79 de la loi 103-12 relative aux établissements de crédit et organismes assimilés, Bank Al-Maghrib, et après avoir finalisé le dispositif méthodologique, œuvre pour parachever le cadre réglementaire pour l'opérationnalisation de la surcharge en fonds propres pour les banques revêtant une importance systémique. Cet instrument macroprudentiel, constitué de fonds propres additionnels de base de catégorie 1 (CET1), vise à renforcer la capacité de ces banques à absorber l'impact des chocs et limiter ainsi leur transmission à l'ensemble du système financier. Les conditions et modalités d'application cet instrument seront fixées par circulaire du Wali de Bank Al- Maghrib, après avis du Comité des Etablissements de Crédit (CEC).

A l'échelle internationale et en réponse à la pandémie COVID-19, le Comité de Bâle⁶⁹ et le FSB⁷⁰ ont préconisé le relâchement et l'utilisation des coussins de fonds propres pour soutenir l'économie réelle et absorber les pertes. Ces instances ont souligné, également, que les autorités de supervision devraient laisser aux banques suffisamment de temps pour reconstituer les coussins tenant compte des conditions économiques et de marché et de leur situation financière. Par ailleurs, l'analyse du benchmark internationale au sujet de l'utilisation de cet instrument pour relancer l'économie face à la pandémie Covid-19, fait ressortir que plusieurs banques centrales ont relâché partiellement ou totalement le niveau exigé ou bien reporté le calendrier de sa mise en œuvre.

Considérant la sévérité de la crise sanitaire et ses répercussions notamment sur le système bancaire marocain qui est confronté au risque de montée des créances en souffrance, nécessitant des fonds propres conséquents pour absorber les pertes potentielles et maintenir une résilience face au choc sanitaire, Bank Al-Maghrib finalisera les travaux de déploiement et le cadre réglementaire relatif à cet instrument macroprudentiel tenant compte de l'évolution de la situation de crise sanitaire et son impact sur le secteur bancaire et plus particulièrement les banques systémiques déjà identifiées par le CCSRS.

Par ailleurs, il est à noter que l'exercice d'identification des banques d'importance systémique et de calcul de leur score de systémicité ainsi que les travaux de calibrage de la surcharge en fonds propres à leur appliquer sont effectués sur une base semestrielle. Également, des études d'impact de la mise en œuvre de cette mesure macroprudentielle ont été réalisées sur les niveaux des fonds propres des banques concernées, tant sur base sociale que consolidée.

⁶⁹ "Basel Committee coordinates policy and supervisory response to Covid-19"

⁷⁰ ...

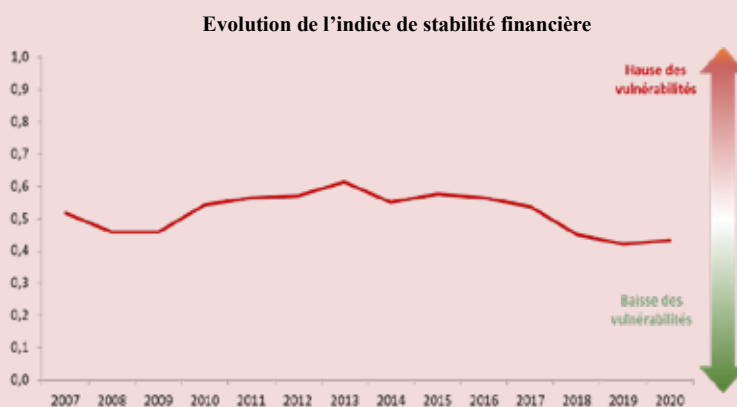
Encadré N°11 : Indice de stabilité financière (ISF)

En dépit du choc économique sans précédent auquel a été soumis le secteur financier courant 2020, la stabilité financière a été globalement préservée, comme en atteste le maintien de l'ISF à un niveau modéré (0,43 contre 0,42 en 2019) **. Les évolutions diffèrent, en revanche, d'une catégorie de risques (sous-indice) à une autre.

Concernant les conditions économiques, bien qu'elles soient pénalisées par la forte contraction du PIB et le creusement du déficit budgétaire, elles ont bénéficié d'une réduction du déficit courant, une hausse des réserves de change et une détente des pressions inflationnistes.

Notons toutefois que la dégradation de l'activité économique a exacerbé les vulnérabilités des agents non financiers, comme en atteste l'accroissement notable de la dette du Trésor et des entreprises non financières. Parallèlement, les marchés financiers ont subi une montée des risques imputable à la contreperformance du marché boursier au cours des premiers mois de l'année.

Pour leur part les institutions financières ont subi une baisse de leurs résultats, concomitamment aux tensions sur les marchés financiers et au repli de l'activité, néanmoins elles ont maintenu leur résilience, tel que cela ressort des niveaux des fonds propres sur base sociale largement au-dessus du seuil réglementaire.



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

Encadré N°12 : Mesures prises par les banques centrales en lien avec l'impact de la pandémie Covid-19

Pour faire face à la crise sanitaire et limiter son impact sur le secteur bancaire, les banques centrales à travers le monde ont engagé plusieurs mesures, classées en deux catégories :

- La première concerne la continuité des activités à la fois des institutions financières (banques, infrastructures de marchés, etc.) en vue de s'assurer de l'adéquation de leur PCA*, et des autorités de régulation pour veiller, en particulier, à la continuité des activités de surveillance durant la période de crise.
- La deuxième catégorie porte sur les réponses apportées en matière d'accommodation des **politiques monétaire et financière**, permettant notamment :

- **Le soutien au crédit** : outre les décisions de baisse des taux directeurs, les mesures concernent la mise en place de systèmes de garantie de prêt, restructuration des conditions de prêt (avec flexibilité de provisionnement suite au report des échéances), libération de coussins de fonds propres contracycliques, assouplissement des règles LTV pour les crédits immobiliers, et encouragement à utiliser d'autres coussins de fonds propres (coussin de conservation par exemple) et de liquidité ;
- **La fourniture de liquidités**, comprenant les mesures prises par les autorités pour assurer le refinancement des banques en monnaie nationale, ainsi que par des mécanismes donnant accès aux devises.

Concernant cette deuxième catégorie de mesures, le Comité de Bâle a recommandé aux banques de s'appuyer sur leurs matelas significativement élevés de liquidités et de fonds propres antérieurement constitués pour absorber le choc de la crise et remplir leur mission de soutien à l'économie. En conséquence, le risque que l'offre de crédit soit limitée par les exigences réglementaires s'en trouvera réduit. Le Comité a également revu en date du 27 mars 2020 le calendrier de mise en œuvre des normes baloises, en reportant d'un an au 1^{er} janvier 2023 :

- la mise en œuvre des normes Bâle III révisées en décembre 2017 ;
- le déploiement du cadre révisé pour les risques de marché finalisé en janvier 2019 ainsi que des obligations de publication du pilier 3 finalisées en décembre 2018.

(*) A signaler, en particulier, que le risque de cyber-attaque qui s'est amplifié en cette période de crise sanitaire, fait également l'objet d'un suivi rapproché dans le cadre de la continuité d'activité.

CHAPITRE 4

MARCHES DE CAPITAUX, INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ ET MONNAIE FIDUCIAIRE

APERÇU

L'année 2020 a été marquée par une poursuite du creusement des besoins de la liquidité bancaire de près de 10,2 milliards de dirhams, clôturant ainsi l'année 2020 avec un déficit de liquidité de 85,7 milliards de dirhams en moyenne quotidienne. Dans ce contexte, Bank Al-Maghrib a mené une politique monétaire accommodante, en augmentant l'encours quotidien moyen de ses injections à 92 milliards en 2020 au lieu de 76,4 milliards de dirhams en 2019. Elle a également procédé à deux réductions du taux directeur de 2,25% à 2% en mars puis à 1,50% en juin 2020, à l'élargissement du collatéral en contrepartie des refinancements accordés aux banques et à la libération intégrale de leurs réserves obligatoires, permettant ainsi de répondre à l'enjeu de liquidité et d'assurer le bon fonctionnement du marché monétaire.

En dépit de la hausse significative des émissions des bons du Trésor, suite à l'augmentation du déficit budgétaire, la détente des taux s'est poursuivie sur les marchés obligataires primaire et secondaire. Si la volatilité des taux des bons du Trésor sur le marché secondaire est restée globalement limitée, il n'en demeure pas moins que des périodes de fortes tensions ont été enregistrées.

L'encours de la dette privée ressort en légère hausse atteignant 236,5 milliards de dirhams et ce, malgré la baisse du volume des émissions après trois années de croissance continue. Le risque de crédit relatif aux émetteurs de dette privée ayant fait appel public à l'épargne reste limité et ce, en l'absence de défaut de remboursement des échéances de la dette. En outre, l'endettement des émetteurs non-financiers de dette privée, ayant fait appel public à l'épargne, suit une tendance haussière mais demeure globalement maîtrisé. Réservées aux investisseurs qualifiés, les émissions obligataires par voie de placement privé représentent 51,4% des émissions d'obligations privées contre 28,7% en 2019. Également réservées aux investisseurs qualifiés, y compris les OPCVM l'ayant prévu dans leur politique d'investissement, l'encours des obligations subordonnées perpétuelles au profil plus risqué, notamment de type AT1, ressort en augmentation de 9,7%.

Le volume d'émission sur le marché boursier ressort en forte baisse à 3 milliards de dirhams, après une courte phase de croissance durant les deux années précédentes. Après la baisse importante enregistrée lors du déclenchement de la crise sanitaire en mars 2020, qui s'est accompagnée d'une volatilité largement supérieure aux plus hauts historiques, le marché boursier a récupéré graduellement une bonne partie de ses pertes en limitant ainsi sa

contreperformance annuelle à -7,27% contre -26,2% enregistrée le 18 mars 2020. Seuls 36% des indices sectorielles ont fini l'année avec une performance positive. Concernant la valorisation globale du marché, elle demeure relativement élevée en 2020, en dépit de la baisse des cours. Dans ce contexte, la tendance baissière de la part du flottant en bourse détenu par les non-résidents s'est accentuée. A l'inverse, les OPCVM et les personnes physiques marocaines ont enregistré des positions nettes acheteuses.

L'activité de la gestion d'OPCVM s'est montrée résiliente face à la crise avec un actif net qui a poursuivi sa progression pour atteindre 523 milliards de dirhams, grâce à un important volume de collecte nette, soit 44,6 milliards de dirhams. Ladite collecte étant principalement orientée vers les OPCVM « Obligataires » et « Monétaires ». L'activité de gestion d'OPCVM reste concentrée au niveau des filiales d'Institutions financières et constitue un canal important d'interconnexion entre les institutions financières. Par ailleurs, la concentration élevée du passif des OPCVM, ajoutée à la faible liquidité inhérente à certaines catégories d'actifs, restent les principales zones de vulnérabilités de cette activité. S'agissant des autres compartiments de la gestion d'actifs, qui ne constituent pas encore un enjeu pour la stabilité financière, les fonds de titrisation ont connu une quasi-stagnation de leur encours global à 9,9 milliards de dirhams après sept années de hausses continues, tandis que l'activité de capital investissement affiche des levées et des investissements respectivement de 1,35 milliard de dirhams et 804 millions de dirhams. Quant à l'activité des OPCI, elle enregistre un bon démarrage avec un actif net qui a atteint 6,09 milliards de dirhams depuis son lancement en juin 2019.

Avec un volume de 255 milliards de dirhams, les opérations de prêt de titres maintiennent une tendance baissière et restent dominées par les BDT, avec une augmentation de la durée moyenne des prêts. Les OPCVM et les banques demeurent les principaux intervenants sur ce marché.

S'agissant des Infrastructures de Marchés Financiers, la progression du volume des avoirs conservés auprès du Dépositaire central Maroclear reste soutenue en atteignant 1.951 milliards de dirhams, avec néanmoins une baisse de 17,7% du volume des flux dénoués. Le taux de suspens des transactions à la Bourse de Casablanca reste très faible et suit une tendance baissière. Le risque opérationnel au niveau desdites infrastructures demeure maîtrisé, avec des incidents très limités et sans gravité.

IV.1 Marchés de capitaux

A. Marchés monétaire et obligataire

Poursuite du resserrement de besoin de liquidité bancaire

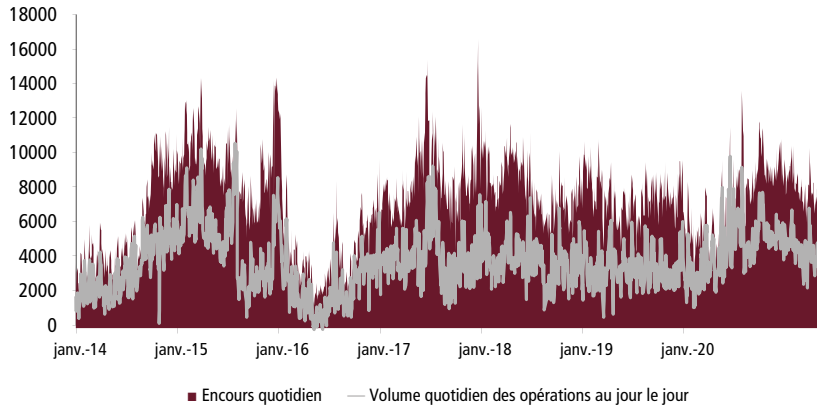
La position de liquidité des banques s'est creusée en 2020 de près de 10,2 milliards de dirhams en moyenne quotidienne, contre près de 14,5 milliards de dirhams en 2019, pour enregistrer un déficit de liquidité de 85,7 milliards de dirhams. Ce resserrement de la liquidité bancaire est attribuable principalement à l'effet de la poursuite tendancielle de la circulation fiduciaire, amplifiée par la panique générée par la pandémie Covid-19. Parallèlement, l'augmentation des réserves de changes de la Banque a permis d'améliorer relativement ce creusement de la liquidité bancaire.

Dans ce contexte, la Banque centrale a mené une politique accommodante en renforçant ces interventions, ainsi l'encours quotidien moyen des injections de Bank Al-Maghrib s'est élevé à 92 milliards de dirhams en 2020 contre 76,4 milliards une année auparavant. De plus, la Banque a procédé à la baisse du ratio de la réserve obligatoire, le ramenant de 2% à 0% en juin 2020. Cette mesure s'est traduite par une injection structurelle de liquidité de l'ordre de 12 milliards de dirhams, permettant d'atténuer le besoin de refinancement des banques. Le besoin en liquidité s'est ainsi amélioré au cours du 4ème trimestre de l'année 2020, passant de 97,8 milliards de dirhams en moyenne quotidienne au cours du 3ème trimestre 2020 à 85,5 milliards.

Baisse des volumes échangés sur le marché monétaire interbancaire en blanc

Sur le marché monétaire interbancaire en blanc, structurellement faible, l'encours quotidien moyen des opérations a poursuivi sa baisse, en s'établissant à près de 7,3 milliards de dirhams au titre de l'année 2020, contre 7,5 milliards de dirhams à fin 2019. En effet, les opérations traitées au jour le jour, représentant près de 65% des volumes échangés sur ce marché, ont enregistré une hausse de 34,2% d'une année à l'autre passant à près de 4,8 milliards de dirhams, tandis que le volume quotidien moyen des opérations à terme s'est replié de 35,7% à moins de 2,6 milliards de dirhams.

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

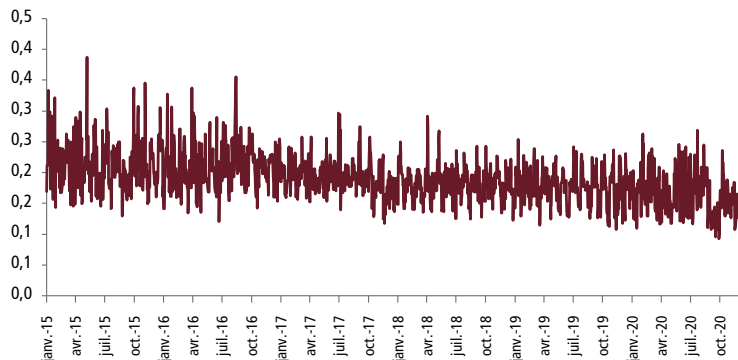


Source : BAM

Persistence de la concentration sur le marché monétaire

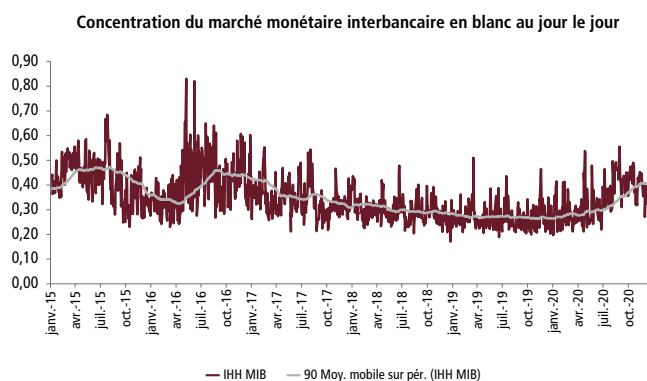
La répartition des liquidités bancaires demeure déséquilibrée entre les banques, en effet 66% des réserves totales des banques sont détenues par les trois plus grands établissements bancaires de la place. Ainsi l'indice de concentration Herfindahl-Hirschman (IHH) de la liquidité bancaire s'est situé à 0,18 contre 0,19 en 2019, reflétant une concentration importante de la liquidité bancaire.

Concentration de la liquidité bancaire



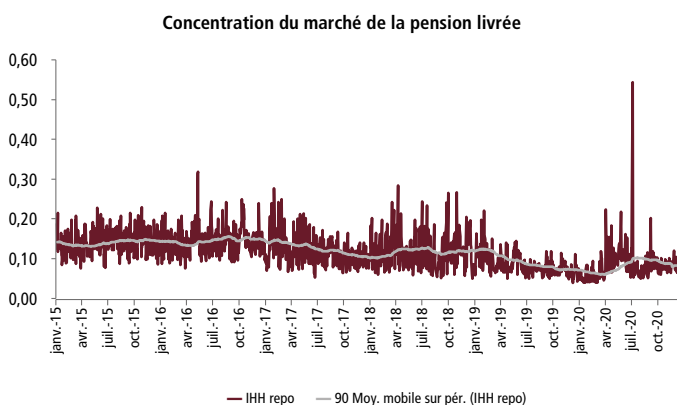
Source : BAM

La structure du marché monétaire interbancaire en blanc reflète une persistance de la concentration structurelle sur les prêts-emprunts en blanc, qui s’est accentuée au cours de l’année 2020 comme en témoigne l’évolution de l’IHH, passant d’une année à l’autre de 0,22 à 0,30. Cette dynamique est attribuable à l’accroissement de la concentration au niveau des opérations de prêts avec un indice IHH passant de 0,21 à 0,33 en 2020, alors que du côté des emprunts cet indice n’a augmenté que de trois points de base à 0,26.



Source : BAM

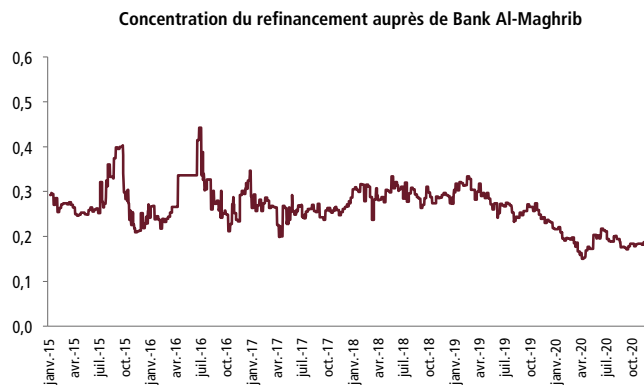
Pour sa part, le marché de la pension livrée se situe dans la catégorie des marchés modérément concentrés, avec un indice IHH qui s’est stabilisé à 0,08 en 2020, du fait de son élargissement à d’autres opérateurs financiers, notamment les OPCVM.



Source : BAM

Persistence de la concentration du refinancement auprès de la Banque centrale.

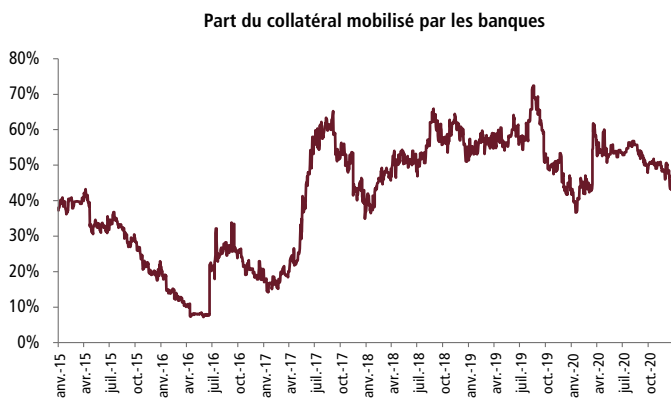
Au titre de l’année 2020, l’encours quotidien moyen des interventions de la Banque Centrale a progressé pour atteindre une moyenne quotidienne de 92 milliards de dirhams avec un pic s’élevant à 107,4 milliards de dirhams au cours du troisième trimestre de l’année 2020. Malgré une nette amélioration de l’indice IHH (0,19 en 2020 contre 0,27 en 2019), le niveau de ces injections continue de refléter l’importante concentration du refinancement auprès de Bank Al-Maghrib.



Source : BAM

En dépit de l’orientation accommodante de la politique monétaire de Bank Al-Maghrib et le resserrement de la liquidité bancaire, la pression sur le collatéral éligible aux opérations de politique monétaire a rompu avec sa tendance haussière pour s’établir à 51% contre 56% en 2019. Cette amélioration résulte principalement de l’élargissement du collatéral⁷¹ accepté par Bank Al-Maghrib en contrepartie des opérations de politique monétaire, aux titres négociables, aux créances sur les administrations centrales et sur les « Corporate » et aux créances hypothécaires.

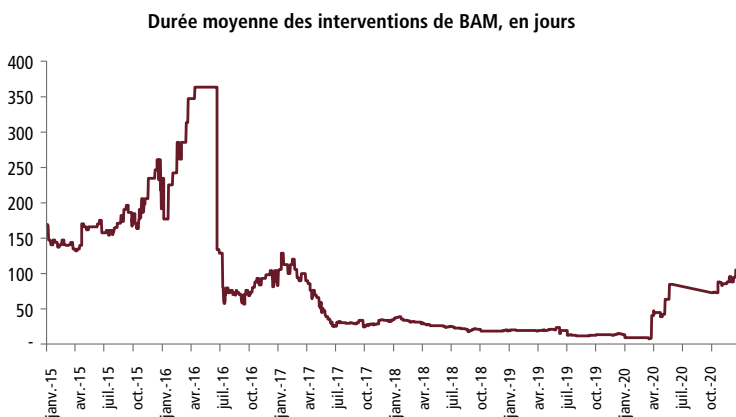
⁷¹ Mesure prise et annoncée par Bank Al-Maghrib le 29 mars 2020.



Source : BAM

Allongement de la durée moyenne des interventions de BAM

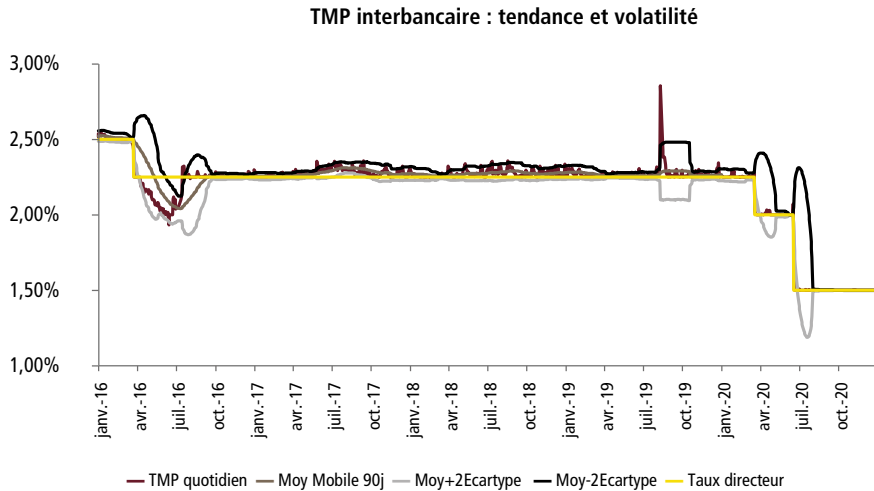
La durée moyenne des interventions de Bank Al-Maghrib s’est allongée à moins de 2 mois sur l’année 2020, contre une durée moyenne aux alentours de 16 jours l’année précédente, cet allongement est attribuable principalement à l’importante augmentation des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME.



Source : BAM

Dans un contexte marqué par un accroissement des interventions de la Banque Centrale conjuguée à une baisse des volumes échangés sur le marché monétaire interbancaire, le taux moyen pondéré (TMP) sur le marché interbancaire en blanc au jour le jour a accusé une baisse de 0,5 point de base à 1,75% en moyenne au cours de l’année 2020. En effet, la

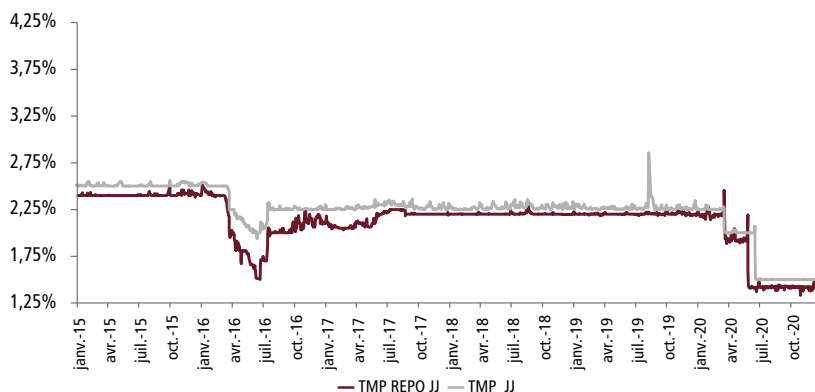
poursuite de la politique accommodante menée par Bank Al-Maghrib, en procédant à deux réductions du taux directeur de 2,25% à 2% en mars puis à 1,50% en juin 2020 et la libération intégrale des réserves obligatoires des banques, a permis d’assurer le bon fonctionnement du marché interbancaire et le pilotage efficace des taux à court terme. En effet, le loyer de l’argent au jour le jour s’est établi tout au long de l’année 2020 à un niveau proche du taux directeur, soit un écart moyen de 0,3 point de base au lieu de 1,9 point l’année précédente. La volatilité du taux interbancaire en blanc au cours de cette année a augmenté à un écart-type de quatre points de base en 2020 contre trois points de base l’année précédente. Ainsi le taux interbancaire a globalement oscillé dans une fourchette, allant de 1,5% à 2,3%, enregistrant ainsi un spread de 80 points de base attribuable notamment aux deux baisses successives du taux directeur.



Source : BAM

Par ailleurs, les écarts entre les taux d’intérêt maximums et minimums observés au cours d’une même journée sur le marché monétaire continuent de se résorber, passant de 8 à 1 point de base entre 2019 et 2020, traduisant une nette amélioration de l’efficacité de la formation des prix sur ce compartiment. En parallèle, les écarts de taux entre les financements sur le marché collatéralisé et le marché en blanc se sont élevés à 11 points de base en 2020, contre 7 points de base un an auparavant, et ce, compte tenu de la volatilité observée sur ce compartiment suite à la baisse du taux directeur.

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



Source : BAM

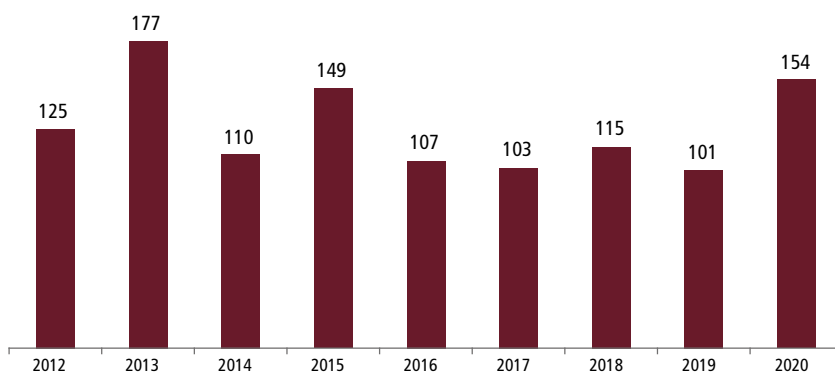
Hausse significative des émissions des bons du Trésor, suite à l'augmentation du déficit budgétaire.

Le marché des bons du Trésor constitue la première alternative de placements pour les investisseurs, en lien notamment avec la sécurité qu'il offre et le manque d'opportunités alternatives de placement.

Ce marché a connu un certain dynamisme en 2020, lié en grande partie au creusement du déficit budgétaire dans le contexte de la crise sanitaire, avec un encours atteignant près de 607,9 milliards de dirhams à fin 2020, en progression de 10% d'une année à l'autre.

Les émissions des bons du Trésor se sont établies en 2020 à 154 milliards de dirhams, marquant une rupture avec la tendance globalement baissière, observée depuis 2014.

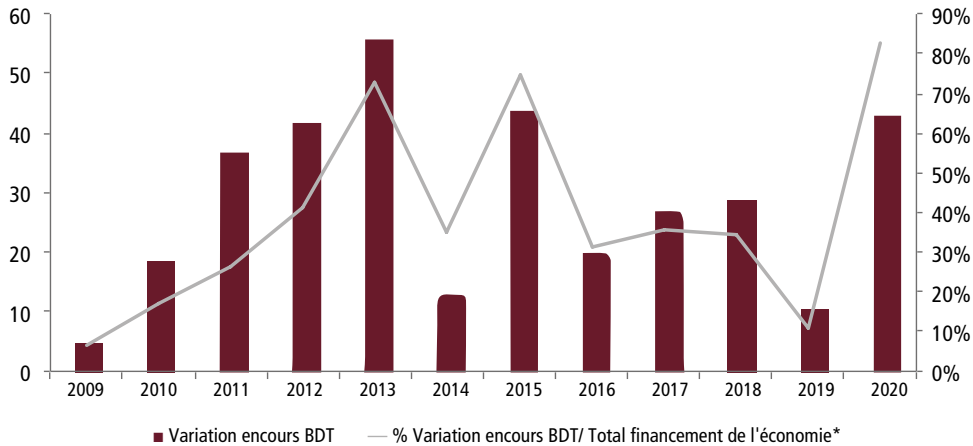
Evolution des émissions des Bons du Trésor (en millions de dirhams)



Sources : Maroclear et Calculs AMMC

Dans le sillage de la hausse des émissions, l'encours des bons du Trésor a atteint 601 milliards de dirhams à fin 2020, contre 557 milliards de dirhams à fin 2019, soit une augmentation de 7,82%.

Variation de l'encours des Bons du Trésor (En Md MAD)

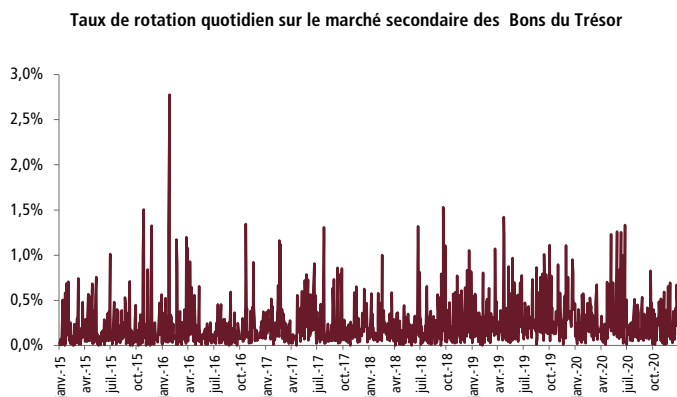


Sources : Bourse de Casablanca, Bank Al- Maghrib, Maroclear et Calculs AMMC

Poursuite de la détente sur les rendements obligataires de la courbe obligataire primaire, avec une baisse plus marquée sur le compartiment long terme.

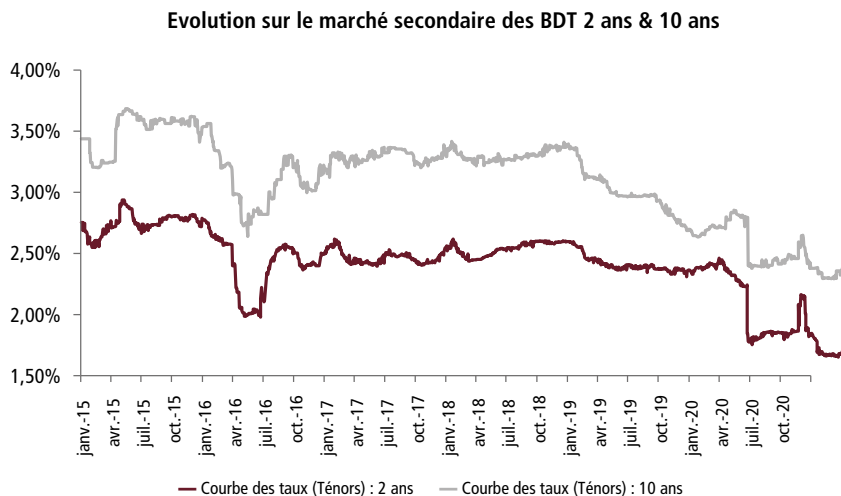
Les taux moyens pondérés (TMP) des adjudications des bons du Trésor ont poursuivi en 2020 leur tendance globalement baissière avec des variations plus importantes, en comparaison avec l'année précédente. En effet, le financement du Trésor s'est effectué dans des conditions plus avantageuses dans un contexte marqué par l'engouement des investisseurs pour les BDT. Ainsi, la baisse a atteint 32 points de base pour les maturités courte et moyenne avec un BDT à 52 semaines établi à 1,99% et un BDT à 5 ans ressorti à 2,28%. S'agissant de la maturité longue, ce repli a été plus important s'établissant à -50 points de base pour le BDT à 15 ans (2,89%).

Malgré le dynamisme qu'a connu le marché primaire des Bons du Trésor en 2020, le marché secondaire des BDT reflète toujours un manque de profondeur, en conséquence le taux de rotation en moyenne quotidienne a reculé à 0,27% en 2020 contre 0,33% en 2019.



Source : BAM

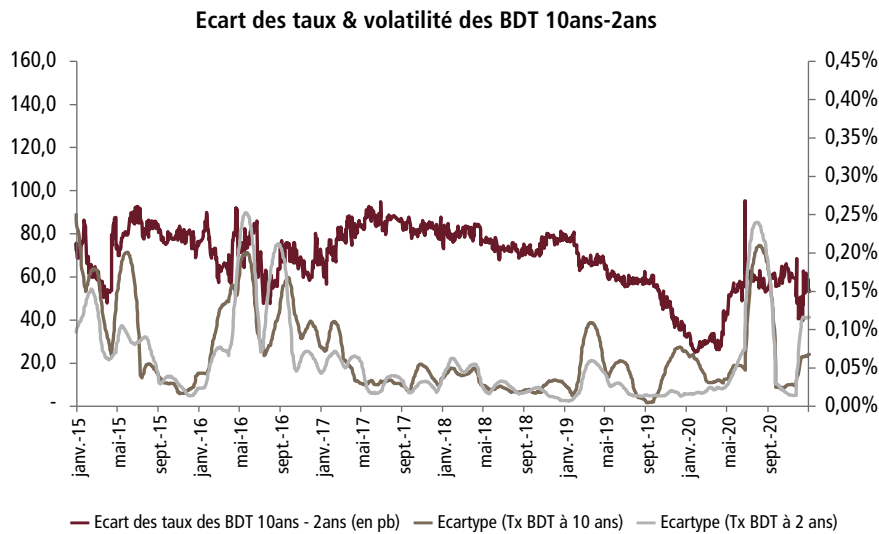
Dans le même sillage, l'écart entre les taux des Bons du Trésor à 2 et 10 ans a baissé au cours de l'année 2020, s'établissant en moyenne à 48 points de base en 2020 contre 59 points de base en 2019. En effet, la courbe des taux a connu un mouvement vers le bas en raison de la baisse des rendements sur l'ensemble des maturités. Ainsi, les taux des BDT à 10 ans ont enregistré en moyenne une baisse de 42 points de base en 2020 pour s'établir en moyenne à 2,59%, tandis que les taux à 2 ans ont marqué un recul à 2,16%.



Source : BAM

Dans ce contexte, l'écart-type des taux des BDT à 2 et 10 ans s'est accentué et s'est établi respectivement à 7,4% et 7,3% à fin 2020 contre 2,4% et 5% un an auparavant, reflétant l'accroissement de l'incertitude des investisseurs sur les deux maturités.

En outre, l'écart de rendement entre les taux à 2 ans et 10 ans s'est contracté à 48 points de base en 2020, soit 11 points de base de moins qu'en 2019, traduisant un net resserrement du spread 2-10 ans.



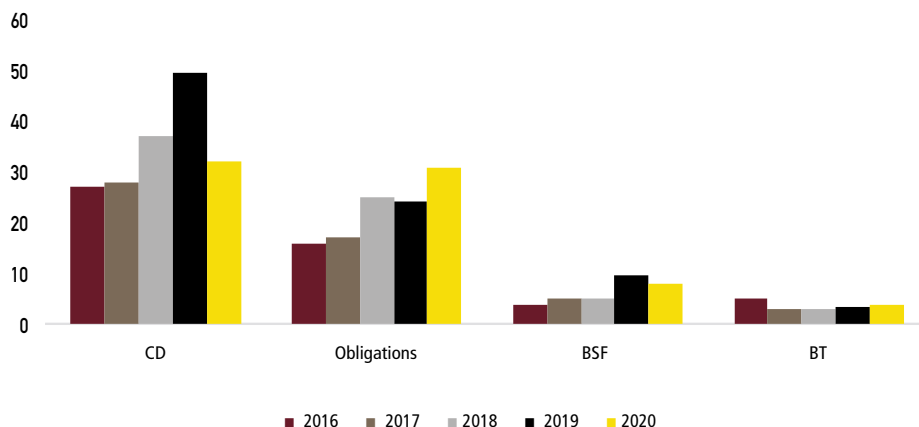
Source : BAM

Baisse des émissions de dette privée, en particulier celles du secteur financier et ce, après trois années de croissance.

En dépit d'un contexte de taux d'intérêts historiquement bas, les émissions de la dette privée enregistrent une baisse de 13,82% en passant de 86,8 milliards de dirhams en 2019 à 74,8 milliards de dirhams en 2020 et ce, après trois années de croissance successives.

Cette évolution est liée principalement à la baisse des émissions des certificats de dépôt. Elles représentent près de 43% des émissions de dette privée et se sont établis à environ 32,1 milliards de dirhams en 2020 contre 49,4 milliards de dirhams un an auparavant, soit une baisse de 35%. De même, les Bons des sociétés de financement affichent un recul de près de 1,8 milliard de dirhams par rapport à 2019, soit -18,6%.

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

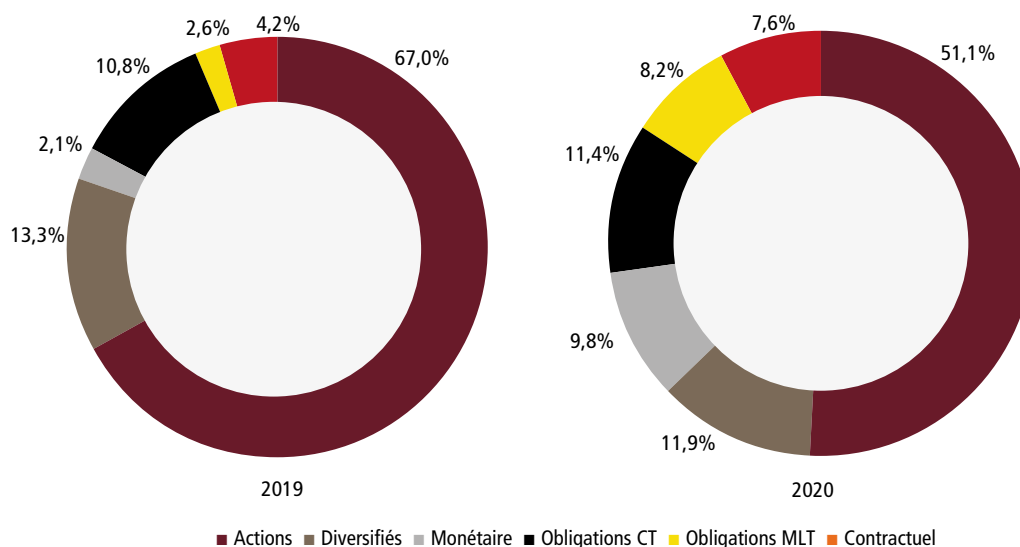


Sources : Maroclear et Calculs AMMC

Les émissions de dette privée en 2020 restent dominées par les TCN, en dépit de la baisse de leur part qui s'est établie à 58,69% contre 71,94% en 2019 et 64,12% en 2018. Par compartiment, les certificats de dépôts ne représentent plus que 42,91% de l'ensemble des émissions de la dette privée, contre plus de la moitié en 2019 et 2018, soit respectivement 56,89% et 52,71%. Les bons des sociétés de financement (BSF) et les billets de trésorerie (BT) représentent respectivement 10,56% et 5,21% contre 11,23% et 3,82% en 2019. Quant aux obligations, leur part a augmenté pour ressortir à près de 42% alors qu'elle représentait seulement 28,06% du volume d'émission de la dette privée en 2019 et 35,88% en 2018.

Les établissements de crédit restent les principaux émetteurs de dette privée, même si leur part dans l'ensemble des émissions a baissé passant de 80,3% en 2019 à 63% en 2020. En effet, les banques ont émis sur le marché des montants importants s'élevant à près de 39 milliards de dirhams, que ce soit sous forme de certificats de dépôt ou d'obligations, ce qui représente 52,3% des émissions de dette privée effectuées en 2020. Pour leur part, les sociétés de financement ont réalisé des émissions s'établissant à 11,7 milliards de dirhams, soit près de 15,7% du total des émissions de dette privée.

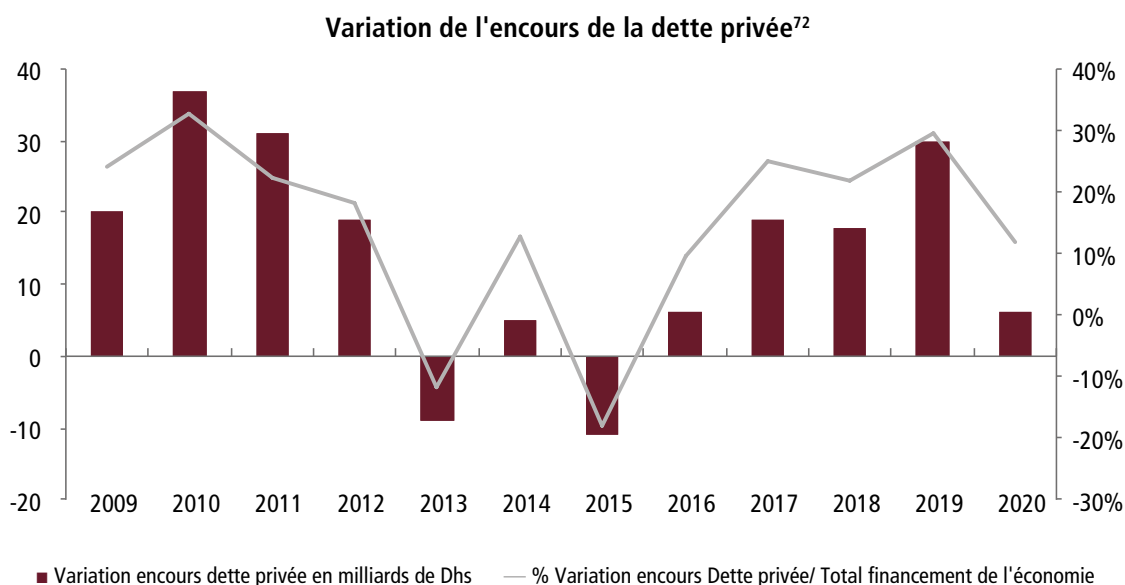
Ventilation des émissions de la dette privée par secteur d'activité



Sources : Maroclear et Calculs AMMC

Les entreprises publiques, quant à elles, représentent 11,4% des émissions, lesquelles visent principalement à financer d'importants projets d'infrastructures très capitalistiques dans le cadre de la mise en œuvre des stratégies sectorielles du Gouvernement. Les entreprises des autres secteurs confondus (Holdings, Immobilier et autres) représentent un peu plus du quart des émissions de dette privée en 2020.

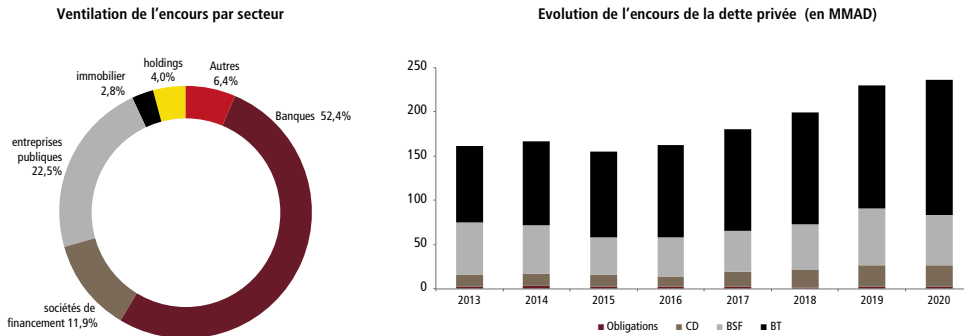
La contribution de la dette privée dans le financement de l'économie ressort en baisse en passant de 29% en 2019 à 12% en 2020 et ce, malgré la baisse du montant global de financement de l'économie qui s'est établi à 52,5 milliards de dirhams en 2020 contre 100,96 milliards de dirhams en 2019. Ce recul s'explique par une augmentation très limitée de l'encours de la dette privée en 2020, soit 6 milliards de dirhams. Cette situation intervient sous l'effet conjugué d'une baisse du volume des émissions de la dette privée qui passe de 86,8 milliards de dirhams en 2019 à près de 75 milliards de dirhams en 2020, ainsi que de la hausse des remboursements qui se sont élevés à 68,6 milliards de dirhams en 2020 contre 52,83 milliards de dirhams en 2019.



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

L'encours de la dette privée ressort en légère hausse atteignant 236,5 milliards de dirhams.

L'encours de la dette privée s'est établi à 236,5 milliards de dirhams à la fin de l'année 2020 contre 230 milliards de dirhams à la fin de l'année 2019, soit une hausse de 2,3%. Cette évolution provient de la hausse enregistrée sur les gisements « obligataire » et « billets de trésorerie », conjuguée à une baisse relevée sur les compartiments « certificats de dépôts » et « bons de sociétés de financement ». Il convient de préciser que le gisement obligataire affiche un encours en hausse de 13,2 milliards de dirhams, alors que l'encours des certificats de dépôts s'est établi en baisse de 7,1 milliards de dirhams. Les établissements de crédit restent les principaux émetteurs de dette privée avec près des deux tiers de l'encours global.



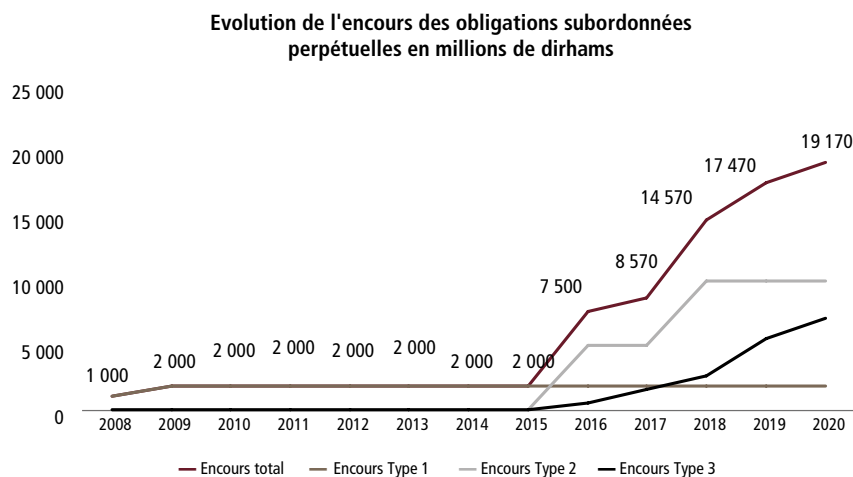
Sources : Maroclear et Calculs AMMC

Réservées aux investisseurs qualifiés, les émissions obligataires par voie de placement privé représentent plus de la moitié des émissions d'obligations privées.

L'année 2020 a connu une hausse notable des émissions obligataires par voie de placement privé (PP) avec un nombre d'opérations qui a presque doublé passant de 9 en 2019 à 17 en 2020. Le volume de ces opérations a suivi la même tendance pour ressortir à 15,9 milliards de dirhams en 2020 contre 7 milliards de dirhams en 2019. La part de ces opérations dans le volume global d'émission d'obligations privées s'est établie à 51,4% en 2020 contre 28,7% en 2019. Pour rappel, ce type d'émission ne bénéficie pas de la protection du régime de l'appel public à l'épargne (APE). Toutefois, il reste réservé à un nombre limité d'investisseurs qualifiés, à savoir un maximum de vingt investisseurs par émission.

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

L'encours des émissions d'obligations subordonnées perpétuelles reste sur la même trajectoire haussière entamée depuis l'année 2016. Sur l'année 2020, il s'est établi à 19,17 milliards de dirhams contre 17,47 milliards de dirhams un an auparavant, soit une hausse de 9,73%. Cette situation intervient suite à la réalisation par deux établissements bancaires de trois opérations d'émissions de type 3 (cf. définition dans l'encadré ci-après) d'un montant total de 1,7 milliard de dirhams.



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

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

Encadré N°12 : Les émissions obligataires perpétuelles

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

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

- Type 1 : Emissions obligataires subordonnées perpétuelles assorties d'une clause de remboursement anticipé à partir de la 10ème année, après accord de Bank Al-Maghrib et avec un préavis minimum de 5 ans, ainsi que d'une clause permettant à l'émetteur de différer les paiements des intérêts lorsque sa situation financière l'exige.
- Type 2 : Emissions d'obligations subordonnées perpétuelles, avec option de remboursement à partir de la dixième année, et sous certaines autres conditions. Les conditions de ces émissions prévoient aussi que l'émetteur peut, à sa discrétion, différer le paiement d'un ou plusieurs coupons. Dans ce dernier cas, l'émetteur ne peut pas distribuer de dividendes ou rémunérer des titres de même rang.
- Type 3 : Emissions obligataires du type AT1 réalisées par des établissements de crédit pour le renforcement de leurs fonds propres réglementaires. En effet, le traitement prudentiel de ces instruments les qualifie comme fonds propres additionnels de catégorie 1 (conformément aux dispositions de la circulaire n° 14/G/2013 de Bank Al-Maghrib du 13 août 2013 relative au calcul des fonds propres réglementaires des établissements de crédit) grâce à leurs clauses dont les principales sont :
 - Une maturité perpétuelle, avec la possibilité d'un remboursement après accord de Bank Al-Maghrib et préavis minimum de cinq ans ;
 - L'émetteur peut décider, à sa discrétion et après accord préalable de Bank Al-Maghrib, d'annuler (en totalité ou en partie) le paiement du montant des intérêts pour une période indéterminée et sur une base non cumulative et ce, en vue de faire face à ses obligations (notamment suite à une demande de Bank Al-Maghrib) ;
 - La valeur nominale des titres est dépréciée lorsque le ratio Common Equity Tier1 (CET 1), tel que défini par Bank Al-Maghrib, devient inférieur à un certain niveau (6%) des risques pondérés, sur base individuelle ou consolidée. La dépréciation des titres permet à l'émetteur de reconstituer ses fonds propres de base jusqu'à l'atteinte du seuil précité ;

- Les clauses d'annulation de coupon et de dépréciation de la valeur nominale des titres s'appliquent à tous les instruments de même catégorie, de manière proportionnelle.

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

- Risque de dépréciation de la valeur nominale des titres

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

- Risque d'annulation ou de différé du coupon

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

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

- Risque lié à la valorisation des titres

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

- La probabilité d'activation des mécanismes éventuels de dépréciation ou d'appréciation de la valeur nominale ;
- La probabilité d'exercice d'options à la discrétion de l'émetteur (remboursement, différé ou annulation du coupon) ;

- La probabilité de changements affectant la situation financière de l'émetteur ou la qualification des titres (changement réglementaire ou dans la méthodologie des agences de notation) ;
- Le risque de crédit de l'émetteur ;
- L'évolution des conditions sur le marché des taux.

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

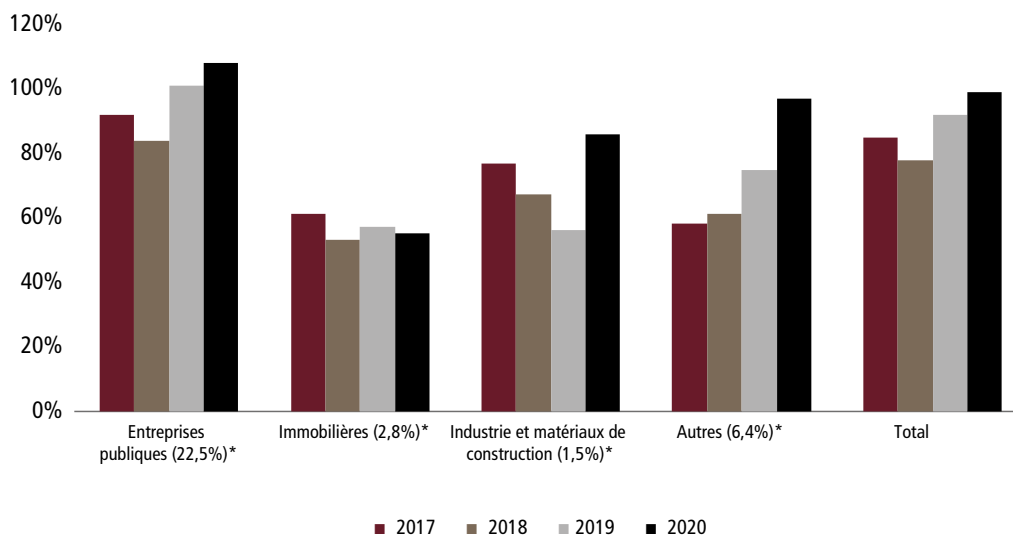
- Risque lié au remboursement en cas de défaut

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

Un endettement qui reste maîtrisé par les émetteurs non-financiers de dette privée, en dépit d'une légère augmentation dans le sillage d'un contexte de crise.

En dépit du contexte de crise, la situation du risque de crédit relatif à la dette privée ressort globalement maîtrisée en 2020 dans la mesure où aucun événement de défaut de paiement n'a été enregistré au cours de l'année. Concernant les deux émetteurs appartenant à un même groupe immobilier ayant connu des difficultés en 2014, ils poursuivent la réalisation d'un programme de restructuration qui a permis notamment de réduire de manière significative leurs dettes bancaires et privées.

En outre, l'endettement net global des sociétés non-financières émettrices de dette privée, ayant fait appel public à l'épargne, s'élève à 185,8 milliards de dirhams au terme de l'année 2020, en augmentation de 5,4% comparativement à l'exercice précédent. Leur gearing global ressort en hausse à 99% en 2020 contre 92% en 2019. Il reste néanmoins, à un niveau maîtrisé dans la mesure où les capitaux propres couvrent la totalité des dettes.

Evolution de gearing⁷² des émetteurs non-financiers de dette privée⁷³

Source : Publications financières des émetteurs

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

L'analyse par secteur permet de relever un gearing pour les entreprises publiques qui s'est établi à 108% en 2020 contre 101% en 2019. Concernant le secteur immobilier, le taux d'endettement ressort en légère baisse pour s'établir à 55% en 2020 contre 57% en 2019. Le ratio d'endettement net du secteur Industrie et matériaux de construction enregistre une hausse de 56% en 2019 à 83% en 2020. Ce secteur n'est représenté que par trois sociétés, après le remboursement par une société de la totalité de sa dette privée en 2020. A noter que les calculs de l'endettement de ce secteur n'incluent pas celui de la société Maghreb Steel dont les fonds propres sont négatifs et qui fait l'objet d'un plan de restructuration. L'encours de la dette privée émise par Maghreb Steel ne représente que 0,38% du volume global de la dette privée en 2020.

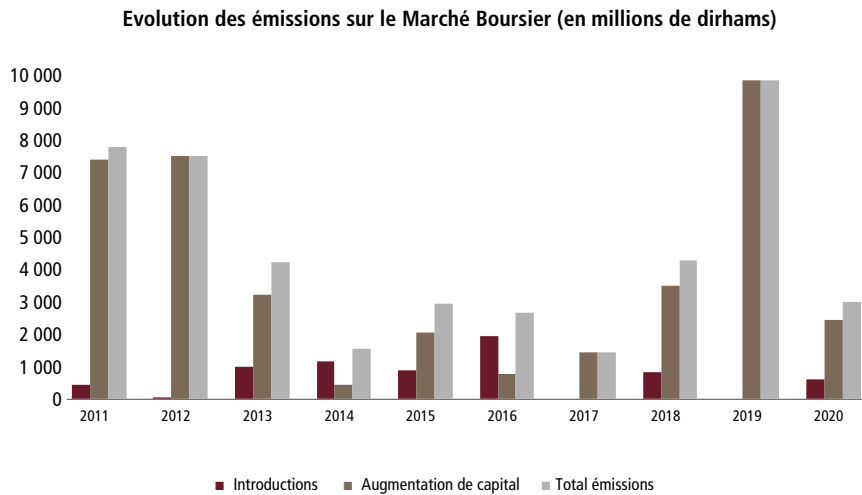
⁷² Le gearing, ou ratio d'endettement net est le rapport entre l'endettement net et les capitaux propres de l'entreprise.

⁷³ Par appel public à l'épargne (hors placement privé).

B. MARCHÉ BOURSIER

Baisse du volume d'émission sur le marché boursier, après une courte phase de croissance durant les deux années précédentes.

Les levées de capitaux en actions sur le marché boursier en 2020 se sont élevées à 3 milliards de dirhams, en baisse de près de 70% par rapport à l'année 2019 et ce, après les hausses de 200% et 129% enregistrées respectivement en 2018 et 2019.



Source : Calculs AMMC

Seule une introduction en bourse d'un montant de 600 millions de dirhams a été réalisée en 2020. La majorité des levées ont été effectuées par les émetteurs déjà côtés, sous forme d'augmentation de capital, dont 62,7% en numéraire, 37% par conversion des dividendes et 0,3% par apport en nature.

Tableau récapitulatif des principales opérations d'augmentation de capital en 2020

Sociétés	Date de l'augmentation de capital	Type	Nombre de titres émis	Prix à l'émission	Volume de l'émission en MDH
SALAFIN	01/10/2020	Conversion des dividendes en actions	179 045	542	97,05

BANK OF AFRICA GROUPE BMCE	30/09/2020	Conversion des dividendes en actions	5 786 188	137	792,7
ATLANTASANAD	06/10/2020	Apport en nature	93 159	88,7	8,26
ALLIANCES	14/02/2020	En numéraire	3 000 000	100	300
DOUJA PROMOTION GROUPE ADDOHA	23/01/2020	En numéraire	79 994 136	10	799,94
IMMORENTE INVEST	11/02/2020	En numéraire	4 080 000	100	408,0

Source : Bourse de Casablanca

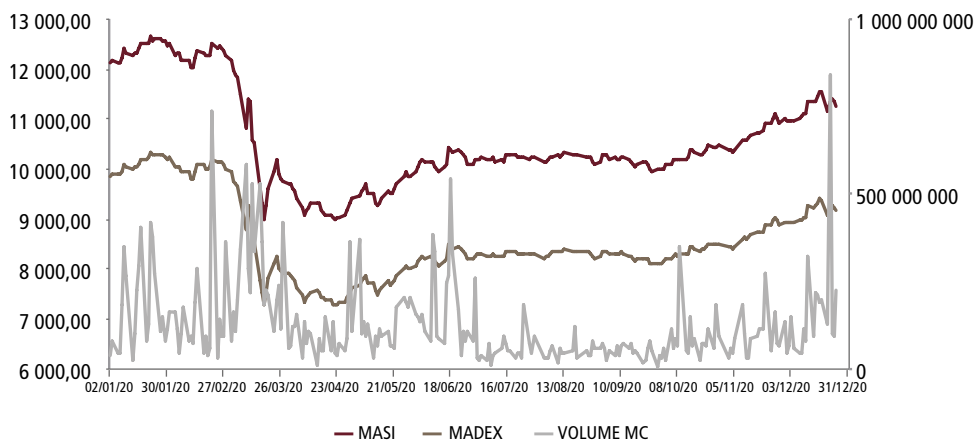
Après la chute importante enregistrée lors du déclenchement de la crise sanitaire en mars 2020, le marché boursier a récupéré graduellement une bonne partie de ses pertes.

Après la trajectoire haussière empruntée par l'indice MASI au cours du deuxième semestre 2019 atteignant une valeur de 12171,90 à la fin de l'année, soit une performance annuelle de 7,11%, le marché boursier a continué sur la même tendance haussière durant le mois de janvier 2020 où il a atteint une valeur maximale de 12600,45 le 24 janvier. Sur fond d'incertitudes liées à la pandémie Covid-19, le MASI a ensuite connu une chute importante avec une valeur de 8 987,89 points enregistrée le 18 mars 2020, soit un repli de 26,2% par rapport à fin 2019. S'en est suivi une phase de reprise graduelle vers une valeur du MASI à 11 287,38 à la fin de l'année 2020, soit une contreperformance annuelle de 7,27%.

En termes de volumétrie sur les marchés central et de blocs, la Bourse de Casablanca a enregistré en 2020, un volume transactionnel avoisinant 49 milliards de dirhams, en baisse de 16,06% par rapport à 2019 où le volume avait atteint 58,4 milliards de dirhams. Cette évolution est due au recul de 41% du volume au niveau du marché de blocs, qui est passé à 16 milliards de dirhams en 2020 contre 27,2 milliards de dirhams en 2019. Il y a lieu de rappeler que l'année 2019 avait enregistré un volume exceptionnel de près de 9 milliards de dirhams relatif à l'opération de cession de 8% du capital d'Itissalat AL-MAGHRIB.

Pour sa part, le volume sur le marché central a atteint une moyenne quotidienne de 132 millions de dirhams, en hausse de 4% par rapport à l'année 2019.

Evolution des MASI & MADEX, et du volume du marché central en 2020



Source : Calculs AMMC

La valorisation globale du marché demeure relativement élevée en 2020 en dépit de la baisse des cours.

Le PER global de la Bourse de Casablanca⁷⁴, indicateur de valorisation du marché, enregistre une forte hausse à fin 2020 à 33,5x. Il a même atteint une valeur maximale de 37,2x en date du 22 janvier 2020. Ce niveau de valorisation élevé, dépasse de 85% sa moyenne historique sur les cinq dernières années, qui s'élève à 20,1x. Cette forte hausse est due principalement au recul de 45% de la masse bénéficiaire des entreprises cotées qui ont été impactées par les effets de la crise sanitaire et par les contributions au fonds spécial de solidarité Covid-19. Cette situation exceptionnelle biaise l'analyse de la valorisation.

⁷⁴ Ratio de valorisation calculé sur la base de la capitalisation boursière quotidienne divisée par la masse bénéficiaire totale des entreprises cotées réalisée dans la même année.



Source : Données émetteurs et bourse de Casablanca - Calculs AMMC

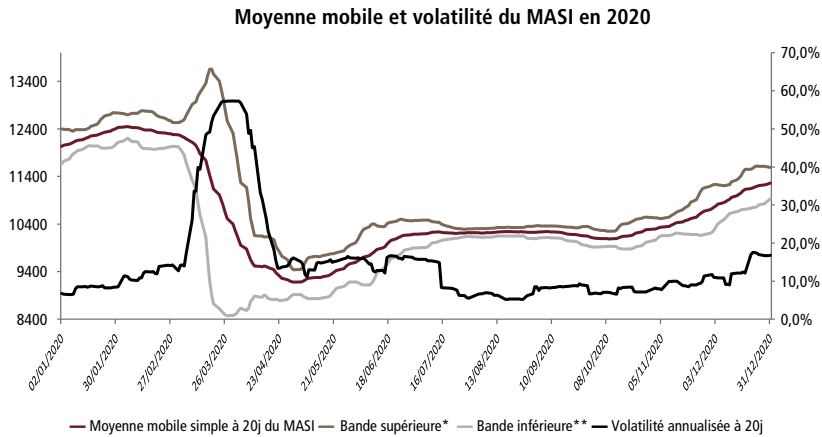
Recalculé en gardant la masse bénéficiaire de l'année 2019 d'une part et sur la base de la masse bénéficiaire moyenne des cinq dernières années (2016-2020), le PER global de la Bourse de Casablanca en 2020 demeure relativement élevé. Il s'élève au 31 décembre 2020 respectivement à 18,3x et 19,7x, avec des moyennes annuelles de 17,1x et 18,4x en 2020 contre 18,32x en 2019.

Le contexte actuel de taux d'intérêts historiquement bas est un facteur qui peut contribuer à ce niveau de valorisation et ce, en poussant les investisseurs à rechercher des instruments financiers avec de meilleurs rendements, mais plus volatiles, telles que les actions.

La volatilité du marché boursier a globalement augmenté en 2020, tout en enregistrant un pic historiquement⁷⁵ important au premier semestre.

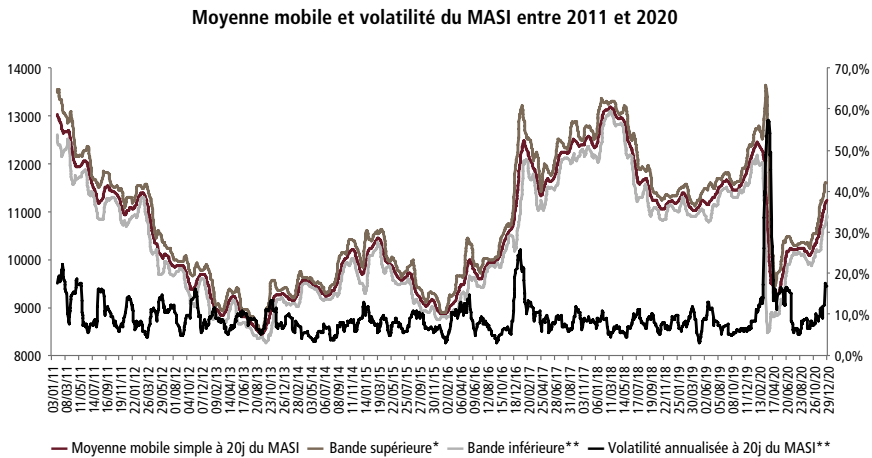
Au cours du premier semestre 2020 et suite au déclenchement de la crise sanitaire, la volatilité du marché boursier a connu de fortes variations, passant d'un minimum de 6,47% enregistré le 7 janvier à un maximum de 57,31% atteint le 30 mars. Il s'agit d'un pic historique de la volatilité de la Bourse de Casablanca dépassant celui atteint le 14 octobre 2008 lors de la dernière crise financière internationale, soit 38,34%. Cependant, au cours du deuxième semestre, la volatilité a baissé graduellement à des niveaux plus modérés, dans une fourchette entre 5,18% et 17,59%.

⁷⁵ Historique depuis l'année 2002.



Source : Calculs AMMC⁷⁶

Comparée aux années précédentes, la volatilité du MASI est en nette augmentation en 2020 avec une valeur moyenne de 15,12%, soit le double des années 2018 et 2019, où la valeur moyenne s'établissait respectivement à 7,508% et 7,653%.



Source : Calculs AMMC⁷⁷

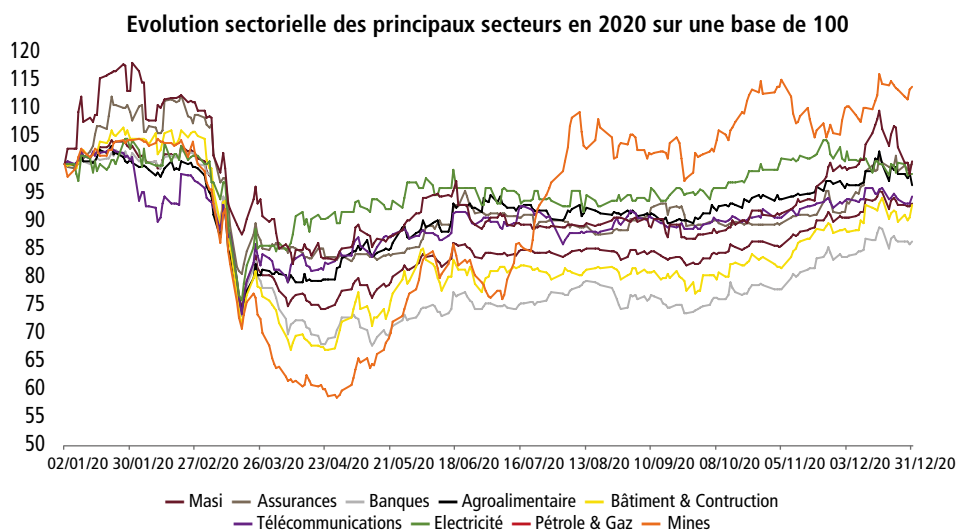
⁷⁶ *Moyenne mobile simple à 20j du MASI majorée par le double de l'écart-type standard de l'indice

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

⁷⁷ Idem 4

Après des baisses importantes en mars 2020 accompagnées de fortes volatilités, seuls 9 indices sectorielles sur 24 ont fini l'année avec une performance positive.

Les indices des principaux secteurs en termes de capitalisation dans le marché boursier ont subi des baisses importantes en mars et avril 2020 suite au déclenchement de la crise sanitaire. En effet, comparé à la fin de l'année 2019, l'indice du secteur des Mines a connu la plus forte baisse, soit 41,5%. Il est suivi par celui du Bâtiment et matériaux de construction et des Banques avec des replis respectifs de 33% et 32%. Les secteurs des assurances et du Pétrole & Gaz ont été le moins impactés avec des baisses de leurs indices respectivement de 19,5% et 18%.

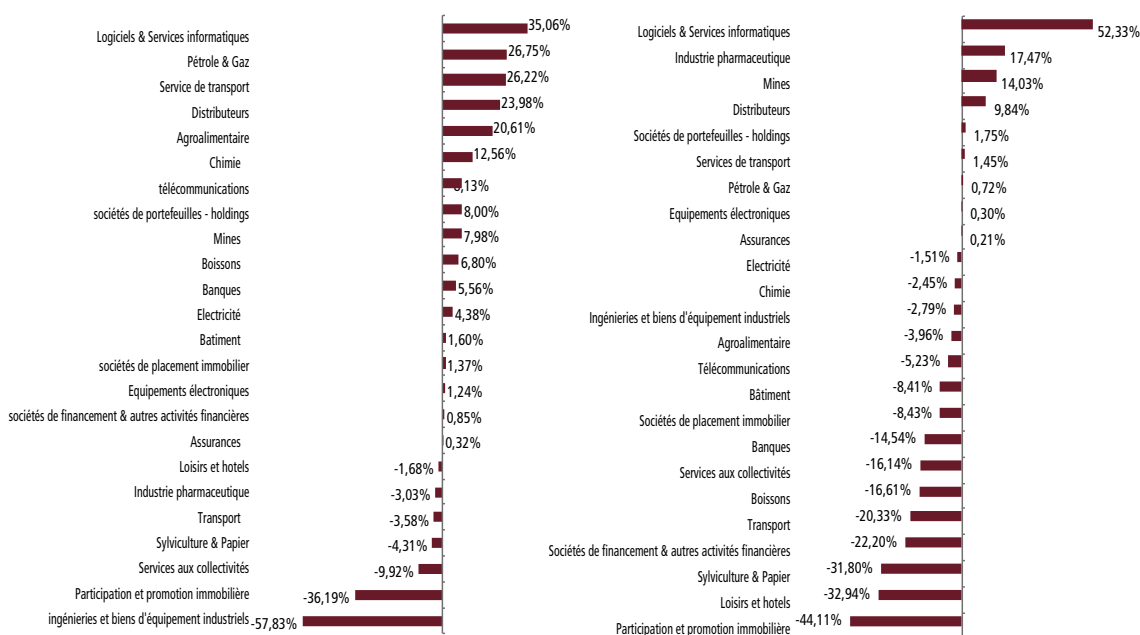


Sur l'ensemble de l'année, neuf secteurs d'activité sur vingt-quatre ont enregistré une performance positive en 2020, contre dix-sept en 2019. Parmi les évolutions positives, trois secteurs affichent des hausses significatives. Il s'agit du secteur des Logiciels et Services informatiques qui se démarque avec une performance de 52,33%, du secteur de l'Industrie pharmaceutique qui affiche une performance de 17,47% et enfin du secteur des Mines qui enregistre une performance de 14,03%.

A l'inverse, les indices des autres secteurs s'inscrivent en forte baisse en 2020. En effet, après avoir progressé en 2019, quinze secteurs ont enregistré une contreperformance, notamment le secteur des Banques qui passe de 5,56% en 2019 à -14,54% en 2020, le

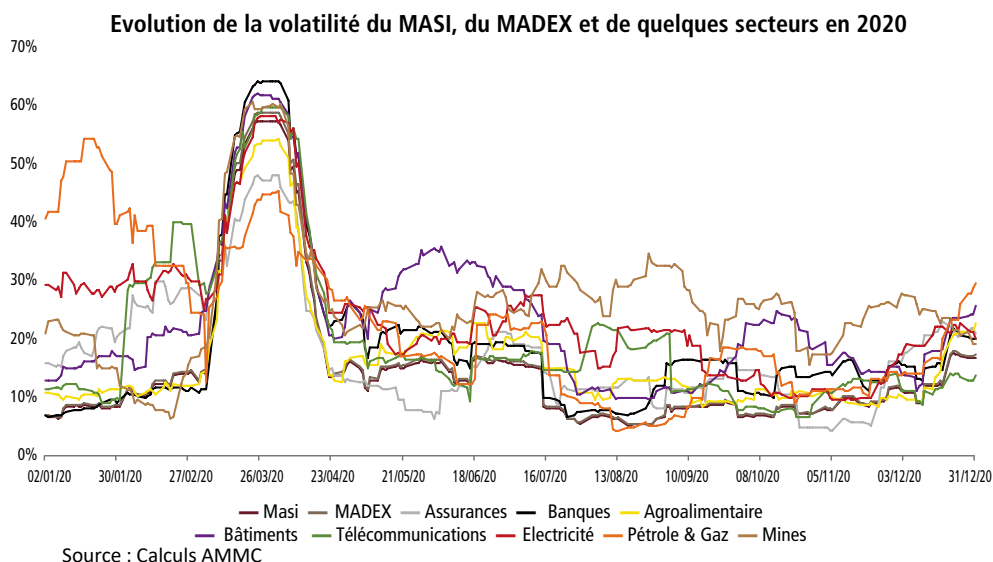
secteur de l'Agroalimentaire qui affiche -3,96% en 2020 contre 20,61% en 2019 et le secteur des Sociétés de financement qui a atteint -22,20% en 2020 contre 0,85% un an auparavant. En outre, la baisse s'est accentuée pour certains secteurs comme le secteur du Transport qui affiche -20,33% en 2020 après -3,58% en 2019, le secteur des Loisirs & Hôtels qui a atteint -32,94% en 2020 après -1,68% en 2019 et le secteur de la Sylviculture & Papier qui affiche -31,8% en 2020 après -4,31% un an auparavant. La contreperformance du secteur de l'Immobilier s'est aggravée davantage en 2020, en atteignant -44,11% après -36,19% en 2019.

Palmarès des performances sectorielles en 2019 **Palmarès des performances sectorielles en 2020**



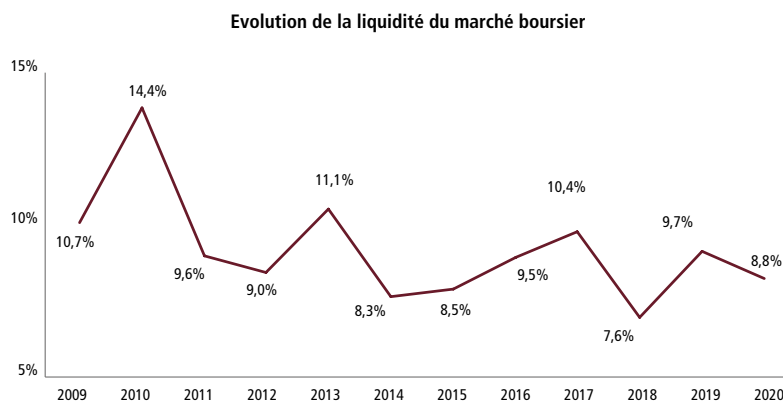
Source : Bourse de Casablanca

Cette baisse quasi-généralisée des principaux indices sectoriels a été accompagnée d'une forte volatilité au cours du premier semestre de l'année. Elle a atteint des pics très élevés notamment 64,3% pour le secteur des Banques et 62% pour le secteur du Bâtiment et matériaux de construction et ce, entre mars et avril 2020. A partir du deuxième semestre, la volatilité de la majorité des secteurs a baissé, évoluant ainsi dans une fourchette entre 4,23% et 34,75%, avec des niveaux toujours élevés pour le secteur des Bâtiments et celui des Mines.



Une liquidité qui enregistre une légère baisse en 2020 après une nette amélioration en 2019

La liquidité⁷⁸ du marché boursier évolue depuis 2011 en dents de scie dans un intervalle bas entre 11% et 7%. Elle a été de 8,8% en 2020 contre 9,7% en 2019. Cette faiblesse structurelle de la liquidité est une conséquence d’un facteur flottant limité ainsi que d’une typologie d’investisseurs dominés par les « Institutionnels » dont l’horizon d’investissement est globalement à moyen et long terme.



Source : Bourse de Casablanca

⁷⁸ Le ratio de liquidité est une moyenne mobile du volume mensuel non doublé des marchés central et de blocs sur la capitalisation fin de mois, calculée sur une année glissante.

Afin de répondre aux attentes des investisseurs intéressés par des valeurs liquides, la Bourse de Casablanca a lancé en décembre 2020 un nouvel indice compact, le MSI20 « Morocco Stock Index 20 ». Cet indice comporte les 20 premières valeurs en termes de capitalisation flottante et de liquidité.

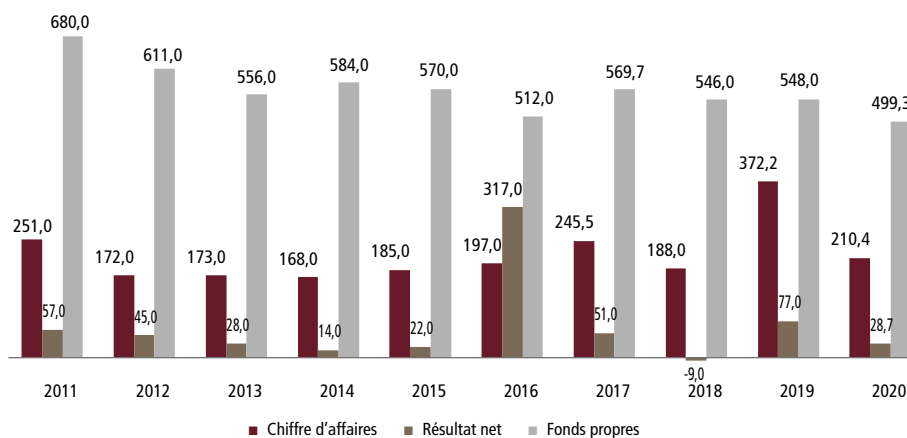
Le secteur des sociétés de bourse dispose globalement d'une bonne assise financière malgré une diminution du chiffre d'affaires consolidé en 2020.

Les revenus des sociétés de bourse ont diminué en 2020 après une nette amélioration enregistrée en 2019. En effet, le chiffre d'affaires consolidé des intermédiaires boursiers s'est établi à 210,4 millions de dirhams en 2020 contre 372,2 millions de dirhams en 2019 et 188 millions de dirhams en 2018. En dépit d'une légère amélioration de 6% du volume transactionnel sur le marché central, ce recul de près de 43,5% s'explique par :

- La réduction de 41% des transactions sur le marché de blocs ;
- La baisse de 76% du volume d'opérations d'augmentations de capital ;
- La baisse de 49% du volume des opérations d'apports de titres.

Cette situation a impacté négativement la profitabilité opérationnelle des sociétés de bourse. En effet, leur résultat net consolidé a atteint 28,7 millions de dirhams en 2020 contre 77 millions de dirhams en 2019, soit une baisse de 62,7%.

Evolution des indicateurs financiers des sociétés de bourse en 2011 et 2020 (en MMAD)



Source : Sociétés de bourses

Onze sociétés de bourse sur dix-sept ont enregistré des résultats nets positifs en 2020. La faiblesse des résultats de quelques sociétés de bourse, principalement les indépendantes,

induit un risque faible sur leur situation financière avec des impacts limités en cas de défaillance et ce, compte tenu des différents mécanismes d'atténuation des risques.

En termes de structure financière, les sociétés de bourse jouissent dans l'ensemble d'une bonne assise financière avec des fonds propres consolidés de 499,3 millions de dirhams en 2020, en baisse par rapport à 2019 où les fonds propres s'élevaient à 548 millions de dirhams.

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

Encadré N°13 : Dispositif réglementaire et de garantie du marché boursier

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

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

leurs clients, et, d'autre part, leurs fonds propres nets. Le ratio de couverture des risques doit être en permanence inférieur à 100%.

- Une procédure de garantie de bonne fin des opérations de bourse gérée par la bourse de Casablanca et basée sur des appels de marges en fonction des volumes de transactions de chaque société de bourse ;
- Une ségrégation entre les avoirs de la clientèle et les avoirs propres du teneur de comptes au niveau du Dépositaire central Maroclear.
- Un fonds de garantie mis en place dans l'objectif d'indemniser la clientèle des sociétés de bourse mises en liquidation. Il est alimenté par les cotisations semestrielles des sociétés de bourse teneurs de comptes. Le montant desdites cotisations est déterminé en pourcentage du volume des titres et espèces conservés par chacune de ces sociétés. Le montant de ce fonds a atteint à fin décembre 2020 52,4 millions de dirhams contre 49,9 millions de dirhams à fin 2019, 47,4 millions de dirhams à fin 2018, 44,8 millions de dirhams à fin 2017 et 42 millions de dirhams à fin 2016.

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

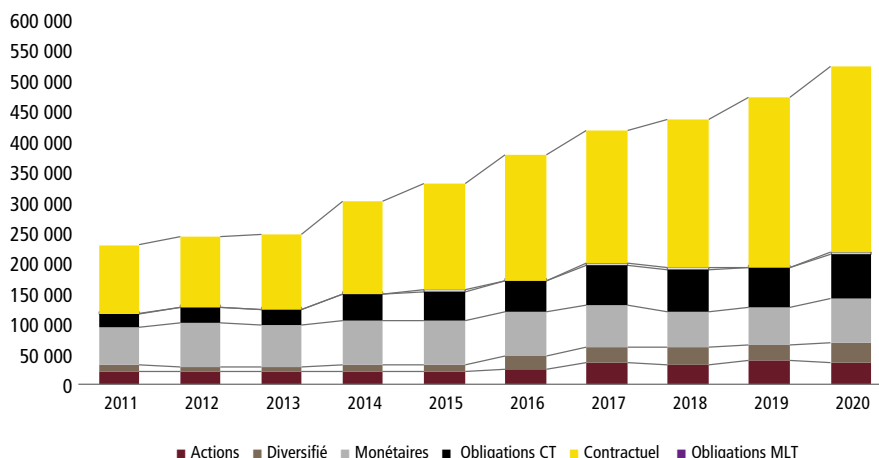
C. ACTIVITE DE LA GESTION D'ACTIFS :

Résilience de l'activité de la gestion d'OPCVM face à la crise avec un actif net qui poursuit sa progression pour atteindre 523 milliards de dirhams

Evoluant dans un contexte économique défavorable, en lien avec la situation de crise sanitaire, l'industrie de la gestion d'OPCVM s'est montrée résiliente. Avec plus de 500 OPCVM gérés, elle consolide sa place au sein du système financier marocain en tant que vecteur important pour la mobilisation de l'épargne pour le financement de l'économie et la dynamisation des marchés financiers. Avec une progression de 11,2% en 2020, l'actif net géré s'élève à 523 milliards de dirhams, soit près de 49% du PIB.

L'évolution de l'actif net des OPCVM a connu une croissance soutenue au cours des sept dernières années. Il est passé de 245 milliards de dirhams à la fin de l'année 2013 à 523 milliards de dirhams à la fin de l'année 2020, soit un taux de croissance annuel moyen de 11,5% contre 3,5% entre 2011 et 2013.

Evaluation de l'actif net des OPCVM (en MMAD)



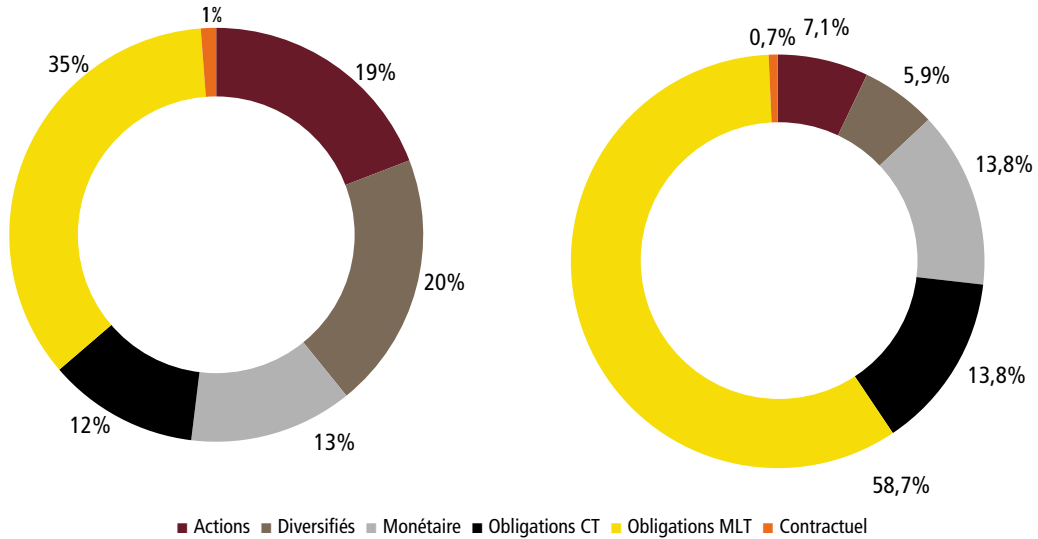
Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et calculs AMMC

Concernant la dynamique de création des fonds, 138 OPCVM ont été créés au cours des sept dernières années dont près de la moitié sont des fonds obligataires avec 68 fonds créés, suivis des fonds diversifiés et monétaires avec respectivement 41 et 18 fonds créés. Les fonds actions arrivent en dernier avec 11 fonds créés durant la période allant de 2014 à 2020.

En dépit du contexte de crise, la dynamique de création des fonds s'est poursuivie en 2020 avec 28 fonds créés. Une tendance vers les fonds obligataires a été observée. En effet, sur un total de 28 fonds créés, presque les deux tiers, soit 18 fonds concernent la catégorie « Obligataires ». Le reste concerne la catégorie « Diversifiés » avec 4 fonds créés et 6 fonds répartis à parts égales entre la classe « Monétaires » et la classe « Actions ».

Au 31 décembre 2020, 35% des OPCVM, soit 176 sont des fonds obligataires à moyen et long terme (OMLT). En effet, ces derniers correspondent au profil d'investissement des institutionnels, qui sont les principaux investisseurs en OPCVM.

Répartition du nombre et de l'actif net des fonds par catégorie d'OPCVM (2020)



Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

Cette prédominance est reflétée également au niveau des actifs sous gestion. En effet, la catégorie « OMLT » affiche à fin 2020, un actif net de 307,4 milliards de dirhams, soit 58,7% de l'actif net total.

Encadré N°14 : Exercice de Stress test des OPCVM

Définition et objectifs

Dans un contexte de crise ayant marqué l'année 2020 et à la demande de l'AMMC, les sociétés de gestion d'OPCVM ont réalisé en mai et novembre 2020 deux exercices de stress test visant à évaluer l'impact que peuvent avoir des scénarii simulant des conditions économiques et financières défavorables ou extrêmes sur les performances des OPCVM et sur leur capacité à honorer les demandes de rachats qui leurs sont adressées par les porteurs de parts (éventuellement à valeur liquidative décotée).

Démarche d'élaboration des stress tests

Pour la réalisation des stress tests, l'AMMC a défini les scénarii devant être simulés par les Sociétés de gestion quant aux OPCVM qu'elles gèrent. Ces scénarii portent sur les éléments suivants :

- Hypothèses sur le passif : Estimation des montants de décollecte qui pourraient résulter d'une situation de crise ;
- Hypothèses sur l'actif : Baisse du marché boursier, hausse des taux d'intérêts et dégradation du risque de crédit ;

- Prise en compte de la liquidité des différents actifs composant les fonds.

L'exercice consiste pour les gestionnaires d'OPCVM à calculer des indicateurs et estimations pour permettre une appréciation des risques pesant sur les actifs et les passifs des OPCVM gérés.

Synthèse des résultats

Les exercices de stress test des OPCVM ont permis de faire ressortir une solidité et une résilience notables de l'industrie de gestion d'OPCVM. L'exposition marquée des OPCVM vis-à-vis de l'Etat et du secteur bancaire permettant de limiter leur risque de crédit et de contrepartie et leurs styles de gestion prudents se traduisent par des évolutions et des performances en phase avec celles du marché.

Le risque de liquidité reste maîtrisé avec une capacité notable à honorer les demandes de rachat reçues, conséquences de la mise en œuvre d'expositions conservatrices et de modalités de valorisation uniformes.

A souligner également le faible recours à l'effet levier qui demeure éloigné du niveau maximum autorisé par la réglementation (10% des actifs) ;

Cependant, les résultats obtenus sont à tempérer par :

- Le niveau de concentration du passif et sa faible diversification ;
- Les conséquences d'un mouvement unidirectionnel des OPCVM qui laisserait ces derniers sans contreparties pour leurs opérations de cessions de titres ;
- Le caractère illiquide de certains segments ou titres du marché des capitaux ;
- Une « culture » du risque et des dispositifs de gestion des risques à renforcer au sein des sociétés de gestion.

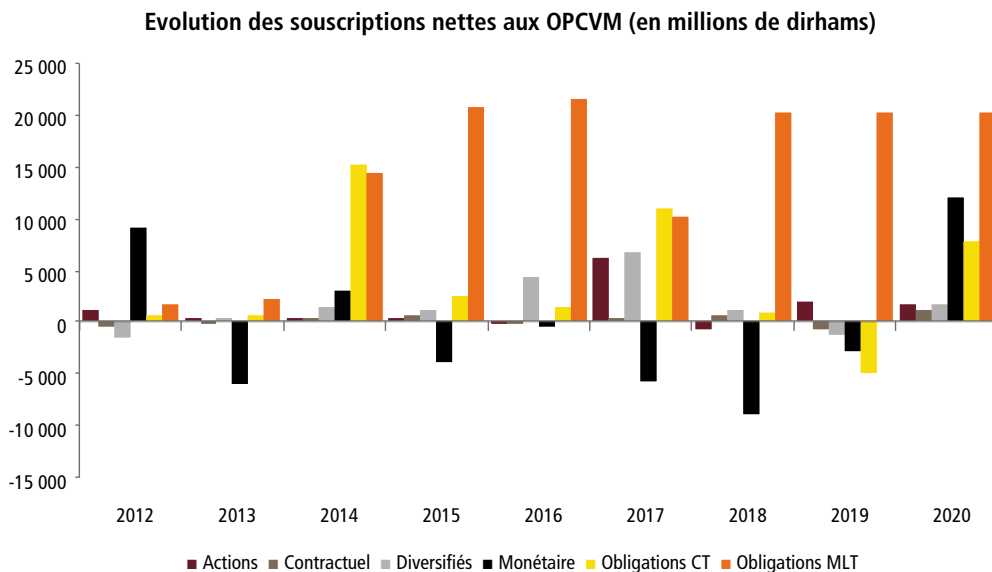
La collecte nette des OPCVM en 2020 est au plus haut depuis 2012, avec un pic à 44,6 milliards de dirhams. Cette collecte est orientée principalement vers les OPCVM « obligataires » et OPCVM « Monétaires » qui s'accaparent 96% des souscriptions.

En 2020, les actifs nets sous gestion ont progressé de 52,6 milliards de dirhams par rapport à 2019, portés principalement par l'évolution importante de la collecte nette ressortie à plus de 44 milliards de dirhams. Quant à l'effet valorisation, il n'a contribué qu'à hauteur de 8 milliards de dirhams à l'évolution de l'actif net.

Suite à une année 2019 marquée par une recherche de rendement de la part des investisseurs, l'année 2020 s'est caractérisée par une aversion au risque dans un contexte économique incertain et face à l'émergence de nombreux facteurs de risques. Ainsi, l'analyse de la collecte par catégories d'OPCVM fait ressortir une nette orientation des investisseurs en faveur des catégories présentant moins de risques, en l'occurrence les OPCVM monétaires et obligataires. En effet, l'année 2020 relève un regain d'intérêt pour les catégories « OCT » et « Monétaires » qui affichent respectivement des souscriptions nettes de 7,9 et 12 milliards de dirhams contre des rachats nets respectifs de 4,8 et 2,7

milliards de dirhams en 2019. La catégorie « OMLT » a affiché quasiment le même volume drainé en 2019, soit une collecte nette de 20 milliards de dirhams.

Les autres catégories, en dépit d'un profil de risque plus élevé, ont pu tout de même bénéficier de la bonne dynamique de collecte observée en 2020. Dans ce sillage, les catégories « Actions » et « Diversifiés » affichent, chacune, une souscription nette à hauteur de 1,6 milliard, tandis que la catégorie « Contractuelle » affiche de son côté une souscription nette de 1,1 milliard de dirhams.



Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

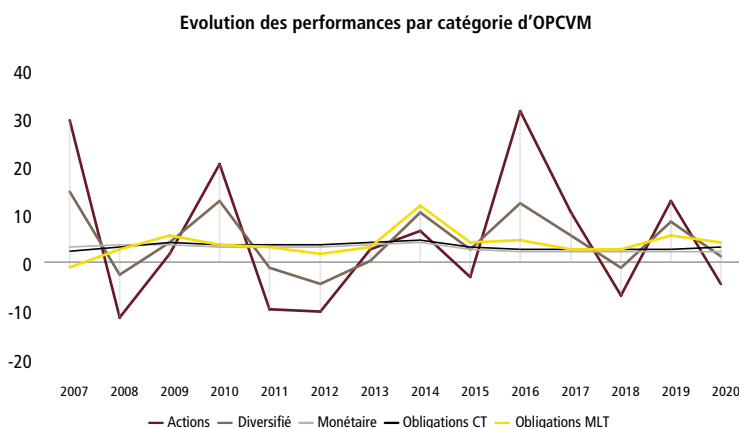
Recul des performances pour la quasi-totalité des catégories, avec un net repli pour les fonds « Actions » et « Diversifiés »

L'analyse des indices de performances réalisés par les différentes catégories d'OPCVM en 2020 fait ressortir les tendances suivantes :

- Les fonds actions et les fonds diversifiés ont été fortement impactés par les contreperformances de la Bourse de Casablanca. En effet, la catégorie « Actions » passe d'une performance positive de +12,78% en 2019 à une contreperformance de

-4,42% en 2020. De même, la performance des fonds diversifiés a fortement chuté passant de 8,21% en 2019 à 1,01% en 2020.

- Les performances des fonds monétaires et obligataires à moyen et long termes sont ressorties en baisse par rapport à 2019 en passant respectivement de 2,22% et 5,65% à 2,11% et 4,06%.
- Les fonds obligataires à court terme ont pu réaliser la seule amélioration de performance en 2020, avec un rendement qui s’est établi à 2,89% en 2020 contre 2,77% en 2019.



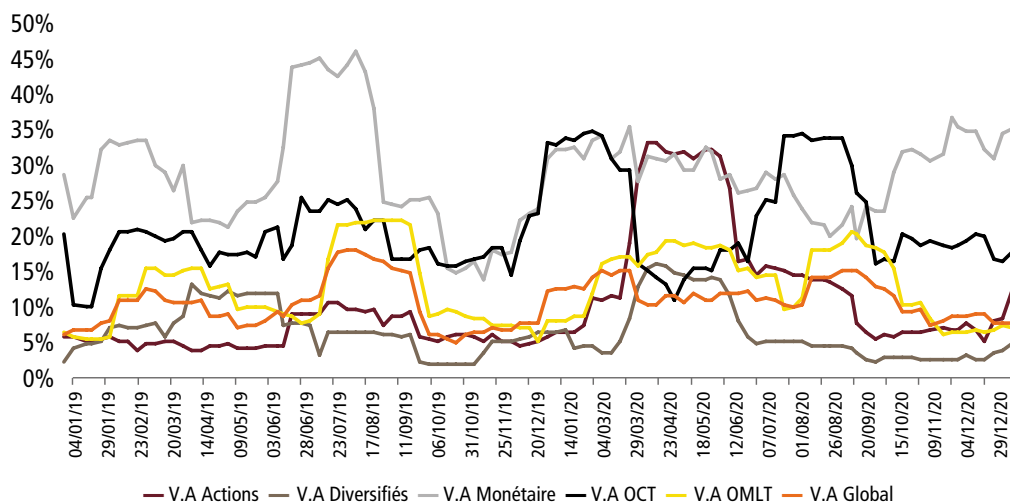
Sources : Sociétés de gestion d’OPCVM et Calculs AMMC²

Quoiqu’en légère augmentation, la volatilité de l’actif net des OPCVM reste globalement limitée en 2020.

L’actif net global des OPCVM reste globalement stable en 2020 en dépit d’une légère augmentation de la volatilité à 10 semaines annualisées, qui est passée d’une moyenne annuelle de 10,10% en 2019 à 11,47% en 2020. Elle a évolué à l’intérieur d’une fourchette entre 7,45% et 15,26% en 2020 contre 4,93% et 17,94% en 2019. Les actifs nets des catégories d’OPCVM « Monétaires » et « OCT » restent les plus volatiles en 2020 avec des maximums respectivement de 36,67% et de 34,75%. Ces niveaux élevés de volatilité s’expliquent par l’horizon d’investissement à court terme de ces catégories d’OPCVM qui engendre des fluctuations des actifs nets avec des amplitudes plus prononcées.

En raison de l'instabilité ayant marqué le marché boursier au premier semestre, la volatilité des actifs nets des catégories d'OPCVM « Actions » et « Diversifiées » a atteint des pics respectifs de 33,12% et 15,98%. Quoiqu'en augmentation comparée à l'année 2019, la volatilité de la catégorie d'OPCVM « OMLT » reste limitée. Elle est passée d'une moyenne annuelle de 12,09% en 2019 à 13,63% en 2020.

Volatilité annualisée à 10 semaines de l'AN des OPCVM 2019-2020

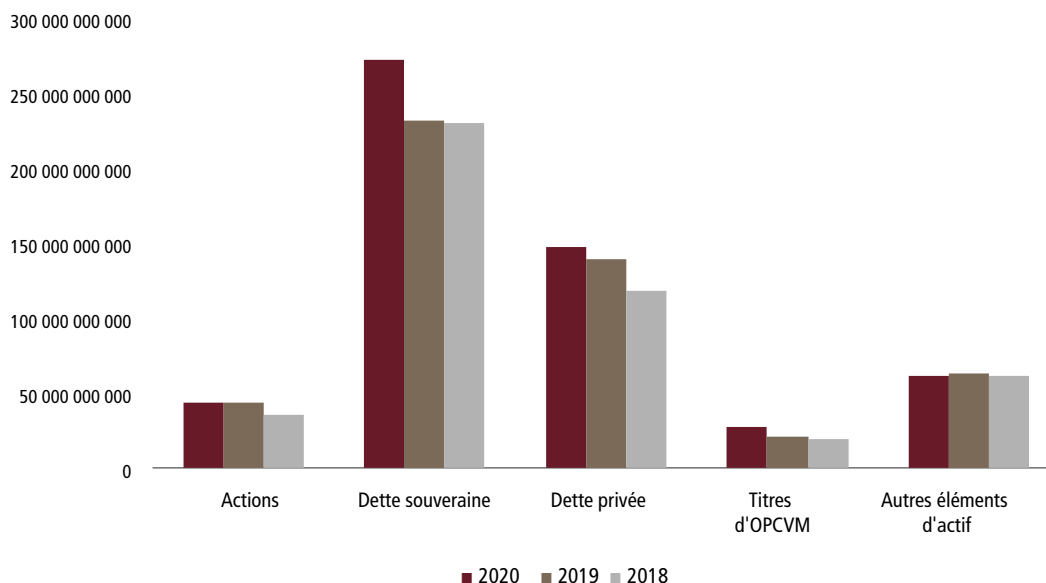


Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

Hausse sensible du poids de la dette souveraine dans l'actif global des OPCVM.

Les allocations d'actifs dans les portefeuilles des OPCVM ont connu de variations assez importantes en 2020. En effet, les obligations émises ou garanties par l'Etat qui sont en majorité constituées des BDT, ont consolidé leur position comme premier choix d'investissement des OPCVM. Ainsi, la part des BDT s'est établie en hausse, passant de 46,6% à fin 2019 à 49,3% à fin 2020. Il en est de même pour les titres d'OPCVM dont la part ressort à 5,1% à fin 2020 contre 4,1% à fin 2019. Ces augmentations surviennent au détriment de la dette privée et des actions cotées. En effet, la part de la dette privée est passée de 27,8% en 2019 à 26,7% en 2020. Quant à la part des actions, elle s'est établie à 7,8% en 2020 contre 8,7% en 2019.

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

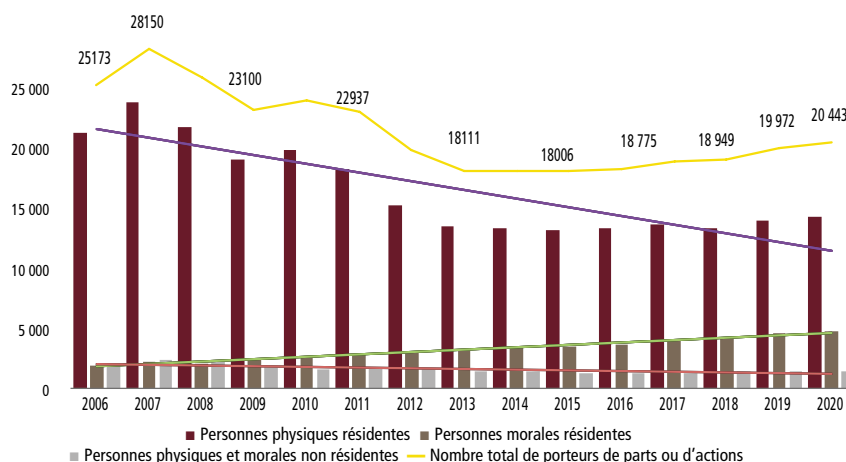


Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

Une légère tendance haussière du nombre de souscripteurs personnes physiques et morales résidentes.

La hausse observée en 2019 du nombre des investisseurs dans les OPCVM s'est poursuivie en 2020 mais à un rythme inférieur. En effet, le nombre de porteurs de parts d'OPCVM s'est établi à 20.443 en 2020 contre 19.972 en 2019 et 18.949 en 2018. Cette augmentation provient d'une évolution contrastée selon les catégories avec des hausses concernant la catégorie des personnes morales résidentes ainsi que la catégorie des personnes physiques résidentes, soit respectivement + 4% et + 2%. Tandis que le nombre de personnes physiques et morales non résidentes s'est établi en baisse en 1%.

Structure des investisseurs en OPCVM



Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

La forte interconnexion entre l'activité de gestion des OPCVM et les secteurs bancaires et des assurances peut favoriser la transmission des risques en cas de crise.

Les interconnexions entre la gestion d'actifs et le reste du système financier découlent, à l'actif, de la détention de titres émis par des entités financières (banques, assurances ou autres intermédiaires financiers), et au passif, de la détention des parts des fonds par ces mêmes types d'entités.

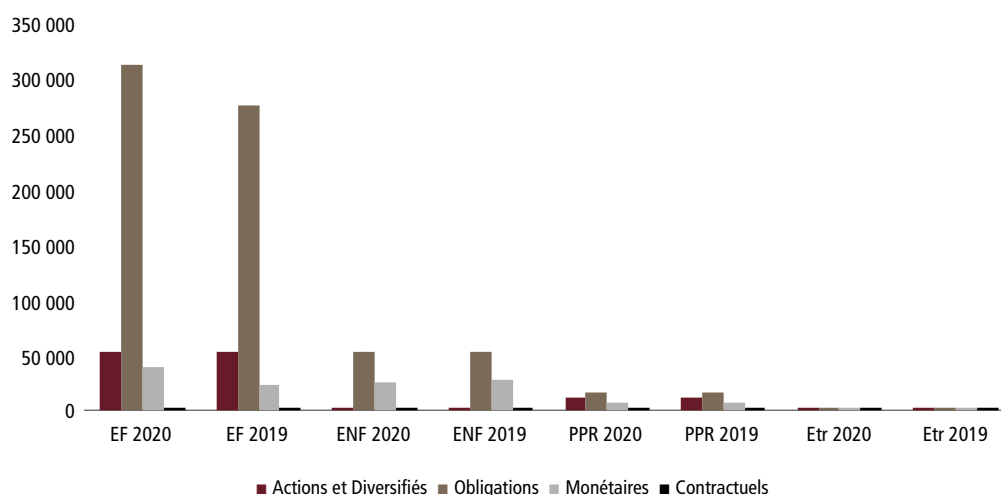
En se basant sur des données reçues dans le cadre des reportings réglementaires, il apparaît clairement que les entreprises financières occupent une place prépondérante dans le secteur de la gestion collective. En effet, l'encours global des avoirs détenus par ces dernières ne cesse d'augmenter passant ainsi de 328 milliards de dirhams en 2018 à 350 milliards de dirhams en 2019 pour atteindre un montant de 405 milliards de dirhams en 2020, soit plus des trois quarts de l'actif net total des OPCVM (77,4%).

Dans le détail, les compagnies d'assurances et les caisses de retraite restent les principaux investisseurs en OPCVM avec un encours global de 239 milliards de dirhams, soit 45,8% de l'actif net global. Cette catégorie d'investisseur, ayant un horizon d'investissement à long terme s'oriente plus vers les OPCVM obligataires avec un encours de 179 milliards de

dirhams, soit 74,7% des montants investis, et plus précisément les OPCVM à moyen et long terme (70% des montants investis). Les banques viennent en deuxième position avec un encours global de 96 milliards de dirhams, soit 18,3% de l'actif net global, orienté principalement vers les OPCVM obligataires à moyen et long terme (73,4% de l'encours détenu).

Avec 15,9% des encours gérés par les OPCVM, les entreprises non financières restent également des investisseurs importants en dépit de la baisse des montants investis qui passent de 85,1 milliards de dirhams en 2019 à 82,9 milliards de dirhams en 2020. Cette situation pourrait s'expliquer par la nature même de ces investisseurs, qui sont sensibles à l'environnement économique et qui utilisent généralement les OPCVM pour des investissements à court terme dans les fonds monétaires ou obligataires à court terme à des fins d'optimisation de trésorerie.

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



Sources : Banques dépositaires d'OPCVM et Calculs AMMC

L'analyse détaillée de l'exposition des secteurs des banques et des assurances à celui de la gestion d'actifs met en exergue l'existence d'une forte interconnexion entre d'une part, les institutions financières et les marchés monétaire, obligataire et boursier et, d'autre part, entre les institutions financières elles-mêmes. En effet, les institutions financières détiennent 77,4% de l'actif global des OPCVM, lequel est investi à hauteur de 26,7% dans la

dette privée. Or, la dette privée est elle-même émise par les institutions financières à hauteur de 63%. Ladite interconnexion est exacerbée également par les opérations réalisées sur les marchés des repos et des prêts de titres entre les OPCVM et les institutions financières.

A travers cette interconnexion, les risques peuvent aisément se propager au sein du système financier, en particulier en cas de survenance de crise systémique.

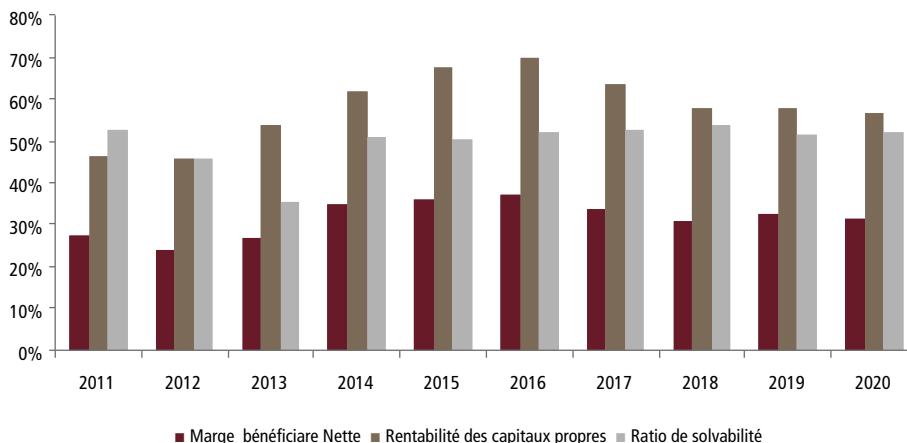
La situation financière des sociétés de gestion reste globalement solide en 2020.

Les agrégats financiers consolidés des sociétés de gestion évoluent favorablement profitant de la bonne dynamique du secteur. En effet, le chiffre d'affaires consolidé des sociétés de gestion au titre de l'année 2020 s'est établi à 1,42 milliard de dirhams contre 1,36 milliard de dirhams un an auparavant, soit une hausse de 4,4%. Impacté par une hausse des charges plus importante que celle des produits, le résultat net consolidé du secteur s'est établi en légère baisse de 2% en 2020 contre une hausse de 11,2% en 2019. Dans ce sillage, les ratios de rentabilité reculent avec une marge bénéficiaire qui ressort à 31,59% en 2020 contre 32,34% en 2019 ainsi qu'un Return On Equity (ROE) qui passe de 58,01% en 2019 à 56,81% en 2020.

Sur le plan individuel, il convient de préciser qu'une seule société de gestion affiche un résultat d'exploitation ainsi qu'un résultat net négatif.

Au niveau de la structure bilancielle, le secteur consolide son assise financière, avec un ratio « Fonds propres/Total bilan » qui ressort à 51,99 % en 2020 contre 51,55% en 2019.

Indicateurs financiers des sociétés de gestion



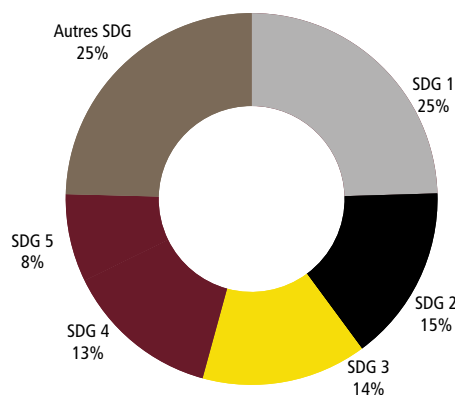
Sources : Sociétés de gestion d’OPCVM et Calculs AMMC

L’activité de gestion d’OPCVM reste concentrée au niveau des sociétés de gestion filiales d’institutions financières.

La concentration de la gestion des OPCVM reste élevée avec une part de 75% du chiffre d’affaires global réalisé par les cinq premières sociétés de gestion sur les dix-huit en activité. Cependant, 83,4% de l’actif net global est géré par des sociétés de gestion, filiales d’institutions financières qui jouissent d’une bonne solidité financière et disposent de moyens organisationnels importants.

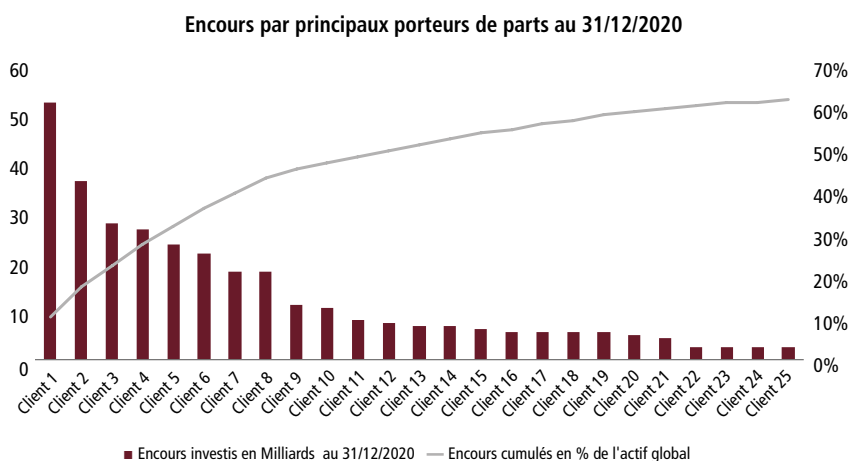
Catégorie de SDG	Nombre	Actif net au 31/12/2020	Part en %
SDG filiales de banques	7	337 550 237 510,83	64,5%
SDG filiale de la CDG	1	75 126 210 992,34	14,4%
SDG filiale de compagnie d’assurances	1	23 611 854 597,79	4,5%
Autres SDG	9	86 906 253 405,36	16,6%
Total	18	523 194 556 506,32	100%

Répartition des parts de marché des principales SDG



La forte concentration du passif des OPCVM, conjuguée à une faible liquidité inhérente à certaines catégories d'actifs, restent les principales zones de vulnérabilité du secteur.

Un niveau de concentration élevée est également à relever au niveau du passif des OPCVM. En effet, les dix premiers porteurs de parts détiennent 47% de l'actif sous gestion. Cette situation peut mettre les gestionnaires en difficulté en cas de demandes de rachats massives émanant des porteurs de parts importants et ce, dans la mesure où la liquidité de certaines catégories d'actifs reste faible, en particulier, celle de la dette privée. Les liquidités du marché secondaire des BDT et du marché boursier étant également limitées. En cas de survenance de crises, lesdites difficultés risquent d'être amplifiées.



Encadré N°15 : Encadrement des risques auxquels sont soumis les OPCVM

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

Règles de division des risques

- Un OPCVM ne peut employer plus de dix pour cent (10%) de ses actifs en valeurs mobilières d'un même émetteur, ou 15% pour les titres de capital cotés dont la pondération dans l'indice boursier de référence, dépasse dix pour cent (10%), ou 20% pour les titres de capital cotés dont la pondération dans l'indice boursier de référence, dépasse quinze pour cent (15%).
- La valeur totale des titres qu'un OPCVM peut détenir auprès des émetteurs dans chacun desquels il investit plus de dix pour cent (10%) ne peut dépasser, en aucun cas, quarante-cinq pour cent (45%) de ses actifs.

- Un OPCVM ne peut employer en :
 - titres de créances négociables émis par des personnes morales dont les titres ne sont pas inscrits à la cote de la Bourse des valeurs ;
 - parts d'organismes de placement collectif en capital (OPCC) ;
 - ou parts de Fonds de placements collectifs en titrisation (FPCT).
 Plus d'un pourcentage déterminé de ses actifs. Ce pourcentage est fixé par arrêté du Ministre chargé des finances, après avis de l'AMMC et il ne peut excéder 20%.

Règle relative à l'emprise :

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

Règles relatives aux opérations de pension

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

Règles relatives aux opérations de prêts de titres

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

Règles relatives à l'endettement

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

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

Règles relatives au placement à l'étranger

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

Règles relatives à la valorisation

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

Quasi-stagnation de l'encours des fonds de titrisation après 7 ans de hausses continues et ce, dans le sillage du recul du volume des émissions.

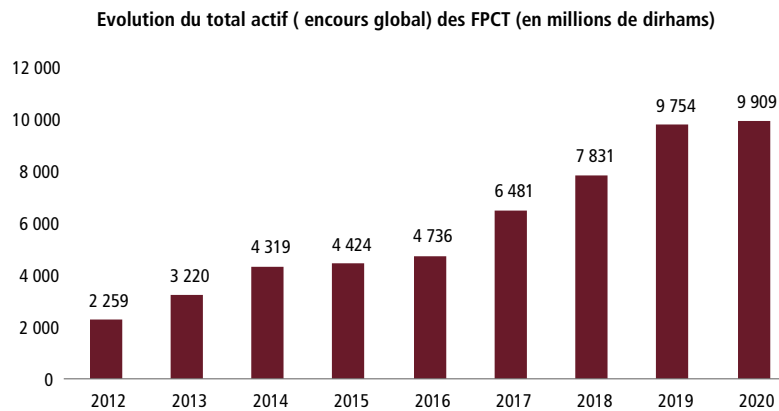
L'évolution du secteur de la titrisation met en exergue la baisse du volume des émissions des fonds communs de placement en titrisation (FPCT) sur le marché marocain. Elles se sont établies à 888 millions de dirhams en 2020 contre 3,36 milliards de dirhams en 2019 et 4,34 milliards en 2018. Deux fonds ont été autorisés en 2020 et portent sur la titrisation d'actifs immobiliers.

Liste des autorisations de FPCT en 2020

FPCT	Objet de l'opération de titrisation	SDG
FT IMMO LV II	Fonds géré par la société de gestion Maghreb Titrisation portant sur la titrisation d'actifs immobiliers détenus par Label 'Vie S.A. Ledit fonds a fait l'objet d'un appel public à l'épargne auprès d'investisseurs qualifiés de droit marocain.	MAGHREB TITRISATION
FT WATER-COMPARTIMENT	Le compartiment est constitué par la société de gestion Maghreb Titrisation en vue de la titrisation d'actifs immobiliers détenus par l'ONEE. Les obligations émises dans le cadre de cette opération ont fait l'objet d'un placement privé auprès d'investisseurs qualifiés de droit marocain.	MAGHREB TITRISATION

Source : AMMC

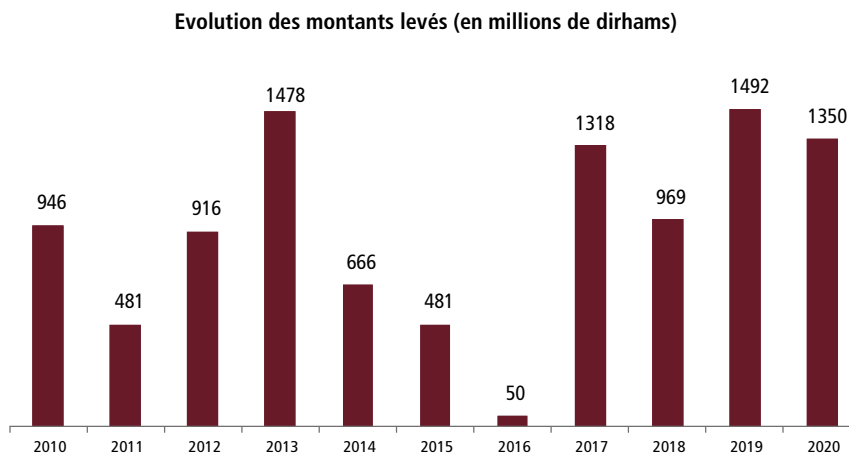
A fin 2020, le total actif (encours global) des FPCT s'élève à 9,91 milliards de dirhams contre 9,75 milliards de dirhams en 2019 et 7,83 milliards de dirhams en 2018.



Source : Sociétés de gestion

Evolution en dents de scie, l'activité de capital investissement affiche une légère croissance des investissements en 2020 et ce, malgré un contexte de crise.

Dans un contexte de crise sanitaire, l'activité du capital investissement (private equity) s'est montrée résiliente au vu de l'évolution des montants levés et des investissements réalisés en 2020.

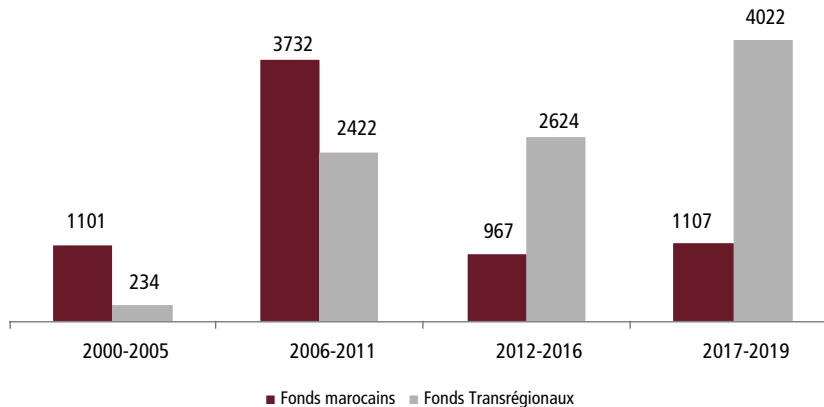


Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

En effet, les montants levés par les investisseurs en capital se sont établis à près de 1,35 milliard de dirhams en 2020, en légère baisse de 9,5% par rapport à l'année 2019 où les

montants levés avaient progressé de 54%. Les fonds transrégionaux s'accaparent 58% des levées en 2020 et 73% depuis 2012.

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



Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

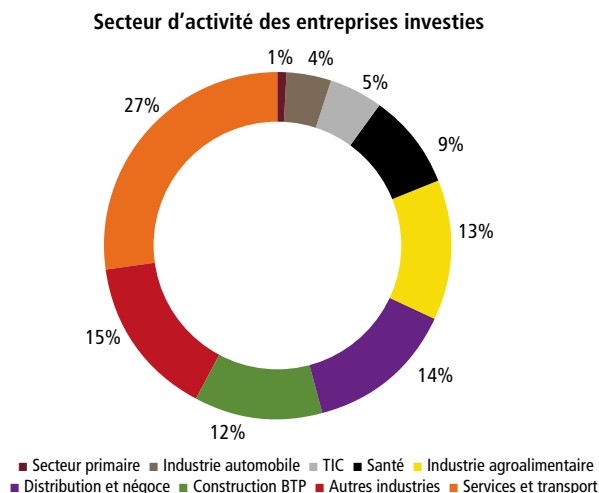
Le cumul des montants levés à fin 2020 s'élève à 21,7 milliards de dirhams dont 16,2 milliards de dirhams pour le capital investissement et 5,5 milliards de dirhams pour les fonds d'infrastructures.

A fin 2020, le nombre de fonds d'investissement ayant opté pour la forme d'OPCC⁷⁹ est resté le même comparé à l'année 2019, soit huit fonds. En revanche, l'actif net total s'est établi en hausse de 13,6%, passant de 928,16 millions de dirhams en 2019 à 1,05 milliard de dirhams en 2020. Il est à rappeler, par ailleurs, qu'en optant pour le statut d'OPCC, les fonds d'investissement sont tenus de respecter des limites fixées par la réglementation y afférente sous la supervision de l'AMMC.

Le capital investissement regroupe différents types d'investissement, selon le secteur d'activité ou le stade de développement de l'entreprise cible. En termes de secteurs d'activité cibles, l'année 2020 a été marquée par une orientation des investissements en grande partie vers les sociétés du secteur industriel, soit 32% du total. Les entreprises de

⁷⁹ Organisme de placement commun en capital.

services et de transport viennent en deuxième position avec 27% des entreprises investies. Le secteur des technologies et le secteur primaire sont faiblement investis avec des parts respectives de 5% et 1% des entreprises investies.

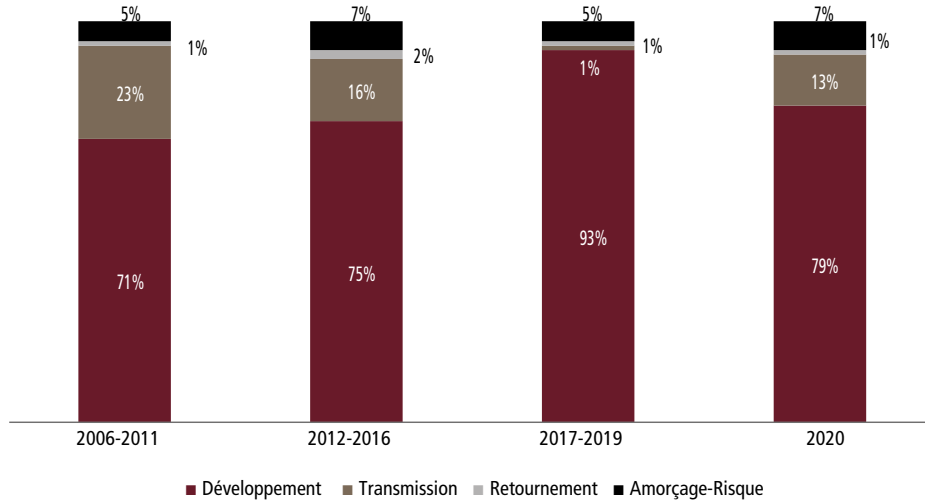


Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

En termes de stade de développement des entreprises cibles, les investisseurs en capital restent prudents. Ainsi, ils ont opté majoritairement pour le capital développement, en prenant des participations en fonds propres ou quasi-fonds propres destinées à financer le développement ou le rachat de positions d'actionnaires dans des entreprises bien établies dans leurs marchés, profitables et présentant des perspectives de croissance importantes. Notons en outre, que la part de marché du capital développement a nettement progressé, entre 2006 et 2019 passant de 71% à 93% avant de baisser en 2020 pour s'établir à 79%.

Par ailleurs, il a été constaté en 2020, une hausse notable des investissements dans les entreprises en phase de transmission, dont la part passe de 1% en 2019 à 13% en 2020.

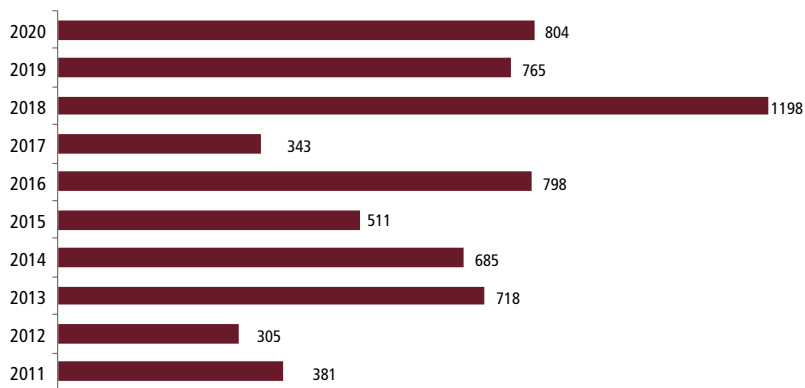
Stade de développement des entreprises investies



Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

Sur le plan des montants investis en 2020, ils se sont établis en hausse de 5% par rapport à l'année précédente. Ainsi, ils passent de 765 millions de dirhams en 2019 à 804 millions de dirhams en 2020. Les montants investis ont évolué en dents de scie durant les dix dernières années avec un pic historique atteint en 2018 à près de 1,2 milliard de dirhams et un plus bas de 305 millions de dirhams enregistré en 2012.

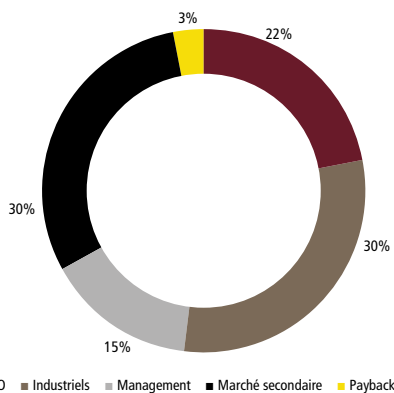
Evolution des montants investis (en MMAD)



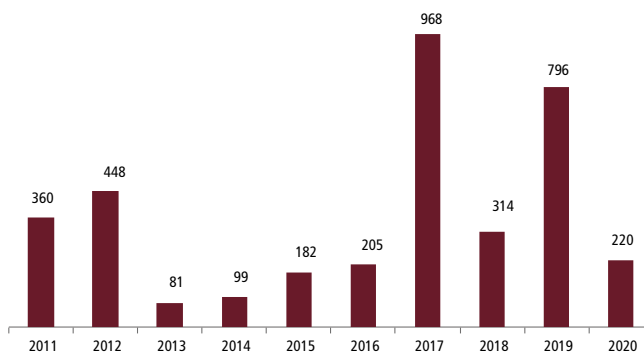
Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

Concernant les désinvestissements, 10 actes ont été enregistrés en 2020, pour un montant global de 220 millions de DH, contre 796 millions de DH en 2019, soit une baisse de 72,4%. A fin 2020, les fonds ont investi depuis leurs créations un cumul de 9,3 milliards de dirhams dans plus de 210 entreprises et ont réalisé 132 actes de désinvestissements pour un montant global de 5 milliards de dirhams, soit un encours de 4,3 milliards de dirhams. Ce niveau d’encours ne revêt pas un caractère systémique.

Mode de sortie en valeur



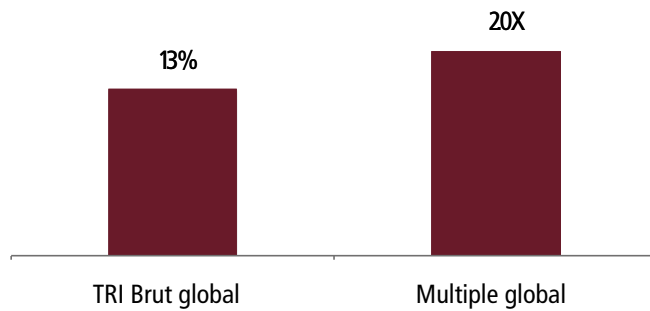
Evolution des désinvestissements (en MDHs)



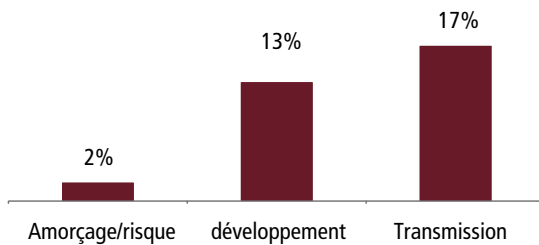
Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

Sur le plan de la rentabilité, le secteur du capital investissement affiche à fin 2020 un TRI brut moyen de 13% ainsi qu'un multiple global de 2 fois, pour une durée moyenne d'investissement de 6,3 années. Par stade, le TRI brut et le multiple s'établissent respectivement à 17% et 1,8 fois dans la transmission, 13% et 2,3 fois dans le développement et 2% et 1,2 fois dans l'amorçage/risque.

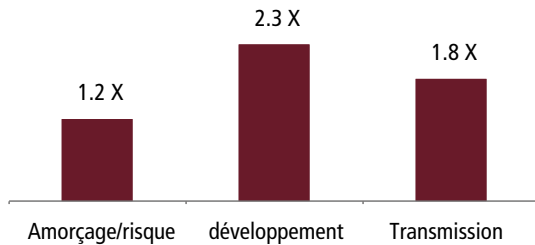
TRI brut et multiple global période 2000-2020



TRI par satde de développement



Multiple par satde de développement



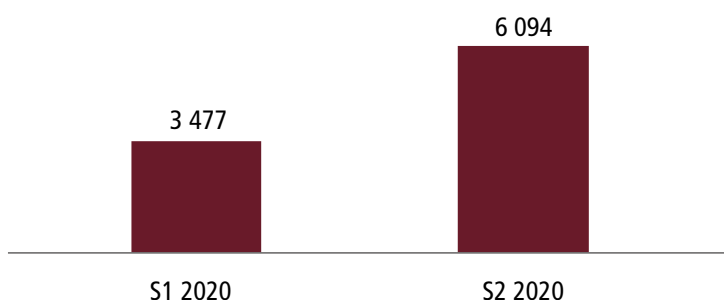
Source : AMIC (Association Marocaine des Investisseurs en Capital)

Bon démarrage de l'activité des OPCI

Suite au démarrage au cours de l'année 2019, marqué par l'agrément de quatre sociétés de gestion et la création de deux fonds avec des capitaux initiaux d'un montant global de 1,24 milliard de dirhams, l'activité des OPCI a affiché un bon dynamisme en 2020. Cinq nouvelles

sociétés de gestion ont ainsi été agréées et le nombre d'OPCI créé a atteint à la fin de l'année sept fonds dont l'actif net global est de 6,1 milliards de dirhams.

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



D. MARCHÉ DES PRÊTS DE TITRES

Encadré N° 16 : Présentation de l'activité de prêts de titres

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

Un titre prêté ne peut faire l'objet d'un nouveau prêt par l'emprunteur pendant la durée du prêt. Les opérations de prêt de titres font l'objet d'une convention cadre établie par écrit entre les parties, et qui doit être conforme au modèle type prévu par l'arrêté du ministre de l'économie et des finances n°3367-13.

Qui peut emprunter ?

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

Quels sont les titres prêtables ?

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

Qui sont les intermédiaires et quel est leur rôle ?

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

Quelles sont les règles prudentielles applicables ?

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.

Quels sont les risques ?

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

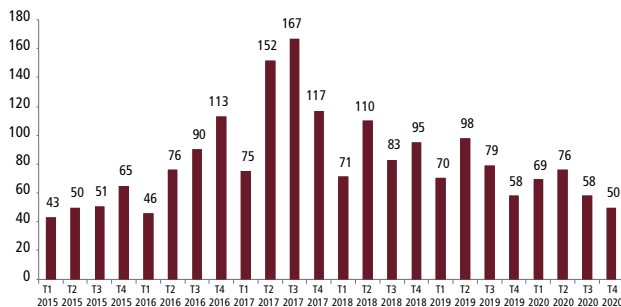
- **Risque réglementaire** : risque lié au non-respect des dispositions légales et réglementaires qui régissent l'activité du prêt de titres.
- **Risque de contrepartie** : risque lié à la défaillance de l'une des parties pour restituer soit les titres soit la garantie (dans le cas d'un prêt avec garantie).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

Baisse continue du volume des opérations de prêt de titres...

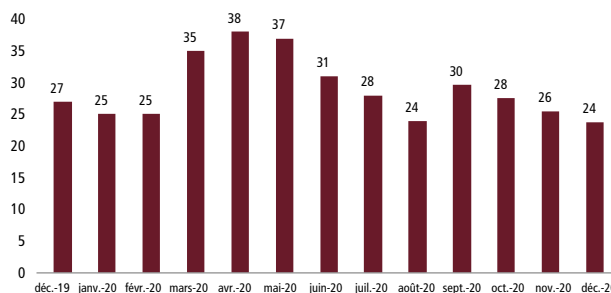
L'activité de prêt de titres connaît une tendance baissière depuis 2018. En effet, l'année 2020 enregistre un volume d'opérations qui s'est établi à 255 milliards de dirhams contre 307 milliards de dirhams en 2019 et 361 milliards de dirhams en 2018, soit des baisses respectives de 17% et 29%.

L'encours à la fin de l'année 2020 a atteint 24 milliards de dirhams contre 27 milliards de dirhams une année auparavant. La valeur de l'encours a baissé à fin décembre 2020 de 12% en glissement annuel, après une forte hausse au premier semestre où un pic de 38 milliards de dirhams a été enregistré à fin avril 2020.

Evolution du volume des opérations de prêt (en milliards de dirhams)



Evolution de l'encours de prêt de titres (en milliards de dirhams)



Sources : Banques et Calculs AMMC

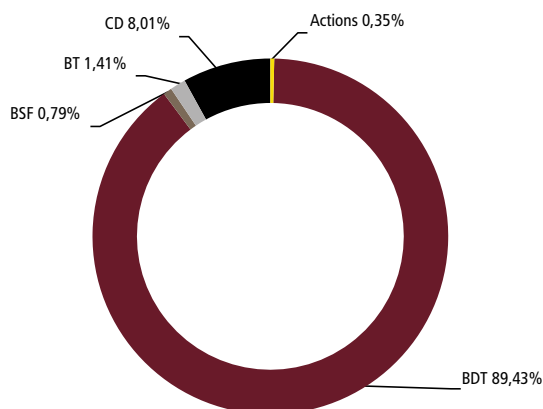
...qui restent dominées par les BDT...

Les opérations de prêt de titres restent dominées par les Bons du Trésor qui représentent près de 89,43% des titres prêtés en 2020 contre 87,52% en 2019 et ce, en raison de l'utilisation importante des BDT empruntés par les banques comme garantie des refinancements auprès de la Banque Centrale. Concernant les autres catégories de titres ayant fait l'objet de prêts, les certificats de dépôt représentent une part de 8,01%, contre 1,41% pour les billets de trésorerie et 0,79% pour les bons des sociétés de financement.

Nous constatons par ailleurs que la baisse du volume de prêt de titres a été plus marquée pour les actions qui affichent une part de 0,35% en 2020 contre 1,76% en 2019, et les obligations privées qui n'ont pas fait l'objet d'opérations de prêt de titres en 2020. La part

des titres de dette privée a quasiment stagné en passant de 10,72% en 2019 à 10,21% en 2020.

Ventilation des opérations de prêt par catégorie de titres en 2020



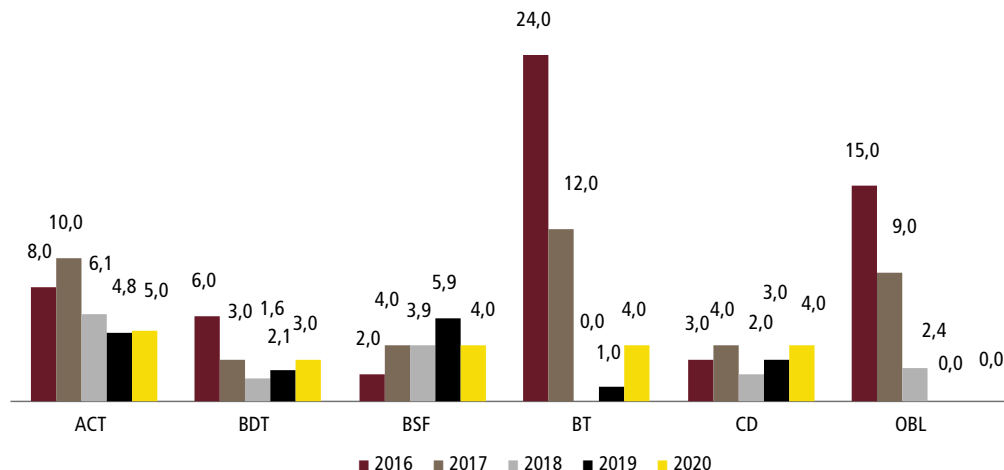
Sources : Banques et Calculs AMMC

...avec une augmentation de la durée moyenne des prêts sauf pour les BSF.

La durée moyenne des prêts de titres a augmenté pour la majorité des catégories de titres, et varie entre 3 et 5 semaines en fonction du type d'instrument financier. En effet, la durée moyenne des prêts passe de 2,1 semaines en 2019 à 3 semaines en 2020 pour les BDT. La plus forte augmentation concerne la durée moyenne des prêts des BT qui a atteint quatre semaines en 2020 contre une semaine en 2019.

A l'inverse, la durée moyenne des prêts des BSF a baissé en passant de 5,9 semaines en 2019 à 4 semaines en 2020. Notons que les obligations privées n'ont pas fait l'objet d'opérations en 2019 et en 2020.

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



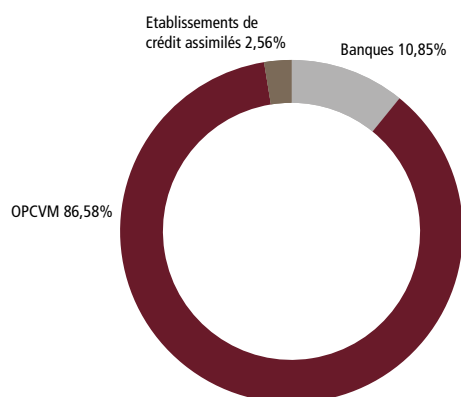
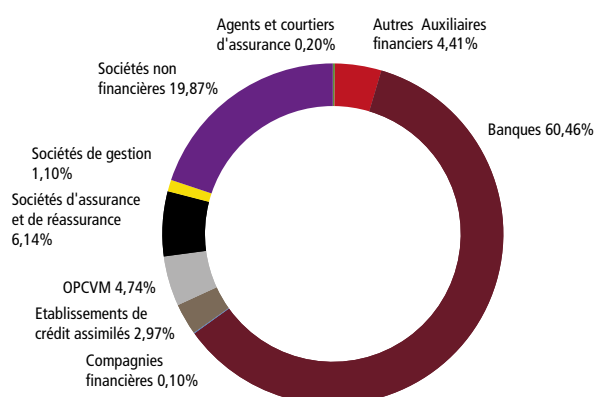
Sources : Banques et Calculs AMMC

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

Les prêteurs restent majoritairement les OPCVM en dépit de la légère baisse de leur part qui passe de 88,18% en 2019 à 86,58% en 2020. Ils sont suivis par les Banques dont la part reste presque au même niveau, soit 10,85% en 2020 contre 11,06% en 2019.

Coté emprunteurs, les banques demeurent en première position en 2020 en dépit de la légère baisse de leur part à 60,46% contre 61,5% en 2019. En deuxième position, les Sociétés Non Financières représentent 19,87% du volume des emprunts en 2020 contre 8,8 % en 2019. En effet, les Sociétés Non Financières (sociétés de gestion privée et sociétés immobilières) sont devenues actives sur le marché de prêt de titres en tant qu'emprunteurs à partir du mois d'août 2019. La part des sociétés d'assurances et de réassurances a également augmenté à 6,14% en 2020 contre 5,08% en 2019, de même que celle des OPCVM qui a atteint 4,74% en 2020 contre 2,86% en 2019. Les autres catégories d'emprunteurs ont affiché une baisse de leurs parts, à savoir :

- Les sociétés de gestion qui passent de 1,92% en 2019 à 1,10% en 2020 ;
- Les « autres auxiliaires financiers » qui passent de 15,5% en 2019 à 4,41% en 2020.

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

Sources : Banques et Calculs AMMC

...avec une prédominance des prêts sans collatéral impliquant les OPCVM comme prêteurs.

La majorité des opérations de prêt de titres est réalisée sans collatéral généralement entre banques et OPCVM gérés par les sociétés de gestion appartenant à un même groupe. En effet, pendant l'année 2020, 82% du volume total de prêt de titres est conclu sans collatéral. Cependant, les prêts de titres sans collatéral demeurent réglementairement limités à 10% de l'actif net de chaque fonds. A noter qu'une augmentation des opérations garanties par d'autres titres a été relevée pendant la période s'étalant de mars 2020 à juin 2020, et qui correspond à la période de crise liée à la pandémie Covid-19.

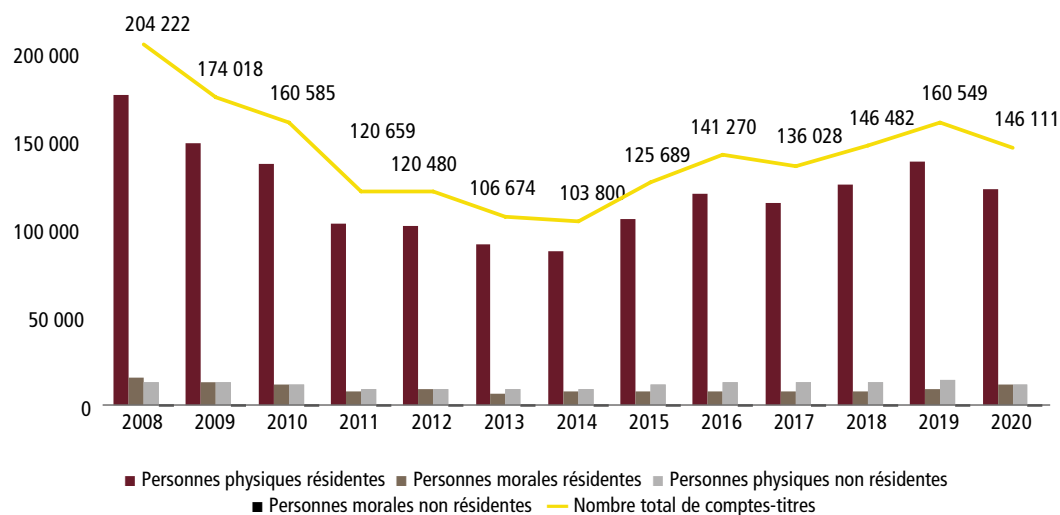
E. INVESTISSEURS

Hausse du nombre d'investisseurs personnes morales résidentes.

Après une tendance haussière qui a débuté en 2018, le nombre de comptes titres a légèrement baissé en 2020. Il s'est établi à 146.111 à fin décembre 2020 contre 160.549 une année auparavant, soit une baisse de 9%. La baisse concerne principalement la catégorie des personnes physiques résidentes, qui est passée de 137.453 comptes titres à fin 2019 à 122.200 à fin 2020, soit une baisse de 11,10%, et s'explique par l'assainissement, par une banque de la place, des statistiques des personnes physiques résidentes.

S'agissant de la catégorie des personnes morales résidentes, elle a sensiblement augmenté en passant de 8.879 à fin 2019 à 11.569 à fin 2020, soit une progression de 30,3%. Concernant la catégorie des personnes physiques non résidentes, le nombre de comptes titres passe de 13.686 en fin 2019 à 11.820 en fin 2020. Quant aux personnes morales non résidentes, le nombre de comptes titres s'établit à 522 en fin 2020 contre 531 en fin 2019.

Evolution des comptes titres par catégories d'investisseurs



Source : Banques et calculs AMMC

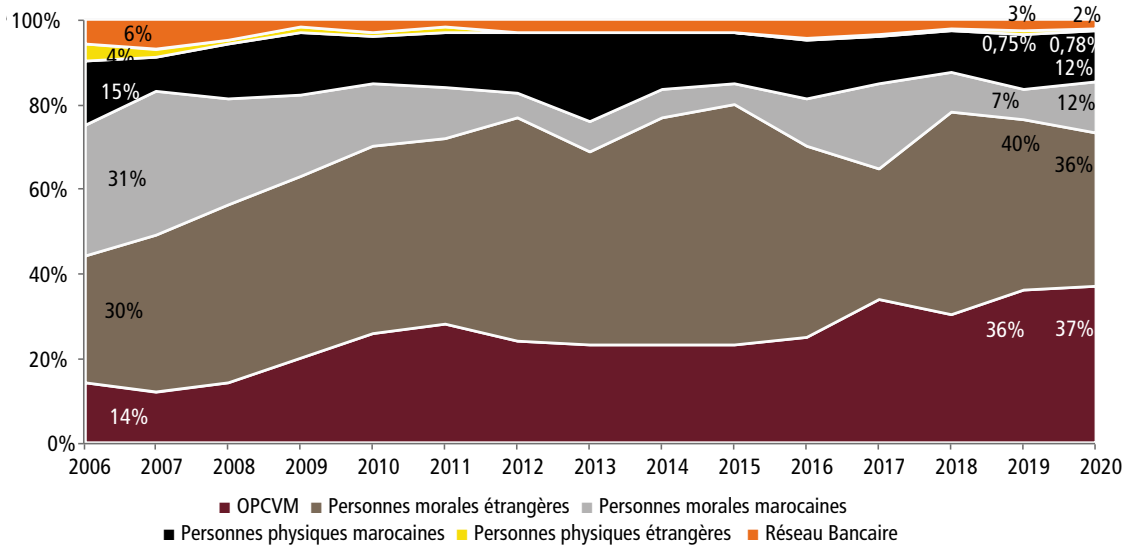
Prédominance continue des OPCVM et des personnes morales résidentes dans les transactions boursières sur le marché central.

En 2020, les OPCVM et les personnes morales marocaines restent les principaux animateurs du marché boursier, avec une part cumulée de 73%, en léger recul par rapport à 2019 où la part avait atteint 76%. Le poids en termes de volume de transactions des OPCVM a légèrement augmenté en passant de 36% en 2019 à 37% en 2020 et celui des personnes morales marocaines a baissé à 36% en 2020 contre 40% en 2019.

Les personnes physiques marocaines ont été plus actives sur le marché boursier dans la mesure où leur part est passée de 7% en 2019 à 12% en 2020. Quant aux personnes physiques étrangères, leur part reste très limitée à hauteur de 0,78% en 2020 contre 0,75% un an auparavant.

Les parts des personnes morales étrangères et des clients des réseaux bancaires ont légèrement baissé respectivement de 13% et 3% en 2019 à 12% et 2% en 2020.

Transactions boursières sur le marché central par catégorie d'investisseurs



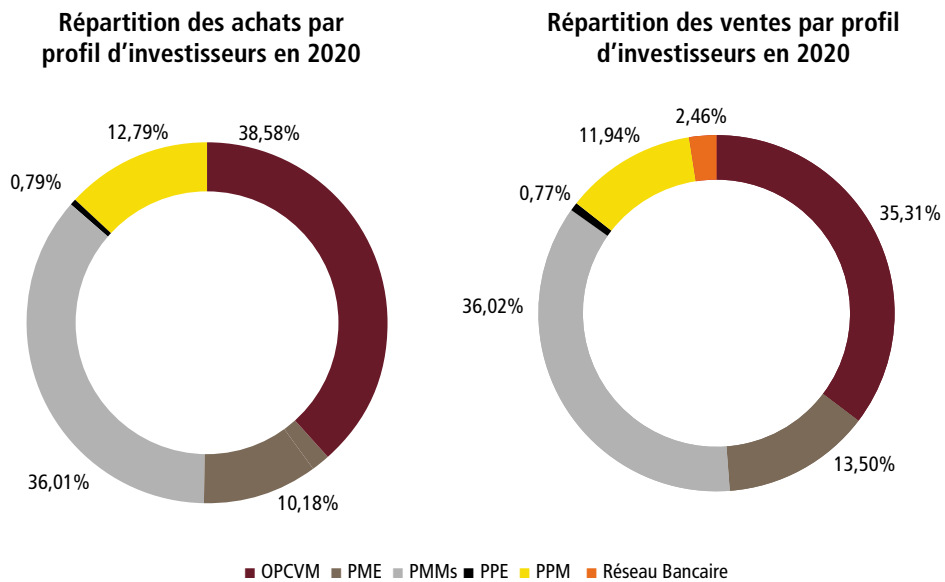
Source : Sociétés de Bourse et Calculs AMMC

Les OPCVM et les personnes physiques marocaines restent quasiment les seuls positionnés à l'achat à la fin de l'année 2020.

Sur l'année 2020, les OPCVM ont cumulé sur le marché boursier une position nette acheteuse de 1,07 milliard de dirhams et ce, après une position nette acheteuse de 3,1 milliards de dirhams en 2019. Toutefois, cette position a varié tout au long de l'année en fonction de l'évolution du marché, en passant d'une position nette acheteuse de 847 millions de dirhams à la fin du premier trimestre à une position nette vendeuse de 43 millions de dirhams à la fin du troisième trimestre.

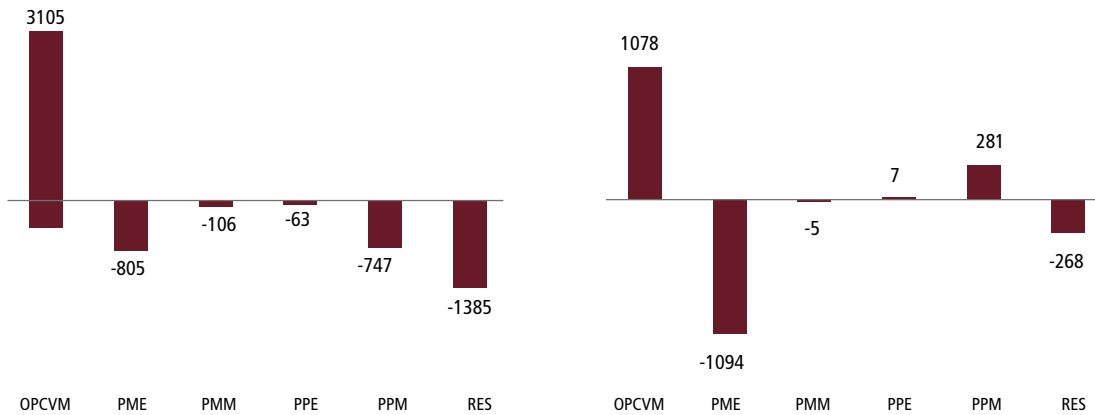
Profitant de la baisse des cours, les personnes physiques marocaines sont passées d'une position nette vendeuse de 109 millions de dirhams à la fin du premier trimestre à une position nette acheteuse de 390 millions de dirhams à la fin du troisième trimestre avant de

finir l'année avec une position nette acheteuse de 281 millions de dirhams. Une tendance similaire, mais de moindre importance, a été relevée au niveau personnes physiques étrangères qui sont passées d'une position nette vendeuse de 9 millions de dirhams à la fin du premier trimestre à une position nette acheteuse de 10 millions de dirhams à la fin du troisième trimestre avant de finir l'année avec une position nette acheteuse de 7 millions de dirhams.



Source : Sociétés de Bourse et Calculs AMMC

Positions nettes, acheteuses ou vendeuses, par profil d'investisseurs (en MMAD)



Source : Sociétés de Bourse et calculs AMMC

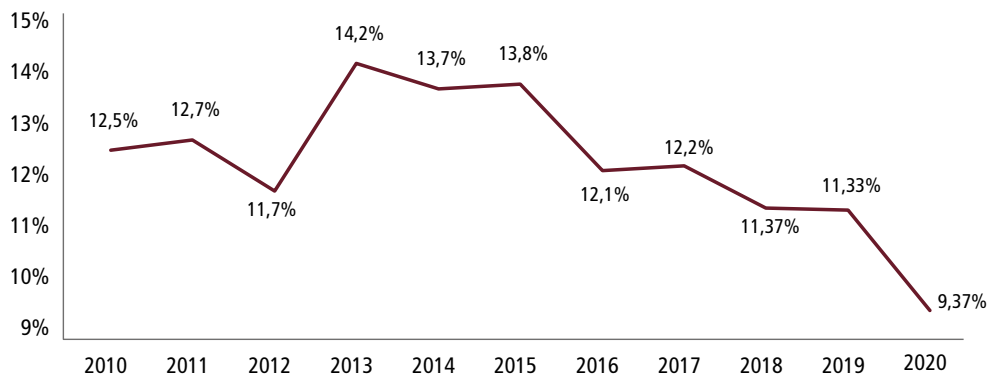
Par ailleurs, les personnes morales étrangères ont enregistré en 2020 une position vendeuse nette de 1,09 milliard de dirhams et ce, après une position vendeuse nette de 805 millions de dirhams en 2019. Il en est de même pour la clientèle du réseau bancaire avec des positions nettes vendeuses en 2019 et 2020 respectivement de 1,39 milliard de dirhams et 268 millions de dirhams.

Pour leur part, les personnes morales marocaines ont enregistré en fin 2020 une position globalement vendeuse de 5 millions de dirhams et ce, en passant par une position nette acheteuse de 634 millions de dirhams en fin septembre 2020.

Poursuite de la tendance baissière de la part du flottant en bourse détenu par les non-résidents.

L'analyse de la détention du flottant en Bourse fait ressortir la poursuite en 2020 de la tendance baissière de la part des investisseurs étrangers qui avait débuté depuis l'année 2014. Ladite part est passée de 14,2% en fin 2013 à 11,33% en fin 2019 et à 9,37% en 2020. Cette évolution peut s'expliquer en 2020 par le contexte de crise sanitaire.

Part du flottant en bourse détenu par les non résidents



Source : Banques, sociétés de Bourse et calculs AMMC

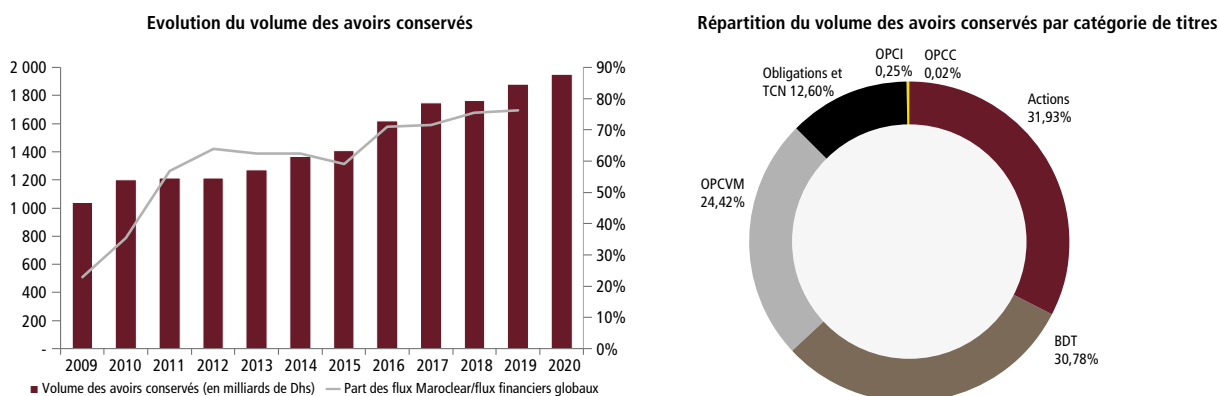
Il convient de rappeler que cette tendance baissière avait commencé avec l'entrée en vigueur en novembre 2013 de la requalification des valeurs cotées à la Bourse de Casablanca par l'Index MSCI (Morgan Stanley Country Index) de la catégorie « pays émergents » à celle de « pays frontières ». Ce déclassement avait été motivé par la faiblesse de la liquidité.

IV.2 INFRASTRUCTURES DE MARCHÉ :

A. SYSTÈME DE RÉGLEMENT-LIVRAISON DES TITRES (MAROCLEAR)

Progression soutenue du volume des avoirs conservés.

La valeur des avoirs conservés par Maroclear s'est élevée à fin 2020 à 1.951,46 milliards de dirhams, en progression de 3,71% par rapport à 2019. Cette hausse résulte principalement de l'augmentation de 43 milliards de dirhams de l'encours des BDT, suivie des augmentations de l'encours de la dette privée ainsi que de l'actif net des OPCVM respectivement de 5 et 31 milliards de dirhams. Concernant la capitalisation boursière, elle a connu une baisse de près de 15 milliards de dirhams mais reste toujours la première composante avec une part de près de 32% des avoirs conservés.

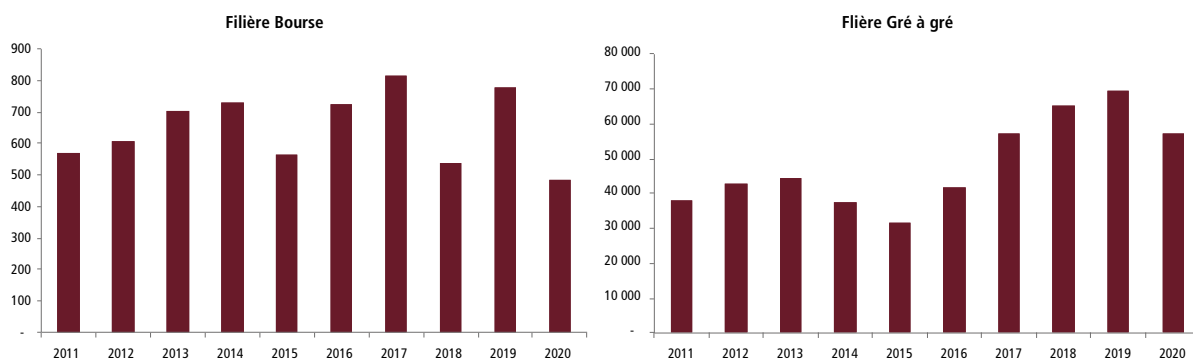


Baisse des flux dénoués et en particulier au niveau de la filière bourse.

L'activité de dénouement des opérations par le système de règlement-livraison de Maroclear a baissé dans son ensemble, passant d'une moyenne quotidienne des flux dénoués de 70,4 milliards de dirhams en 2019 à une moyenne de 57,9 milliards de dirhams, soit un recul de 17,7%. Par filières, les flux dénoués ont suivi la même tendance baissière

avec une baisse plus marquée au niveau de la filière Bourse, soit – 37,5%. La filière de gré à gré qui s'accapare 99% des flux affiche, quant à elle, une baisse de 17,5%.

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



Source : Maroclear

Le Dépositaire central affiche une bonne maîtrise de ses risques opérationnels, avec des incidents ressortis en baisse de 71% 2020.

Le nombre d'incidents déclarés par le Dépositaire central en 2020 ressort en net recul. En effet, deux incidents ont été enregistrés en 2020 contre 7 en 2019 et 4 en 2018. Les incidents relevés ont toujours une criticité modérée.

Ventilation des incidents par processus

Criticité	Nature de l'incident	2017	2018	2019	2020
Faible	Gestion des opérations	10	1	2	-
	Plateforme de dénouement	3	-	2	-
	Télécom	-	1	-	-
Modérée	Gestion des opérations	4	1	1	-
	Plateforme de dénouement	1	1	2	-
	Systemes	-	-	-	2

Source : Maroclear

Dans le cadre du renforcement de son dispositif de gestion des risques, Maroclear a réalisé plusieurs actions en 2020, dont notamment :

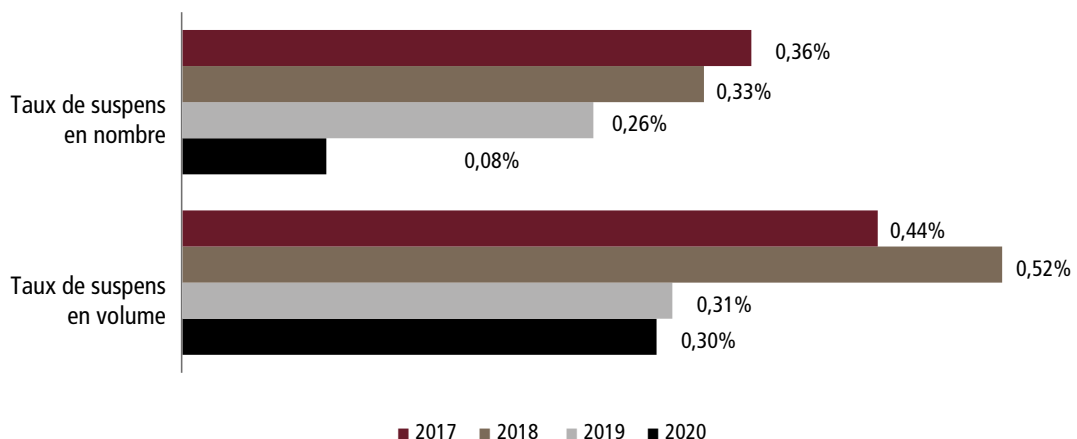
- L’audit de surveillance du Système de Management de la Sécurité de l’Information de MAROCLEAR « SMSI » conformément à la norme ISO 27 001 ;
- La réalisation de la première étape de l’audit de certification du Système de Management de la Continuité d’Activité « SMCA » conformément à la norme ISO 22 301.

B. SYSTEME DE COTATION DE LA BOURSE DES VALEURS DE CASABLANCA

Le taux de suspens des transactions boursières demeure très faible et suit une tendance baissière.

Les statistiques relatives aux suspens des transactions boursières montrent que le risque de contrepartie de l’activité boursière reste très maîtrisé, comme en témoigne le taux de suspens relevé en 2020. En effet, ce dernier s’est établi à 0,08% en termes de nombre d’opérations, contre 0,26% en 2019. En termes de volume, le taux de suspens est resté quasiment stable pour s’établir à 0,30% en 2020 contre 0,31% en 2019.

Taux de suspens des transactions boursières



Un nombre d'incidents au niveau de la Bourse de Casablanca qui reste très limité et sans gravité et ce, en dépit d'une légère hausse.

L'année 2020 a enregistré une légère hausse dans la survenance des incidents opérationnels des plateformes techniques de la Bourse des valeurs avec 6 incidents contre 2 seulement en 2019. Il est cependant à préciser que l'impact de ces incidents sur le bon fonctionnement du marché varie entre faible et modéré.

Ventilation des incidents par processus

Criticité	Nature de l'incident	2017	2018	2019	2020
Faible	Plateforme de cotation	2	-	-	
	Statistiques et indices	-	1	-	1
	Télécom	-	-	-	1
	Système de compensation	-	-	-	1
Modérée	Plateforme de cotation	4	1	1	1
	Système	1	1	-	-
	Télécom	3	1	1	2

Source : Bourse de Casablanca

Mesures prises par Maroclear et la bourse de Casablanca dans le cadre de la gestion de la crise sanitaire

La Bourse de Casablanca et Maroclear ont mis en œuvre une série de mesures visant à assurer un fonctionnement optimal du marché durant la crise sanitaire, à savoir :

- L'activation de la cellule de crise et le veille continue de la situation épidémiologique ;
- L'anticipation sur le dispositif de gestion des aspects opérationnels, techniques et de communication pour garantir la continuité d'activité.

La coordination et suivi avec les prestataires critiques et les partenaires pour tenir compte de leur degré de préparation afin d'anticiper les éventuels impacts sur les activités.

En termes de mesures qui concernent la place financière, les entreprises de marché ont aménagé les horaires de négociation et de dénouement en adoptant, pendant la durée du

24 mars à fin juin, les horaires prévus habituellement pour le mois de Ramadan, soit de 10h00 à 13h30 au lieu de 09h30 à 15h40 en temps normal.

C. CADRE D'INFORMATION DES IMFS

Le Comité sur les Paiements et les Infrastructures de Marché (CPMI) 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 (OICV) se sont conjointement attelés, en avril 2012, à réviser et renforcer les principes en place relatifs aux Infrastructures de Marchés Financiers (IMFs). Certains principes ont pour objet la promotion de la transparence et de l'équité, c'est notamment le cas des principes 18, 23 et 24.

En effet, selon le principe 23 de la BRI, portant sur la communication des règles, procédures clés et données de marché, une IMF devrait entre autres, compléter régulièrement le Cadre d'information pour les infrastructures de marchés financiers établi par le CPMI/OICV et rendre publiques les mesures qu'elle prend pour appliquer ce cadre.

A cet égard, Bank Al-Maghrib à travers les différentes missions d'évaluation sur place qu'elle mène, a recommandé aux IMFs de compléter et de publier ce cadre d'information.

Ainsi, au titre de l'année 2020, Bank Al Maghrib a accompagné les IMFs dans leurs premiers exercices d'élaboration dudit cadre, lequel sera soumis à une mise à jour tous les deux ans. Cette communication d'informations documentées sur les IMFs, a pour objectif principal l'amélioration de la transparence globale de l'IMF et de ses cadres de gouvernance vis-à-vis d'un large public comprenant les autorités, les participants actuels et potentiels de l'IMF et le grand public.

D. TRAVAUX D'OPERATIONNALISATION DE LA CCP

Dans le cadre de l'opérationnalisation de la Contrepartie Centrale (CCP) conformément à la loi 42-12, une mission d'assistance technique portant sur le cadre de gestion des risques de la CCP a été assurée par la Banque Mondiale. Des recommandations ont été formulées afin de réduire l'exposition de la CCP aux risques. A cet égard, le cadre de gestion des risques doit être établi avec un seuil de confiance très conservateur tout en prévoyant des scénarios sévères de stress test. Aussi, les éventuelles pertes liées au risque d'activité doivent être

couvertes, même dans les conditions les plus extrêmes du marché. Il est important également de développer un plan de fermeture ordonnée et un plan de redressement listant tous les scénarios où la CCP manquerait à ses obligations.

Les conclusions dudit rapport ont été présentées à l'ensemble des parties prenantes lors du Comité de Coordination et de Surveillance des Risques Systémiques de Décembre 2020.

Par ailleurs, vu l'importance du dispositif de gestion des risques pour assurer la stabilité financière, il est prévu de diligenter une seconde mission portant sur le redressement et la résolution de la CCP afin d'aboutir à un régime adapté au contexte marocain.

E. STRESS TEST DU SRBM

Dans le cadre des missions d'évaluation de leur conformité aux Principes pour les Infrastructures de Marchés Financiers (IMFs) du CPMI/IOSCO⁸⁰, notre Institut a recommandé à ces infrastructures de conduire régulièrement des stress tests afin de déterminer le montant des liquidités nécessaire pour couvrir leurs obligations de paiement et vérifier à intervalles réguliers si le niveau de ces liquidités est suffisant. Ces tests devront permettre également de s'assurer que les sûretés et les autres ressources financières qui garantissent les expositions d'une IMF aux risques de crédit et de liquidité soient suffisantes pour couvrir l'intégralité des pertes de crédit qui en résultent. Bank Al-Maghrib a mené ses propres exercices de stress tests du SRBM, à l'aide d'une solution logicielle de la Banque Centrale de Finlande⁸¹ au cours des mois de novembre et décembre 2020 afin de mesurer la résilience de ce système de paiement d'importance systémique et ce, à travers un ensemble de scénarii extrêmes mais plausibles.

Le stress test menés au niveau du SRBM a permis d'identifier les problématiques de liquidité qui pourrait survenir au niveau du système suite à la défaillance financière ou opérationnelle d'un participant systémique. Il a permis également d'identifier les problèmes potentiels qui peuvent être résolus par le comportement dynamique des participants et de Bank Al-Maghrib.

⁸⁰ CPMI-IOSCO (2012). Principe 7 des PFMI sur le risque de liquidité.

⁸¹ BoF-PSS2 qui est un logiciel informatique développé avec le sponsor de la BOE, la BOC et la FED, sous licence multi-utilisateurs gratuite, avec une interface utilisateur graphique moderne et conviviale, doté d'une base de données pour plus de robustesse et de fiabilité. Cet outil est utilisé par les banques centrales et les institutions académiques à travers le monde pour répondre aux nouvelles exigences de la BRI, notamment les principes édictés par le CPMI/IOSCO pour les IMFs en 2012 et le CBSB pour la gestion des liquidités intra-journalières en 2013.

F. EVALUATION DE LA MATURITE DE LA CYBER-RESILIENCE DES IMFs

Les cybermenaces constituent plus que jamais un enjeu de résilience de premier plan pour le système financier en général, et les infrastructures de marchés financiers en particulier. Les travaux de renforcement de la cyber-résilience se poursuivent en prenant en considération notamment les éléments ci-après :

- La sécurisation des systèmes d'information est complexe, dans un contexte d'augmentation du cyber-risque, qui rend nécessaire la capacité à réagir de façon optimale en cas d'incident avéré. En effet, les moyens dont disposent les organisations malveillantes sont de plus en plus importants et les canaux utilisés pour accéder au système d'information se sont multipliés.
- La prise en compte de l'interdépendance opérationnelle croissante entre les différents acteurs financiers et du recours à des fournisseurs tiers qui sont, pour certains d'entre eux, devenus critiques à l'égard du secteur financier dans son ensemble et plus particulièrement des infrastructures de marché. Cela se traduit par une prise de conscience que la défaillance du maillon le plus faible peut avoir des impacts sur l'ensemble du secteur financier.

L'objectif est de s'assurer que l'ensemble des acteurs dispose d'un niveau de protection adapté aux menaces, couvrant tous les domaines de la cybersécurité, de l'identification des risques au plan de la reprise d'activité, en passant par la détection des incidents et la réalisation de tests d'intrusions.

Le cyber-risque est une source importante de risque opérationnel, qui fait l'objet d'une attention de plus en plus grande des régulateurs compte tenu des conséquences potentielles sur la robustesse des infrastructures technologiques. A cet égard, une directive⁸² du CPMI-IOSCO a été publiée en juin 2016 qui dicte un certain nombre de préconisations pour la cyber-résilience des IMFs. La Banque Centrale Européenne a lancé une consultation en 2018 pour détailler davantage les orientations de la BRI sur la cyber-résilience des IMFs et en décembre 2018, elle a publié la version finale de sa méthodologie CROE qui a été endossée par la Banque Mondiale en janvier 2020. Celle-ci définit trois

⁸² « Guidance on cyber-resilience for financial market infrastructures ». <https://www.bis.org/cpmi/publ/d146.pdf>.

niveaux d'attente⁸³ qui fournissent aux surveillants et aux IMFs un référentiel permettant d'évaluer leur niveau actuel de cyber-résilience, de mesurer leur progression et d'établir les axes prioritaires d'amélioration. Après plusieurs travaux préparatoires pilotés par Bank Al-Maghrib, la première auto-évaluation de la maturité de la cyber-résilience des IMFs au niveau national a été finalisée en septembre 2020.

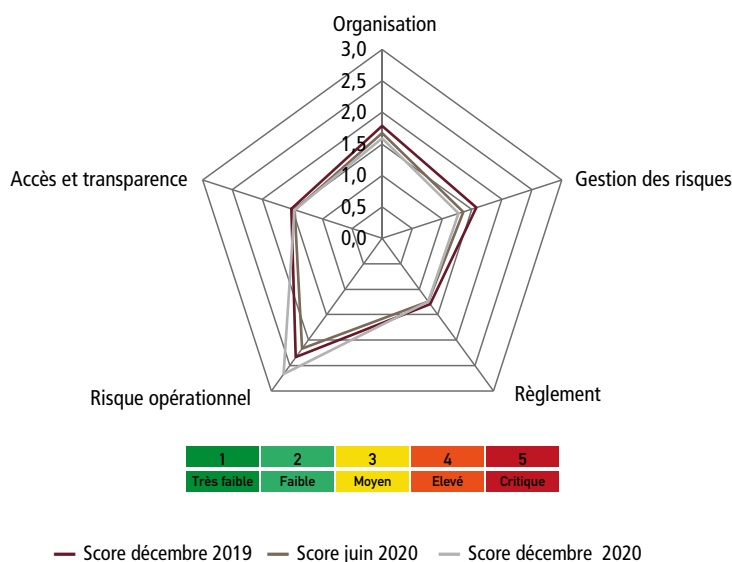
Parallèlement, et avec l'entrée en vigueur de la nouvelle loi 05-20 relative à la cybersécurité, Bank Al-Maghrib a organisé des réunions avec la DGSSI et les IMFs pour examiner le plan d'actions à mettre en place dans le cadre de la mise en conformité avec le nouveau dispositif légal sur la cybersécurité.

G. EVALUATION DE LA RESILIENCE DES IMF

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

Au titre de l'exercice 2020, la notation du pilier « résilience des IMFs » ressort à 1,65, soit un niveau quasiment stable par rapport à celui enregistré en 2019. Cette stagnation a concerné tous les domaines d'évaluation de la résilience des IMFs, hormis le domaine risque opérationnel qui a connu une légère dégradation de 0,4 due notamment au résultat de l'auto-évaluation du niveau de cyber-résilience de chaque IMF selon la méthodologie CROE. Néanmoins, cela correspond toujours à un niveau faible de risque sur la stabilité financière.

⁸³ En évolution, avancé et innovant



Plusieurs actions sont prévues en 2021 pour renforcer la résilience des IMFs dont les principales se présentent comme suit :

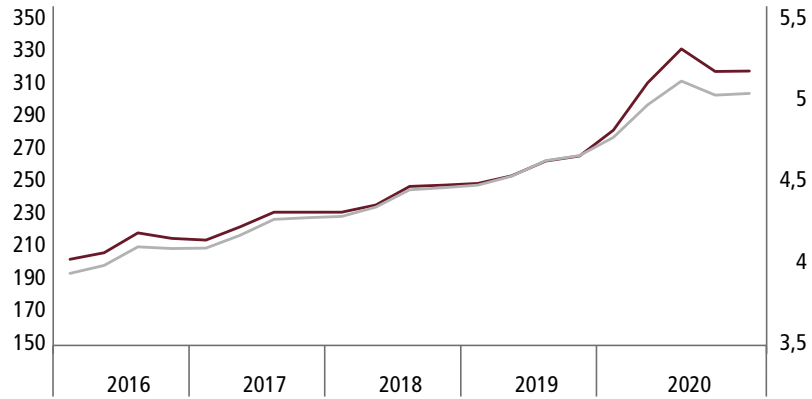
- Suivi de la publication des IMFs du Cadre d'information pour les infrastructures de marchés financiers établi par le CPMI/IOSCO afin d'améliorer leur transparence globale et renforcer leur communication publique (2^{ème} trimestre 2021) ;
- Transmission du rapport de l'auto-évaluation CROE aux IMFs pour la mise en place d'un plan d'action pour améliorer leur cyber-résilience. L'objectif est d'atteindre, de manière progressive à horizon 2022, un score cible de 90% au niveau de chacun des domaines, en priorisant dès le 1^{er} semestre de l'année 2021, le domaine 'Réponse et redressement'. Cela permettra de donner une assurance raisonnable quant à la bonne maîtrise des risques de cybersécurité ;
- Affinement des résultats du stress testing du SRBM en y intégrant le comportement dynamique d'une banque lors d'une crise de liquidité et élargissement du périmètre pour y inclure le scénario d'une défaillance opérationnelle d'un système exogène (Maroclear et GSIMT).

IV.3 CIRCULATION FIDUCIAIRE

Dans le contexte de la crise sanitaire, la demande du cash a marqué en 2020 une accélération exceptionnelle. Après une cadence annuelle aux alentours de 7%, la circulation fiduciaire a atteint au terme de l'année 319 milliards de dirhams, enregistrant ainsi un rebond de près de 20%, le rythme le plus élevé observé sur les trente dernières années. Dans ce sens, le ratio de la circulation fiduciaire au PIB s'est établi à 30% contre une moyenne de 22% constatée auparavant.

L'analyse infra-annuelle indique, qu'après s'être inscrites dans une tendance normale sur les deux premiers mois de l'année, les sorties nettes de billets de banque (BBM) ont emprunté une cadence très élevée entre les mois de mars et mai. Leur cumul sur cette période a totalisé un peu plus de 38 milliards de dirhams alors qu'il s'est limité sur les mêmes mois des trois dernières années à 6,6 milliards en moyenne, avec en particulier un pic historique pour le mois de mars dont le flux est passé aux environs de 2 milliards habituellement à près de 16 milliards de dirhams. Une des hypothèses sous-jacentes à ce mouvement, qui n'est pas propre au Maroc, serait le recours massif des ménages au cash pour régler des achats de produits de base ayant connu une forte demande au début de la crise sanitaire par crainte de ruptures que pourraient connaître les chaînes d'approvisionnement, ou éventuellement, constituer des réserves en BBM pour des fins de précaution, au regard des incertitudes qui planent sur l'étendue et la durée de la pandémie. Sur le reste de l'année, et en dépit de la distribution des aides du Gouvernement en cash, le recul de l'activité économique sous les effets de la pandémie s'est reflété dans la circulation fiduciaire, qui a évolué à un rythme inférieur à sa cadence normale, mais sans autant compenser les sorties massives observées auparavant. Les flux nets se sont ainsi limités à un peu plus de 10 milliards, tandis qu'ils avaient évolué entre 2017 et 2019 aux voisinages de 14 milliards de dirhams.

Evolution de la circulation fiduciaire



— Valeur totale (en milliards de dirhams) Echelle à gauche — Nombre de coupures (en milliards d'unités) Echelle à droite

Source : BAM

Encadré N°17 : L'effet de la crise Covid-19 sur la demande du cash au niveau mondial

L'examen de l'évolution récente de la circulation fiduciaire dans de nombreux pays, confirme, encore une fois, la préférence au cash dans les temps de crise, abstraction faite du niveau de développement du pays ou de l'étendue de l'usage d'autres moyens de paiement. Lors de la dernière crise sanitaire, le mouvement de panique émanant des incertitudes entourant l'ampleur et la durée de ce choc inédit aurait induit des retraits massifs de billets de banque à travers le monde.

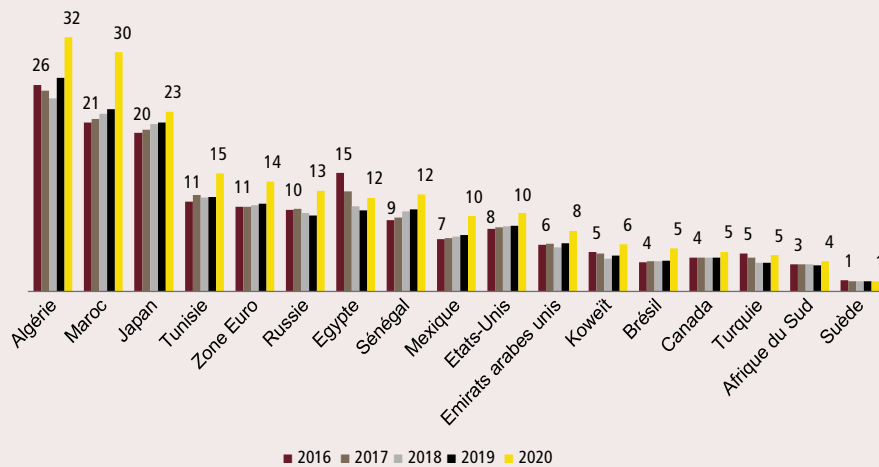
Aux Etats-Unis, la circulation fiduciaire a marqué au cours de la semaine du 23 mars 2020 l'augmentation la plus importante après celle enregistrée à la veille de l'an 2000, qui avait résulté des craintes liées à une éventuelle panne de la migration des systèmes informatiques. Dans le même sens, la zone euro a connu au cours de la semaine du 16 mars l'accroissement le plus élevé de la demande de billets de banque après celui de décembre 2008 engendré par le déclenchement de la crise financière. Pour le cas du Canada, la progression annuelle de la circulation fiduciaire s'est accélérée de 3% en février à 10% en juin et a enregistré la deuxième plus importante hausse historique après celle d'octobre 2008. De même, les données relatives à la Russie et au Brésil montrent que le rythme annuel du stock des billets de banque a augmenté de 6,5% en février à 17% en avril pour le premier pays et de 8% à 24% pour le second.

Si les Banques Centrales ont toujours fait face à des pressions émanant des hausses exceptionnelles de la demande du cash lors des chocs d'ordre économique ou financier, elles ont été challengées au cours de la dernière crise aussi sur la qualité des billets qu'elles émettent. Elles devraient ainsi répondre à la hausse imprévue de la demande du cash et aussi s'assurer tout d'abord que les billets qu'elles injectent dans l'économie ne transmettent pas le virus et réussir ensuite à en convaincre les commerçants, qui ont refusé au niveau de certains pays des règlements en cash.

C'est dans ce contexte que plusieurs banques centrales ont engagé des réflexions sur la question et ont eu même recours, comme dans le cas de la BCE et la BoE, aux expertises externes. Ces études ont certes révélé que le risque de transmission du virus via les billets est très faible comparativement aux autres objets et matières échangés, mais elles ne l'ont pas totalement exclu.

Enfin, cette crise a été aussi pour certaines Banques Centrales l’occasion d’accélérer leur projet de monnaies numériques ou de repenser leur position. Toutefois, elles ont souvent insisté dans leur communication sur le fait que ces initiatives ne remettent pas en cause leur volonté d’assurer aux citoyens un choix diversifié de moyens de paiement accessibles, sécurisés et efficaces. En d’autres termes, les paiements numériques ne sont pas mis en place pour remplacer totalement le billet de banque, puisque le cash continuera encore de représenter, dans les perceptions des citoyens, le moyen de paiement qui assure le mieux la fonction de réserve de valeur et l’anonymat. En outre, il demeure accessible aux couches sociales vulnérables, non bancarisées, ou celles ne maîtrisant pas les outils numériques ou tout simplement n’y croient pas.

Evolution du ratio de la circulation fiduciaire au PIB (En %)



APPROVISIONNEMENT DE L’ECONOMIE EN MONNAIE FIDUCIAIRE

Anticipant sur les conséquences d’éventuels mouvements de panique liés à la diffusion du virus Covid-19 sur la demande du cash, Bank Al Maghrib a engagé depuis le début de mars un grand nombre de missions pour approvisionner son réseau à travers le Royaume et a défini un plan d’urgence impliquant tous les intervenants dans le cash cycle. BAM a ainsi

donné ses directives aux banques pour assurer, en continu, l'alimentation des GAB et accordé aux Centre Privés de TRI l'autorisation d'effectuer le comptage et authentification des billets sans recours au tri qualitatif. Ces derniers ont été aussi invités à définir un plan de continuité d'activité et de rotation de leurs effectifs afin de pouvoir servir la place en cas de dégradation rapide de la situation sanitaire.

En parallèle, et après les retraits exceptionnels enregistrés au cours de la troisième semaine de mars, la Banque a procédé à l'actualisation de ses prévisions pour les besoins du marché en cash et activé le recours à son stock PCA, mis en place dans le cadre de son plan de continuité d'activité afin de pouvoir répondre à d'éventuelles hausses imprévues du cash émanant notamment de chocs exogènes. En outre, Bank AL Maghrib a entamé la mise en œuvre d'un programme de production supplémentaire pour assurer un stock de sécurité confortable.

LISTE DES ABRÉVIATIONS

Liste des abréviations

ACAPS	Autorité de Contrôle des Assurances et de la Prévoyance Sociale
AMMC	Autorité Marocaine du Marché des Capitaux
ANCFCC	Agence Nationale de Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie
BAM	Bank Al-Maghrib
BCE	Banque Centrale Européenne
BCEAO	Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest
BDT	Bons du Trésor
BEAC	Banque des Etats de l'Afrique Centrale
BFR	Besoin en Fonds de Roulement
BTP	Bâtiment et Travaux Publics
CA	Chiffre d'Affaires
CCP	Chambre de Compensation Contrepartie Centrale
CCR	Compte Central de Règlement
CDG	Caisse de Dépôt et de Gestion
CIMR	Caisse Interprofessionnelle Marocaine de Retraite
CMI	Centre Monétique Interbancaire
CMR	Caisse Marocaine des Retraites
CNSS	Caisse Nationale de Sécurité Sociale
CPIM	Comité sur les Paiements et les Infrastructures de Marché
CPT	Centres Privés de Tri
CSPR	Comité sur les Systèmes de Paiement et de Règlement
DAT	Dépôt A Terme
FCP	Fonds Commun de Placement
FGP	Fonds de Garantie Permanent
FIFO	First input, first output
FMI	Fonds Monétaire International
FOGALOGÉ	Fonds de Garantie des Prêts au Logement
FOGARIM	Fonds de Garantie pour les Revenus Irréguliers et Modestes
FPCT	Fonds de Placement Collectifs en Titrisation

GAB	Guichets Automatiques Bancaires
GE	Grande Entreprise
GIC	Garanties Individuelles Complémentaires
HHI	indice Herfindahl-Hirschmann
IAM	Itissalat Al Maghrib
IDE	Investissements Directs Etrangers
IFH	Intermédiaire Financier Habilité
IMF	Infrastructures des Marchés Financiers
IR	Impôt sur les Revenus
IS	Impôt sur les Sociétés
IPAI	Indice des prix des actifs immobiliers
IPO	Initial Public Offering, une introduction en bourse.
LCR	Liquidité de Court Terme
MADEX	Moroccan Most Active Shares Index
MASI	Moroccan All Shares Index
MENA	Moyen Orient et Afrique du Nord
MRE	Marocain Résidant à l'Etranger
OICV	Organisation Internationale des Commissions de Valeurs
OMLT	Obligataires moyen et long terme
OPCR	Organismes de Placement en Capital Risque
OPCVM	Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
PCA	Plan de Continuité des Activités
PCEC	Plan Comptable des Etablissements de Crédits
PER	Price Earning Ratio
PIB	Produit Intérieur Brut
PME	Petite et Moyenne Entreprise
RCAR	Régime Collectif d'Allocation de Retraite
RBE	Résultat Brut d'Exploitation
RIN	Réserves Internationales Nettes
RNPG	Résultat Net Part du Groupe
RPC	Régime des Pensions Civiles
RPM	Régime des Pensions Militaires

SCR	Société Centrale de Réassurance
SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable
SIMT	Système Interbancaire Marocain de Télé-compensation
SMSI	Système de Management de la Sécurité de l'Information
SRBM	Système des Règlements Bruts du Maroc
TCER	Taux de change effectif réel
TCN	Titres de Créances Négociables
TPE	Très Petite Entreprise
TPM	Taux Moyen Pondéré
TPME	Très Petite et Moyenne Entreprise
TVA	Taxe sur la Valeur Ajoutée
VC	Valeurs cotées
VNC	Valeurs non cotées

