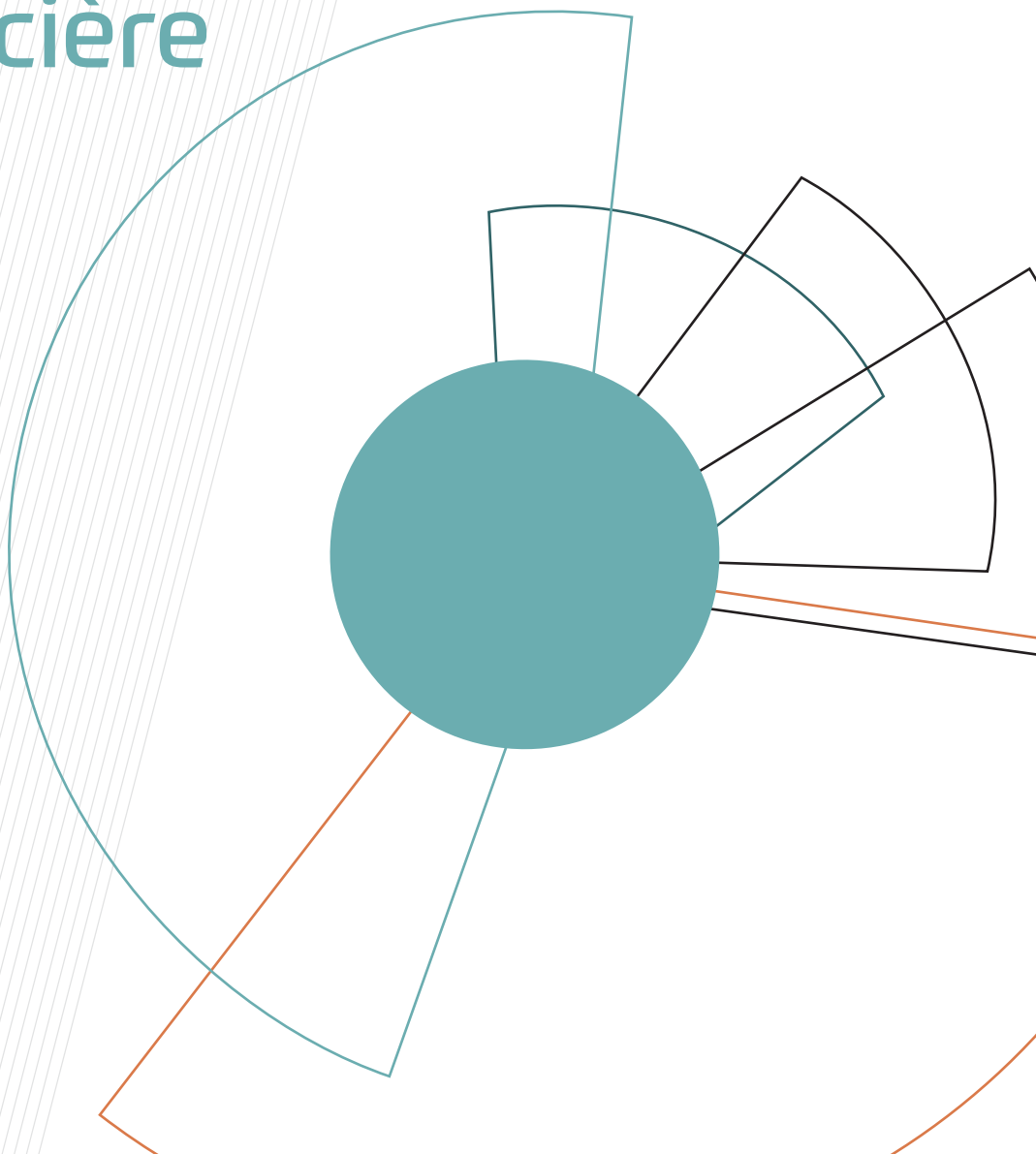


ROYAUME DU MAROC



Rapport annuel sur la stabilité financière

Exercice
2025
NUMERO 13





Rapport annuel sur **la stabilité financière**

Exercice
2025
NUMERO 13

Préambule

Dans un environnement international marqué par de fortes incertitudes, l'économie nationale a connu en 2025 un net raffermissement de sa croissance, soutenu par des conditions macro-financières globalement favorables et par une résilience du système financier.

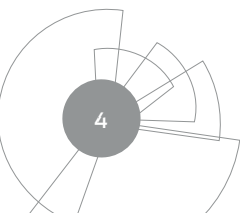
C'est dans un tel contexte que le Comité de Coordination et de Surveillance des Risques Systémiques (CCSR) a poursuivi sa mission de surveillance des risques pesant sur le système financier national, tout en continuant parallèlement de veiller au renforcement de son cadre macroprudentiel.

L'année 2025 marque, à cet égard, une étape charnière avec l'achèvement de la mise en œuvre de la feuille de route de stabilité financière 2022-2025 et l'adoption d'une nouvelle couvrant la période 2026-2030. Cette dernière définit les priorités stratégiques déclinées selon cinq axes complémentaires : (i) le renforcement du cadre légal et institutionnel ; (ii) l'approfondissement du dispositif analytique ; (iii) le développement des instruments macroprudentiels ; (iv) la consolidation du cadre de résolution et de gestion des crises ; et (v) l'amélioration de la communication en matière de stabilité financière.

Au niveau de Bank Al-Maghrib, les travaux se sont principalement focalisés sur le renforcement du dispositif d'identification et d'analyse des risques systémiques. Ils ont porté notamment sur les interactions entre les politiques budgétaire et macroprudentielle, ainsi que sur l'identification des vulnérabilités propres à certains secteurs économiques et leur potentiel de transmission au système bancaire.

En parallèle, des avancées significatives ont été réalisées pour faire aboutir plusieurs réformes structurantes. Ainsi, la circulaire conjointe relative aux conglomérats financiers a été homologuée et publiée au Bulletin officiel, consacrant ainsi la mise en place d'un cadre de supervision consolidée applicable aux groupes exerçant des activités bancaires, assurantielles et de marché. Le projet de réforme du régime de résolution bancaire a été finalisé et adopté par les deux Chambres du Parlement le 30 juin 2026 et sera prochainement publié au Bulletin officiel. Par ailleurs, l'avant-projet de loi relatif aux crypto-actifs, élaboré conjointement par le ministère de l'Économie et des Finances, Bank Al-Maghrib et l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC), a été introduit dans le processus d'adoption. Enfin, les travaux relatifs à l'opérationnalisation du marché à terme et de la Chambre de Compensation avec Contrepartie Centrale ont connu des avancées importantes sur les plans juridique, réglementaire et opérationnel.

Concernant le secteur des assurances, l'ACAPS a poursuivi, dans le cadre du renforcement de son dispositif prudentiel, les travaux de finalisation du projet d'amendement de la circulaire générale visant l'instauration du régime de Solvabilité Basée sur les Risques (SBR). La publication de cet amendement au Bulletin officiel est prévue au début du second semestre 2026, avec une entrée en vigueur applicable aux comptes des entreprises d'assurances et de réassurance arrêtés à la fin de cette année.



L'année a été marquée par la finalisation d'une étude sur les leviers de développement du secteur des assurances au Maroc, menée en concertation avec l'ensemble des parties prenantes. Celle-ci vise à renforcer le rôle du secteur dans l'économie nationale à travers l'élargissement de la couverture assurantielle et l'amélioration du taux de pénétration de l'assurance, tout en améliorant sa contribution à la résilience économique et financière des ménages et des entreprises. Les travaux réalisés ont permis d'identifier et de prioriser un ensemble de leviers d'action, parmi lesquels figurent l'innovation produit, la digitalisation et l'amélioration de la qualité des services offerts aux assurés.

Au niveau du marché des capitaux, l'année 2025 a notamment vu l'adoption de la loi n°03-25 modernisant le cadre des Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM). Cette nouvelle loi renforce l'attractivité du marché, améliore la protection des investisseurs et élargit les opportunités d'investissement tout en consolidant la gestion des risques.

L'année 2025 a également été marquée par la publication des textes d'application nécessaires à l'opérationnalisation du marché à terme d'instruments financiers, définissant notamment le cadre prudentiel applicable à ses principaux intervenants. Dans ce contexte, l'AMMC a visé le document d'information relatif au premier « Contrat à Terme Ferme sur l'Indice MASI 20 », tandis que trois sociétés de bourse ont été agréées en qualité de membres négociateurs, marquant ainsi une nouvelle étape dans le déploiement opérationnel de ce compartiment et le développement des instruments de couverture et de gestion des risques.

Par ailleurs, l'AMMC a lancé une consultation pour l'élaboration d'un guide relatif à la gestion sous mandat, invitant l'écosystème financier à contribuer à la définition des meilleures pratiques en la matière.

* * * * *

Outre une synthèse générale, le présent Rapport est structuré autour de quatre chapitres consacrés respectivement à : (i) l'analyse de l'environnement économique international et national ; (ii) l'évaluation de la situation financière et des vulnérabilités des agents non financiers ; (iii) l'analyse de la résilience et de la solidité des institutions financières ; et (iv) l'examen des évolutions des marchés de capitaux et des infrastructures des marchés financiers.

Sommaire

7	Synthèse générale
11	Chapitre 1 : Développements macroéconomiques I.1. Analyse de l'environnement international I.2. Développements macroéconomiques domestiques
27	Chapitre 2 : Situation financière des agents non financiers II.1. Ménages II.2. Entreprises non financières
61	Chapitre 3 : Solidité des institutions financières III.1. Secteur bancaire III.2. Secteur des assurances III.3. Régimes de retraite III.4. Instruments de la politique macroprudentielle
115	Chapitre 4 : Marché de capitaux, infrastructures de marché et monnaie fiduciaire IV.1. Marché de capitaux IV.2. Infrastructures de marché IV.3. Circulation fiduciaire
164	Liste des abréviations

Synthèse générale

Une économie résiliente dans un environnement international toujours incertain

L'économie mondiale a continué de faire preuve d'une résilience notable en 2025, malgré les tensions géopolitiques et commerciales et l'amenuisement des marges budgétaires. L'activité a bénéficié de la robustesse de la demande intérieure dans plusieurs économies avancées, ainsi que de l'assouplissement des politiques monétaires engagé par plusieurs banques centrales.

Dans ce contexte, l'économie nationale a enregistré une accélération de sa croissance qui a atteint 4,9% après 4,4% en 2024, portée par le redressement de la valeur ajoutée agricole et la poursuite de la dynamique des activités non agricoles. Malgré cette accélération, l'inflation est demeurée faible, se situant à 0,8% après 0,9% en 2024. Selon les projections de Bank Al-Maghrib, la croissance atteindrait 5,2% en 2026 avant de revenir à 3,1% en 2027, tandis que l'inflation ressortirait respectivement à 1,5% et 2,1%.

Des fondamentaux macroéconomiques solides en dépit de la persistance de certaines vulnérabilités

Sur le volet des comptes extérieurs, et à la faveur de la progression des recettes de voyages et des transferts des Marocains résidant à l'étranger, le déficit du compte courant est demeuré contenu en 2025, quoiqu'en creusement à 2,4% du PIB, après 1,2% une année auparavant. De même, les recettes d'investissements directs étrangers ont connu une progression notable et les avoirs officiels de réserve se sont renforcés pour atteindre l'équivalent de 5 mois et 11 jours d'importations de biens et services.

Au niveau des finances publiques, la consolidation s'est poursuivie, le déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'État, s'étant établi à 3,5% du PIB, après 3,9% en 2024. Cette dynamique a été soutenue par l'amélioration des recettes fiscales et non fiscales ainsi que par la baisse de la charge de compensation. Le ratio de la dette du Trésor a légèrement reculé à 66,6% du PIB et devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, poursuivre sa trajectoire baissière à moyen terme.

Sur le plan monétaire, la poursuite de l'assouplissement des conditions de financement a favorisé une accélération du crédit bancaire au secteur non financier, tirée principalement par les prêts à l'équipement accordés aux entreprises privées. Cette dynamique devrait se maintenir à moyen terme, en lien avec la poursuite du raffermissement de l'investissement et les perspectives favorables de l'activité économique.

Le renforcement de la situation financière des agents non financiers contribue à contenir les vulnérabilités liées à leur endettement

La situation financière des ménages a poursuivi sa consolidation en 2025, soutenue par la progression de leur patrimoine financier, qui s'est établi à 1 192 milliards de dirhams. Celui-ci est composé essentiellement de dépôts bancaires, dont l'encours a atteint 935 milliards de dirhams, et de placements en valeurs mobilières qui ont enregistré une progression notable à 114 milliards de dirhams.

Parallèlement, l'endettement des ménages a enregistré sa plus forte progression depuis 2012 pour atteindre 456 milliards de dirhams, soit 27% du PIB, reflétant l'accélération des crédits à l'habitat et à la consommation. Cette évolution s'est accompagnée d'une légère hausse du taux d'endettement des nouveaux emprunteurs ainsi que de la proportion des ménages présentant une charge de dette supérieure à 40% de leurs revenus. Dans ces conditions, le taux de défaut est demeuré relativement élevé à 10,3%.

S'agissant de la dette des entreprises non financières, l'encours des emprunts bancaires a progressé à 657 milliards de dirhams, représentant 39% du PIB, et celui des émissions obligataires a atteint 124 milliards de dirhams. Pour ce qui est de la qualité du portefeuille de crédit, le taux de défaut s'est établi à 11,2%.

L'analyse de la structure financière sur la base d'un échantillon de 116 406 entreprises met également en évidence une baisse de la part de la dette financière à moyen et long terme à 43% des capitaux permanents en 2024, contre 46% une année auparavant. Quant à la dette financière à court terme, elle s'est établie à près de 11% du chiffre d'affaires, en légère baisse par rapport à l'année précédente.

Pour ce qui est des délais de paiement interentreprises, ils ont poursuivi leur amélioration dans le prolongement de la dynamique observée depuis 2021. Le délai moyen de règlement des créances clients est ainsi revenu à 98 jours de chiffre d'affaires en moyenne en 2024, contre 123 jours en 2023, tandis que le délai moyen de paiement des fournisseurs a reculé de 80 à 70 jours d'achats. En dépit de cette évolution favorable, des disparités persistent selon la taille des entreprises et les secteurs d'activité.

Le secteur financier consolide sa résilience, soutenu par la solidité de ses institutions et le renforcement de ses fondamentaux

Le secteur bancaire a continué de faire preuve de résilience en 2025. L'activité d'intermédiation est demeurée dynamique, avec une progression des crédits à la clientèle de 6,9% et des dépôts de 7,7%. Cette évolution s'est accompagnée d'une légère amélioration de la qualité des actifs pour la deuxième année consécutive, le taux de créances en souffrance revenant à 8,3%, après 8,4% en 2024, tandis que le taux de couverture est resté stable autour de 68%.

Dans ce contexte, les performances financières du secteur se sont sensiblement redressées. Le résultat net sur base sociale s'est établi à 19,4 milliards de dirhams, en hausse de 22,7%, porté par la progression du produit net bancaire, qui a atteint 74 milliards de dirhams, et par le recul de 25,1% du coût du risque. Les indicateurs de rentabilité se sont également renforcés, avec un rendement des actifs de 1% et un rendement des fonds propres de 11,1%.

Malgré ces performances, certains points de vigilance persistent. En particulier, les engagements à l'égard des grands débiteurs ont poursuivi leur progression, atteignant l'équivalent de trois fois les fonds propres prudentiels du secteur, contre 2,8 fois en 2024.

Sur le plan prudentiel, les banques conventionnelles ont continué d'afficher des niveaux confortables de capitalisation, avec un ratio moyen de solvabilité de 16,1%, un ratio de fonds propres de catégorie 1 de 13,5% et un ratio de levier de 7,73% sur base sociale. En outre, l'exercice du macro-stress test confirme leur capacité à absorber des chocs macroéconomiques sévères tout en respectant les exigences réglementaires, attestant de la solidité de leur assise prudentielle.

En matière de liquidité, les besoins des banques se sont accrus, principalement sous l'effet de la progression de la circulation fiduciaire. Dans ce contexte, les injections de Bank Al-Maghrib ont atteint 138 milliards de dirhams en moyenne quotidienne en 2025. Pour autant, les banques ont continué d'afficher des positions de liquidité confortables, le ratio de liquidité à court terme des banques conventionnelles ressortant à 172%, largement au-dessus du minimum réglementaire.

Sur le plan macroprudentiel, l'évaluation des principaux indicateurs de suivi n'a pas mis en évidence de risques cycliques justifiant l'activation du coussin de fonds propres contracyclique, dont le taux a ainsi été maintenu à 0%. Par ailleurs, la liste des banques d'importance systémique nationale est demeurée inchangée, de même que le niveau de la surcharge en fonds propres qui leur est applicable.

De son côté, le secteur des assurances a poursuivi sa dynamique de croissance dans un contexte économique globalement favorable. Son chiffre d'affaires a atteint 63,2 milliards de dirhams, en progression de 7,5%, porté à la fois par la branche vie (8,4%), soutenu par la bonne tenue de l'activité épargne dont la collecte a progressé de 8,9%, et par la branche non-vie (6,6%).

Sur le plan de la rentabilité, le secteur a dégagé un résultat net de 5,3 milliards de dirhams, en hausse de 21,4%, reflétant principalement la bonne performance des produits financiers. Grâce à cette évolution favorable, le rendement des fonds propres (ROE) a atteint 11,1%, son plus haut niveau sur les dix dernières années.

Portées par la bonne performance du marché financier, les plus-values latentes ont fortement augmenté pour atteindre 62,5 milliards de dirhams, portant leur ratio aux placements à 23,8%, un record historique, en lien principalement avec la poursuite de la progression des valorisations boursières.

Ces améliorations des plus-values latentes et de la rentabilité ont permis de renforcer les éléments constitutifs de la marge de solvabilité du secteur, dont le ratio réglementaire a progressé de 54,7 points pour atteindre 409,4%. Par ailleurs, les exercices de stress tests ont confirmé la résilience globale des entreprises d'assurances face aux conditions macroéconomiques et techniques défavorables.

Pour leur part, les régimes de retraite de base ont continué, en 2025, d'enregistrer des déséquilibres structurels, malgré une amélioration temporaire de certains indicateurs financiers à la suite des augmentations salariales issues du dialogue social du 29 avril 2024. Ces hausses ont certes généré un surcroît de ressources pour les régimes du secteur public, mais elles ne permettraient pas d'augmenter significativement l'horizon de viabilité du régime CMR-RPC et se traduiraient, pour le régime RCAR-RG qui se caractérise par une sous-tarification des droits octroyés, par une dégradation de ses indicateurs d'équilibre. En dépit d'un excédent global de la branche long terme du régime de la sécurité sociale (CNSS-LT) soutenu par une dynamique démographique favorable, la sous-tarification structurelle persistante de cette branche fragilise ses équilibres à long terme.

Dans ce contexte, la réforme systémique du secteur, fondée sur la mise en place de deux pôles public et privé demeure indispensable pour résorber une grande partie des engagements non couverts et assurer la soutenabilité financière des régimes à long terme.

Sur le marché boursier, l'indice MASI a enregistré une performance annuelle de 27,6%, favorisée par l'amélioration des perspectives économiques et la progression des résultats des sociétés cotées. Cette dynamique s'est accompagnée d'un renforcement de la liquidité, dont le taux est passé de 12,5% à fin 2024 à 14,2% à fin 2025, d'une progression du volume annuel des transactions qui a atteint 137,3 milliards de dirhams, ainsi que d'une nette hausse des levées de capitaux qui ont atteint 10,4 milliards de dirhams contre 6,3 milliards en 2024. Pour ce qui est du niveau de valorisation, le ratio cours/bénéfices (PER) est ressorti globalement à 20 fois au lieu de 21,7 fois à fin 2024. Sur le marché obligataire, les émissions de bons du Trésor (BDT) se sont établies à 162 milliards de dirhams en 2025, contre 172 milliards en 2024, confirmant la tendance baissière amorcée depuis 2023. L'encours des BDT est ainsi ressorti à 787 milliards de dirhams à fin 2025 en hausse de 4% par rapport à 2024.

Au niveau du marché de la dette privée, les émissions se sont élevées à 117,7 milliards de dirhams, en hausse de 16%, portées essentiellement par le dynamisme des émissions obligataires (+113%). Les opérations de placement privé ont représenté 75,5% du volume global des émissions obligataires, contre 50% en 2024. L'encours de la dette privée a ainsi progressé de 10% pour atteindre 308 milliards de dirhams à fin 2025. Les indicateurs financiers des sociétés non financières émettrices de dette privée sont demeurés globalement solides, en dépit d'une légère hausse de leur ratio d'endettement net rapporté aux fonds propres (gearing), passé de 86,8% en 2024 à 88,8% en 2025.

L'actif net global des Organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) a poursuivi sa tendance haussière, enregistrant une progression de 20,2% à 785 milliards de dirhams à fin 2025. Concernant l'activité de titrisation, le volume des émissions des fonds (FPCT) a connu une hausse exceptionnelle à 15,5 milliards de dirhams contre 2,4 milliards un an auparavant, l'actif total ressortant à 31,8 milliards à fin 2025. De leur côté, les OPCI ont maintenu leur dynamique de croissance, leur actif net global s'étant accru de 23% à 133,9 milliards de dirhams. Par ailleurs, l'activité de capital-investissement a poursuivi sa progression, l'actif net des OPCC s'étant établi à 5,52 milliards de dirhams, en hausse de 75,9%, porté par la création de nouveaux fonds.

Le volume des opérations de prêt de titres s'est situé à 435,6 milliards de dirhams en 2025, en hausse annuelle de 25%. Ces opérations sont restées dominées par les BDT avec une part de 95,5% des titres prêtés en 2025. Les OPCVM et les banques demeurent les principaux intervenants sur le marché du prêt de titres.

Les infrastructures des marchés financiers consolident leur résilience et contribuent à la stabilité financière

Les Infrastructures des Marchés Financiers (IMF) ont continué de faire preuve d'une résilience notable en 2025, tant sur le plan financier qu'opérationnel. Les infrastructures d'importance systémique ont notamment assuré un niveau élevé de disponibilité et de fiabilité de leurs services, garantissant l'exécution sécurisée et continue des opérations de paiement, de compensation et de règlement et contribuant ainsi au bon fonctionnement du système financier.

Au total, la résilience du système financier s'est confirmée en 2025, soutenue par le raffermissement de l'activité économique, la solidité des institutions financières et le renforcement des infrastructures des marchés financiers. Les analyses de vulnérabilité et les exercices de résistance réalisés au cours de l'année confirment la capacité du système financier à absorber des chocs sévères.

Cela étant, plusieurs facteurs de vigilance appellent une surveillance rapprochée. Ils sont liés notamment à la persistance de l'incertitude sur le plan international, à la progression de l'endettement de certains agents économiques, ainsi qu'aux risques émergents, en particulier ceux d'ordre technologique. Ces évolutions continueront de faire l'objet d'un suivi rapproché dans le cadre de la politique macroprudentielle.



Développements macroéconomiques

Chapitre

Aperçu

L'économie mondiale a continué de faire preuve d'une résilience appréciable en 2025, malgré un environnement international demeurant marqué par des tensions géopolitiques, commerciales et budgétaires élevées. L'activité a bénéficié de la robustesse de la demande intérieure dans plusieurs économies avancées, du reflux progressif de l'inflation ainsi que de l'assouplissement des politiques monétaires engagé par plusieurs banques centrales. Cependant, les perspectives de croissance demeurent entourées de risques baissiers, liés notamment à l'intensification des tensions géopolitiques, à la fragmentation géoéconomique, aux niveaux historiquement élevés d'endettement public et privé, ainsi qu'aux tensions susceptibles d'affecter les marchés financiers et les marchés des matières premières. La matérialisation de ces risques pourrait accentuer les vulnérabilités macrofinancières et conduire à un resserrement des conditions financières à l'échelle mondiale.

Au niveau national, la croissance économique s'est accélérée à 4,9% en 2025, après 4,4% une année auparavant, portée principalement par la reprise des activités agricoles ainsi que par le maintien d'un rythme soutenu des activités non agricoles. Les projections de Bank Al-Maghrib tablent sur une nouvelle accélération de la croissance à 5,2% en 2026 avant un retour à 3,1% en 2027, en lien notamment avec l'évolution attendue de la valeur ajoutée agricole. Pour sa part, l'inflation est demeurée modérée, ressortant en moyenne à 0,8% en 2025 après 0,9% une année auparavant, et devrait s'établir à 1,5% en 2026 puis à 2,1% en 2027.

S'agissant des comptes extérieurs, le déficit du compte courant s'est creusé à 2,4% du PIB en 2025, après 1,2% une année auparavant, principalement sous l'effet de l'aggravation du déficit commercial résultant d'une progression des importations plus rapide que celle des exportations. En parallèle, les recettes de voyages, les transferts des Marocains résidant à l'étranger ainsi que les recettes des investissements directs étrangers ont poursuivi leur progression. Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserve se sont renforcés, atteignant l'équivalent de 5 mois et 11 jours d'importations de biens et services, et devraient continuer de s'améliorer à moyen terme.

Concernant les finances publiques, le déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'État, s'est allégé à 3,5% du PIB en 2025, après 3,9% une année auparavant, à la faveur de la progression des recettes fiscales et non fiscales ainsi que de la baisse de la charge de compensation. En dépit de cette amélioration, le besoin de financement du Trésor s'est accru sensiblement par rapport à 2024. Le ratio de la dette du Trésor a, pour sa part, enregistré un recul de 0,4 point de PIB pour s'établir à 66,6% à fin 2025. Sur l'horizon de prévision, le déficit budgétaire devrait poursuivre son atténuation graduelle, tandis que le ratio de la dette du Trésor continuerait de s'inscrire sur une trajectoire baissière.

Sur le plan monétaire, le besoin de liquidité des banques s'est accru en 2025, notamment sous l'effet de la progression de la circulation fiduciaire. Dans un contexte marqué par la poursuite de l'assouplissement monétaire, le crédit bancaire au secteur non financier a accéléré, porté principalement par la progression des prêts à l'équipement accordés aux entreprises privées. Cette dynamique devrait se poursuivre à moyen terme, en ligne avec l'évolution prévue de l'activité économique.

S'agissant du marché immobilier, les prix des actifs ont enregistré une légère appréciation de 0,6% en 2025, tandis que les transactions ont poursuivi leur reprise, soutenues notamment par la progression des ventes de terrains et de biens à usage professionnel.

I.1. Analyse de l'environnement international

Résilience de l'économie mondiale dans un environnement international incertain

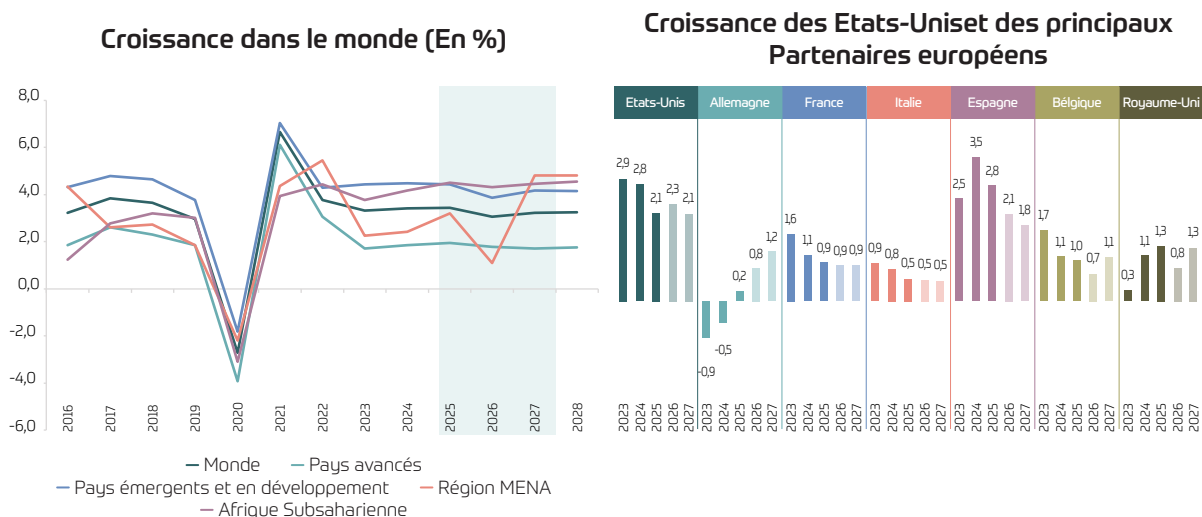
L'activité économique mondiale a continué de faire preuve d'une résilience notable en 2025, en dépit des restrictions commerciales mises en place par les États-Unis, de la persistance des tensions géopolitiques, de l'incertitude entourant les politiques économiques et du maintien de marges de manœuvre budgétaires limitées dans plusieurs pays.

Dans ce contexte, la croissance mondiale s'est stabilisée autour de 3,4%, soutenue notamment par la bonne performance de plusieurs grandes économies, dont la zone euro, la Chine et l'Inde.

Au sein des économies avancées, l'activité a connu une légère amélioration, avec une croissance atteignant 1,9% après 1,8% une année auparavant. Aux États-Unis, malgré le revirement des politiques économiques induit par la nouvelle administration et les tensions budgétaires observées en fin d'année, la croissance est demeurée soutenue, s'établissant à 2,1% en 2025 après 2,8% en 2024, portée notamment par le dynamisme des investissements dans les nouvelles technologies et la résilience de la consommation des ménages.

Pour sa part, l'économie japonaise a enregistré un rebond notable, avec une croissance passant de -0,2% à 1,2%, tirée par le raffermissement de la consommation et de l'investissement. Au Royaume-Uni, le dynamisme observé au premier trimestre a permis de porter la croissance annuelle à 1,3%, compensant ainsi la décélération de la consommation observée au second semestre.

Dans la zone euro, l'activité s'est sensiblement raffermie, la croissance passant de 0,9% à 1,4% en 2025, portée notamment par le rebond de l'économie allemande, soutenu par l'accroissement des dépenses budgétaires. Par ailleurs, certains pays, tels que l'Espagne et le Portugal, ont affiché des performances nettement supérieures à la moyenne de la zone, favorisées par le dynamisme du tourisme, de la consommation privée ainsi que par la vigueur de l'investissement, en partie stimulé par les fonds européens. À l'inverse, l'activité est demeurée relativement atone dans plusieurs pays, notamment la France et l'Italie, où la croissance est restée inférieure à 1%, en lien avec la faiblesse persistante de la demande intérieure et le recul des exportations.



Les économies émergentes et en développement ont continué de jouer un rôle moteur dans la croissance mondiale, avec une progression globalement stable autour de 4,4%, principalement portée par certaines économies asiatiques. L'Inde a ainsi enregistré une croissance de 7,6%, soutenue par la vigueur de la demande intérieure, tandis que la Chine est parvenue à maintenir sa croissance autour de 5%, grâce notamment à la résilience des exportations et à la diversification progressive de leurs débouchés et de leur contenu technologique.

L'amélioration de la croissance dans la région du Moyen-Orient et d'Afrique du Nord s'est également poursuivie pour la deuxième année consécutive, soutenue par la bonne performance de plusieurs pays exportateurs de pétrole, notamment l'Arabie Saoudite, les Émirats Arabes Unis et le Koweït. De même, l'Égypte, la Tunisie et la Jordanie ont consolidé leur croissance, tandis que le Liban et le Soudan, malgré la persistance des conflits, ont renoué avec une croissance positive.

En revanche, l'activité a décéléré dans plusieurs économies émergentes d'Europe, particulièrement en Russie, où la croissance est revenue de 4,9% à 1%, affectée par les sanctions économiques, le recul des prix des produits énergétiques et les mesures de resserrement monétaire visant à contenir l'inflation. De même, plusieurs pays d'Amérique latine, dont le Brésil et le Mexique, ont enregistré un ralentissement de leur activité, en lien avec le recul de la consommation intérieure et de l'investissement.

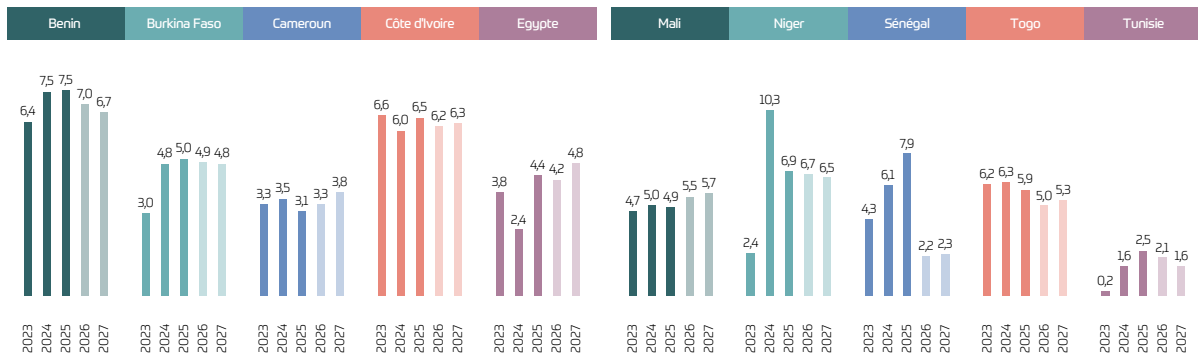
En Afrique subsaharienne, la croissance s'est accélérée à 4,5%, bien que cette évolution masque des dynamiques contrastées entre les différentes sous-régions. La croissance s'est ainsi quasi stabilisée à 6,4% dans la zone UEMOA¹, a ralenti de 3,3% à 2,6% pour la zone CEMAC² et s'est raffermie de 5,3% à 5,7% dans la communauté d'Afrique de l'Est³.

¹ 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.

² 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.

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

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



Source : FMI

Malgré cette résilience, les perspectives économiques mondiales demeurent entourées de risques baissiers importants. La persistance des tensions géopolitiques, les risques de fragmentation géoéconomique, les tensions sur les chaînes d'approvisionnement ainsi que l'évolution des politiques commerciales et budgétaires, pourraient accentuer les fragilités macro-financières mondiales.

Dans ce contexte, le FMI anticipe un ralentissement de la croissance mondiale à 3,1% en 2026, reflétant notamment un repli de l'activité dans plusieurs économies avancées et un essoufflement progressif de la croissance en Chine, en Inde ainsi qu'au Moyen-Orient. Un léger rebond à 3,2% est attendu en 2027, sous l'hypothèse d'une atténuation partielle des tensions géopolitiques et financières.

Repli de l'inflation mondiale masquant des dynamiques contrastées entre les pays

La baisse des prix des matières premières, conjuguée au ralentissement de l'activité dans plusieurs économies, a favorisé la poursuite du reflux de l'inflation mondiale, qui est revenue de 5,8% à 4,1%.

Cette désinflation a été particulièrement marquée dans les économies émergentes, où l'inflation a diminué de 8% à 5,2%, tandis qu'elle s'est quasi stabilisée autour de 2,6% dans les économies avancées.

Toutefois, les trajectoires d'inflation demeurent hétérogènes selon les pays. Elle s'est ainsi accélérée dans certaines économies, notamment le Japon, le Royaume-Uni et le Brésil, alors qu'elle a ralenti à des niveaux relativement faibles dans la zone euro et en Chine. À l'inverse, elle demeure élevée à deux chiffres dans plusieurs pays, tels que la Turquie, l'Argentine, l'Égypte et le Nigéria.

À moyen terme, les risques inflationnistes restent toutefois significatifs, au vu des tensions géopolitiques persistantes, pouvant entraîner une perturbation des chaînes d'approvisionnement et un renchérissement des matières premières.

Des marchés financiers résilients dans un environnement incertain

Les marchés financiers internationaux ont évolué, tout au long de l'année 2025, dans un environnement marqué par la succession des tensions géopolitiques, commerciales et budgétaires, générant des évolutions différenciées selon les classes d'actifs.

Les marchés boursiers ont globalement affiché des performances solides, soutenues par la résilience macroéconomique et par l'émergence de nouvelles opportunités d'investissement liées notamment aux secteurs des technologies, de l'intelligence artificielle, de la santé et des énergies renouvelables.

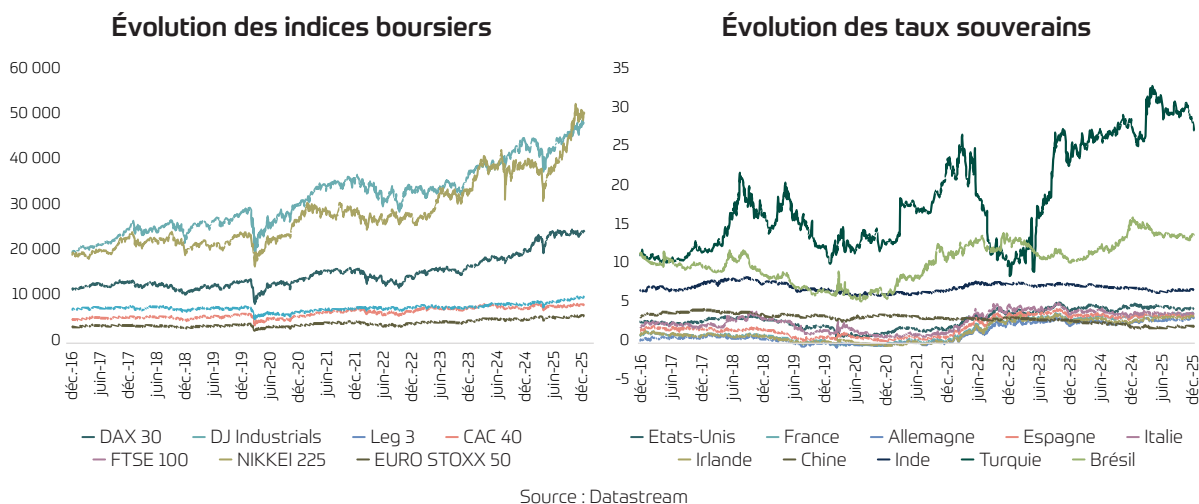
Ainsi, les principaux indices boursiers ont enregistré des performances remarquables, avec des hausses moyennes d'environ 11% pour l'Eurostoxx 50 et le FTSE 100, de 10% pour le Dow Jones Industrial et de 9% pour le Nikkei 225. L'indice MSCI EM a, pour sa part, rebondi de 14%, porté par la progression des bénéfices des entreprises et les mesures de relance mises en œuvre en Chine.

Toutefois, la concentration croissante des valorisations autour d'un nombre limité de grandes entreprises technologiques et celles liés à l'intelligence artificielle, pourrait accentuer les risques de correction sur les marchés boursiers et favoriser une propagation des tensions aux marchés financiers internationaux.

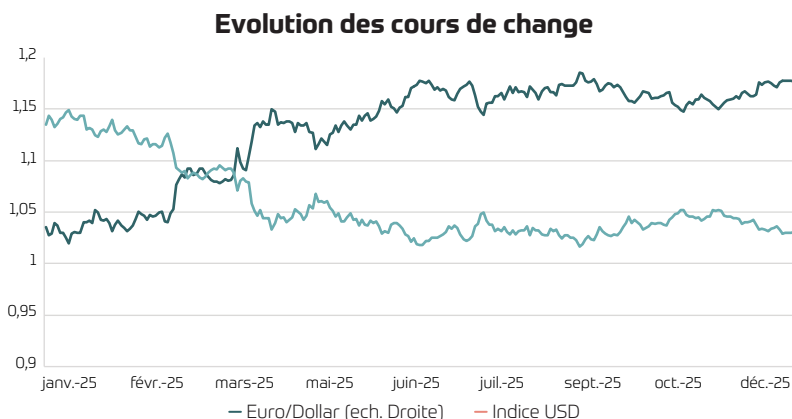
Sur les marchés obligataires, l'évolution des taux souverains est demeurée contrastée selon les pays, reflétant les préoccupations liées aux orientations des politiques budgétaires et monétaires ainsi que les incertitudes entourant la croissance économique et la soutenabilité des finances publiques.

Dans ce contexte, le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans a progressé, en moyenne, de 8 points de base, tandis que les évolutions observées dans les pays européens ont varié entre un repli de 12 points de base en Italie et une hausse de 39 points de base en France.

Au niveau des économies émergentes, les rendements souverains ont enregistré des évolutions différenciées, oscillant entre des replis en Chine et en Inde et des hausses dépassant 200 points de base au Brésil et en Turquie.



Les marchés de change ont également été marqués par un affaiblissement du dollar américain face à plusieurs monnaies, dans un contexte de tensions économiques et budgétaires aux États-Unis. Le dollar s'est notamment déprécié face à l'euro, qui s'est établi à 1,13 dollar en moyenne contre 1,08 en 2024.

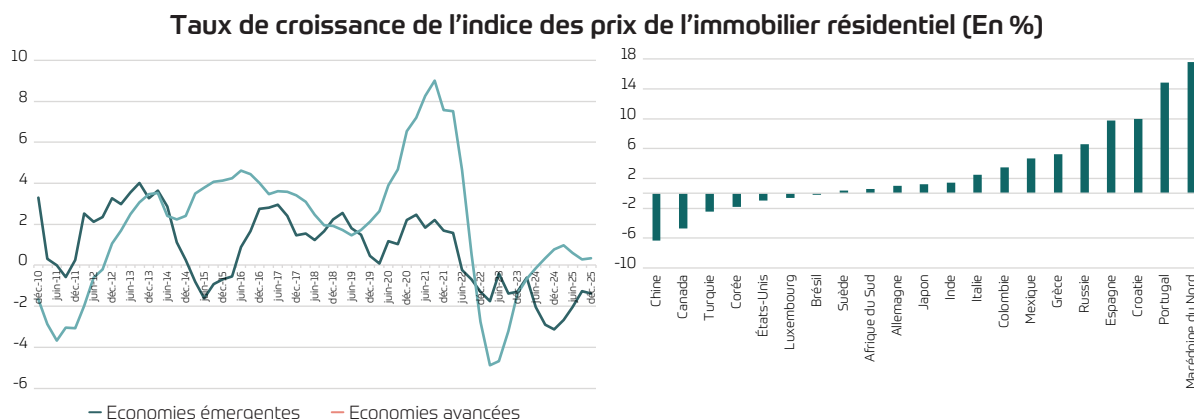


Des dynamiques contrastées sur les marchés immobiliers

Après les fortes perturbations enregistrées entre 2022 et 2024, sous l'effet du relèvement des taux d'intérêt et du ralentissement de l'activité économique, les marchés immobiliers ont montré des signes d'apaisement progressif en 2025, selon des rythmes toutefois différenciés d'un pays à l'autre.

Les économies avancées ont enregistré une légère hausse des prix résidentiels de 0,5%, couvrant notamment des progressions observées d'environ 3% dans la zone euro, de 4,4% en Suisse et de 1,2% au Japon, ainsi que des replis de l'ordre de 0,5% au Royaume-Uni, de 1% aux États-Unis, et de 4,7% au Canada.

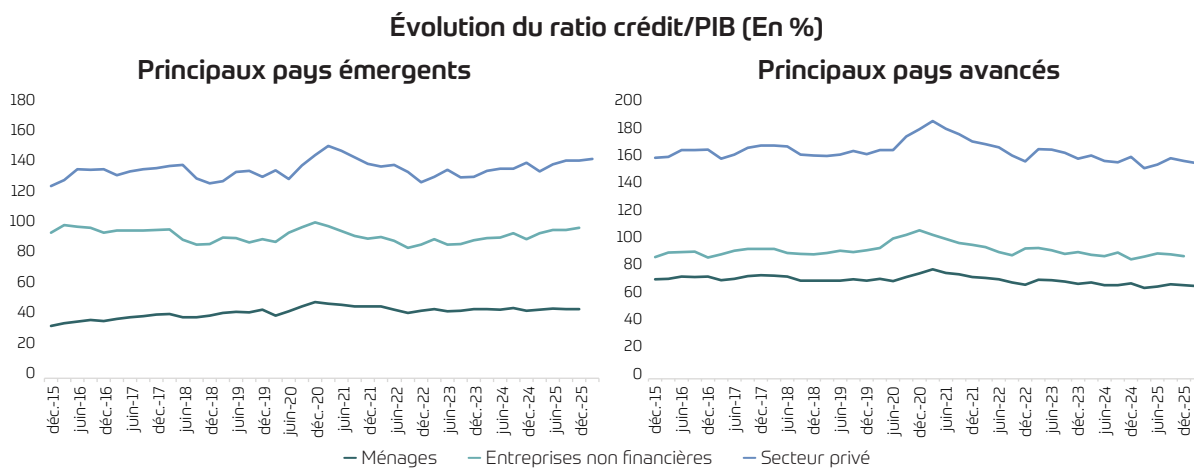
Dans les économies émergentes, la baisse des prix résidentiels s'est atténuée de -2,2% à -1,8%, principalement en lien avec le ralentissement du recul des prix dans certains pays, tels que la Chine et la Turquie, ainsi qu'avec la progression des prix dans des économies comme la Hongrie et le Mexique. Certains pays ont enregistré une décélération de la hausse des prix, à l'instar de la Russie du Brésil et du Chili.



Source : BRI

Une dette mondiale toujours élevée et source de vulnérabilités

L'endettement du secteur privé non financier a poursuivi sa progression en 2025, porté par l'augmentation de plus de 8% des crédits accordés aux ménages et aux entreprises, entraînant une hausse du ratio de dette rapportée au PIB. Dans les économies avancées, le ratio d'endettement des ménages est passé de 66,5% à 67,8% du PIB, tandis que celui des entreprises non financières a augmenté de 87,6% à 89,9%. Des évolutions similaires ont été observées dans les économies émergentes, passant de 44,5% à 45,6% et de 92% à 99,2%, respectivement.



Source : BRI

L'endettement public demeure, pour sa part, à des niveaux historiquement élevés dans plusieurs grandes économies avancées et émergentes, accentuant les préoccupations relatives à la soutenabilité budgétaire et aux risques de refinancement. En particulier, une dégradation de la perception des risques souverains pourrait entraîner un resserrement des conditions financières mondiales, une hausse des coûts de financement et une accentuation des risques de contagion via les interconnexions entre les secteurs bancaire et souverain.

Recrudescence des vulnérabilités susceptibles de fragiliser le système financier mondial

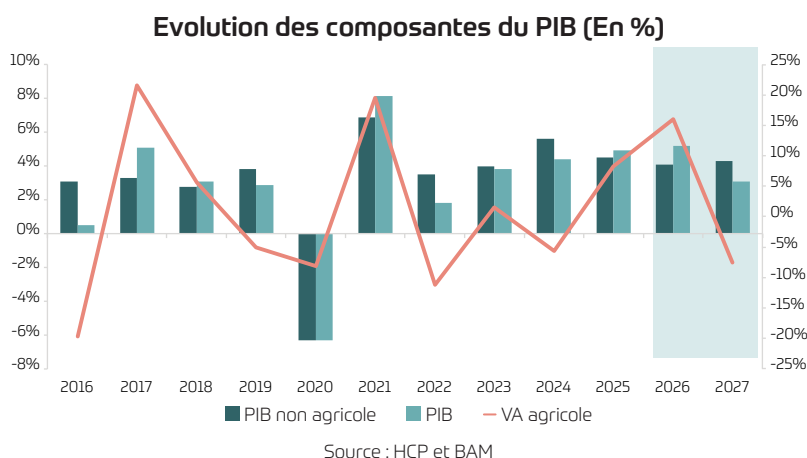
Malgré la résilience observée en 2025, le système financier mondial demeure exposé à plusieurs vulnérabilités susceptibles de s'amplifier en cas de matérialisation de chocs géopolitiques, financiers ou macroéconomiques. Les principales fragilités concernent notamment :

- Le niveau élevé de l'endettement public et les défis liés à la soutenabilité budgétaire dans plusieurs grandes économies ;
- La recrudescence des tensions sur les marchés financiers, notamment en cas de correction des valorisations dans le secteur des nouvelles technologies ;
- Le développement rapide du crédit privé et l'interconnexion croissante entre les institutions financières non bancaires et le système bancaire ;
- Les risques de liquidité et de refinancement auxquels sont exposées les économies les plus vulnérables ;
- Les tensions potentielles sur les marchés des matières premières dans un contexte marqué par une fragmentation géoéconomique persistante.

I.2. Développements macroéconomiques domestiques

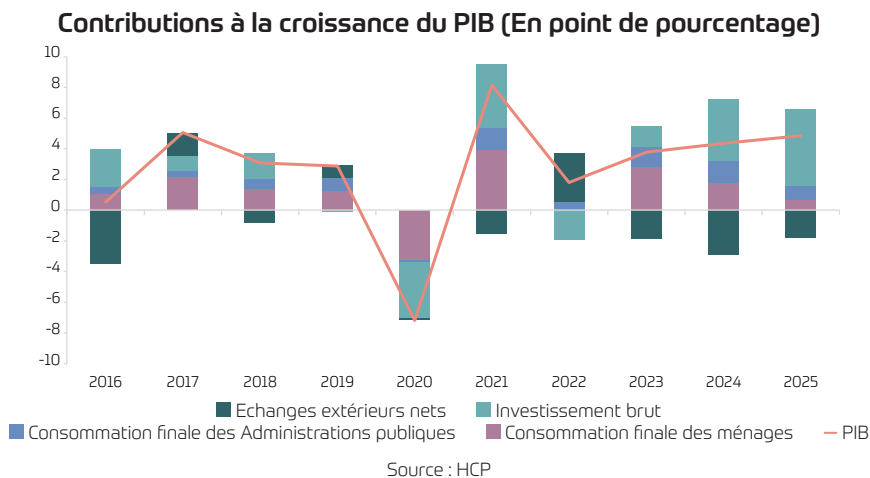
Accélération de la croissance à la faveur de la reprise des activités agricoles et du maintien d'un rythme soutenu des activités non agricoles

Au niveau national, la croissance s'est accélérée, passant de 4,4% à 4,9% en 2025, soit son rythme le plus élevé au cours des sept dernières années, compte non tenu du rebond ponctuel observé après le choc sanitaire. Cette évolution est principalement portée par la reprise des activités agricoles, dont la valeur ajoutée s'est accrue de 8,2% après un repli de 5,7% une année auparavant, ainsi que par le maintien d'un rythme soutenu des activités non agricoles, dont la valeur ajoutée a progressé de 4,5%, après 5,6% en 2024.



Avec une contribution de 6,6 points de pourcentage, la demande intérieure demeure le principal moteur de la croissance, tirée notamment par le redressement de l'investissement de 16,3% ainsi que par la progression de la consommation publique de 5,1% et de celle des ménages de 1,2%, soit des contributions respectives de 5 points, de 0,9 point et de 0,7 points à la croissance.

Cette dynamique s'est accompagnée d'une hausse des importations, donnant lieu à une contribution négative des échanges extérieurs nets à la croissance à hauteur de 1,7 points de pourcentage, malgré le maintien d'une progression soutenue des exportations, quoique à un rythme moins élevé qu'en 2024.



À moyen terme, les projections de Bank Al-Maghrib anticipent une accélération de la croissance à 5,2% en 2026, avant un retour à 3,1% en 2027, sous l'effet principalement d'un fort rebond de la valeur ajoutée agricole de 16% en 2026, suivi d'un repli en 2027 à 7,6%. Les activités non agricoles devraient, quant à elles, continuer d'évoluer à des rythmes soutenus, avec des progressions de 4,1% en 2026 puis de 4,3% en 2027. Bien que ces perspectives demeurent globalement favorables, elles restent tributaires notamment de l'évolution des conditions climatiques ainsi que de l'environnement géopolitique et économique international.

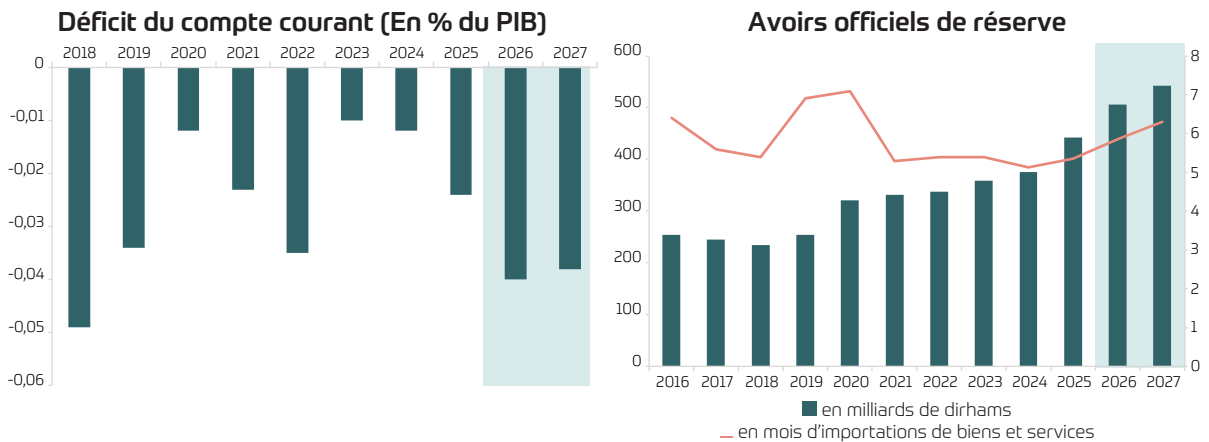
Pour sa part, l'inflation est restée modérée, ressortant en moyenne à 0,8% en 2025 après 0,9% une année auparavant, à la faveur d'un reflux des pressions inflationnistes importées. Selon les projections de Bank Al-Maghrib, elle devrait s'établir à 1,5% en 2026 puis à 2,1% en 2027.

Creusement du déficit du compte courant sous l'effet de l'aggravation du solde commercial

Le déficit du compte courant s'est creusé à 2,4% du PIB en 2025, après 1,2% une année auparavant, principalement sous l'effet de l'aggravation du déficit commercial, qui s'est établi à -352,3 milliards de dirhams, soit 20,5% du PIB. Cette détérioration est due à une accélération des importations de 8%, notamment des biens d'équipement et de consommation, conjuguée à une progression plus modérée des exportations de 3%, portée essentiellement par l'accroissement des ventes de phosphates et dérivés.

En parallèle, les recettes de voyages ont enregistré une forte progression de 21,1%, atteignant 138,6 milliards de dirhams, tandis que les transferts des Marocains résidant à l'étranger ont poursuivi leur dynamique positive pour s'établir à 122 milliards de dirhams, en hausse de 2,6% par rapport à l'année précédente. De même, les recettes des investissements directs étrangers ont progressé de 29,4% pour atteindre 60,6 milliards de dirhams, soit 3,5% du PIB, après 2,9% en 2024, alors que les investissements directs marocains à l'étranger ont reculé de 18,3% à 22 milliards.

Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserve se sont renforcés pour s'établir à 442,9 milliards de dirhams à fin 2025, représentant l'équivalent de 5 mois et 11 jours d'importations de biens et services. À moyen terme, tenant compte notamment des tirages extérieurs prévus du Trésor pour un montant avoisinant 45,3 milliards de dirhams, les avoirs officiels de réserve se renforceraient à 505,5 milliards en 2026 puis à 542 milliards en 2027, assurant une couverture équivalente à 5 mois et 26 jours puis à 6 mois et 9 jours d'importations de biens et services, respectivement.

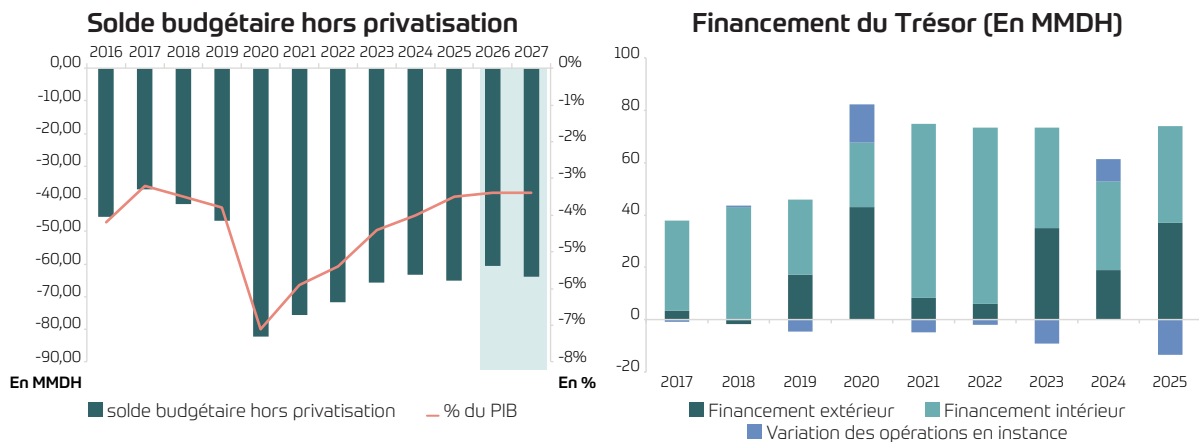


Source : BAM et Office des Changes

Poursuite de la consolidation budgétaire dans un contexte de besoins de financement élevés

L'exécution de la loi de finances au titre de l'année 2025 a fait ressortir un déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'État, de 60,5 milliards de dirhams, soit 3,5% du PIB, après 3,9% une année auparavant. Cette amélioration est attribuable à la progression des recettes fiscales et non fiscales, intégrant 40,1 milliards de dirhams issus des mécanismes de financement innovants, ainsi qu'à la baisse de la charge de compensation.

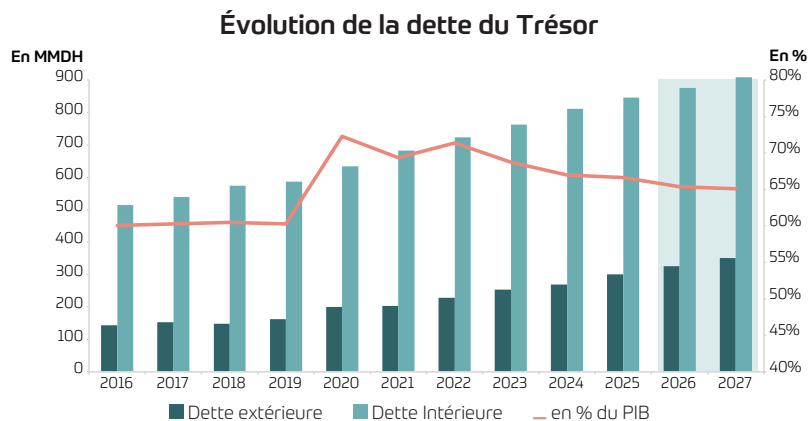
L'amélioration du solde budgétaire aurait toutefois été plus marquée en l'absence du déficit des comptes spéciaux du Trésor, qui s'est établi à 10,7 milliards de dirhams après 5,8 milliards une année auparavant.



Source : MEF et BAM

En parallèle, le besoin de financement du Trésor s'est accru à 74 milliards de dirhams, en hausse de 40,1% par rapport à 2024, reflétant notamment la réduction des opérations en instance de 13,5 milliards de dirhams. Ce besoin a été couvert quasiment à parts égales par des financements intérieurs à hauteur de 37,1 milliards de dirhams, et par le recours au marché extérieur pour un montant de 37 milliards.

Dans ce contexte, le ratio de la dette du Trésor a enregistré un recul de 0,4 point de PIB, revenant de 67% du PIB à fin 2024 à 66,6% en 2025. La structure de la dette demeure dominée par la composante intérieure, représentant 73,8% de l'encours total, contre 26,2% pour la dette extérieure. En valeur, la dette intérieure s'est établie à 845,2 milliards de dirhams et la dette extérieure à 299,8 milliards, en progression respective de 4,1% et de 11,1%.



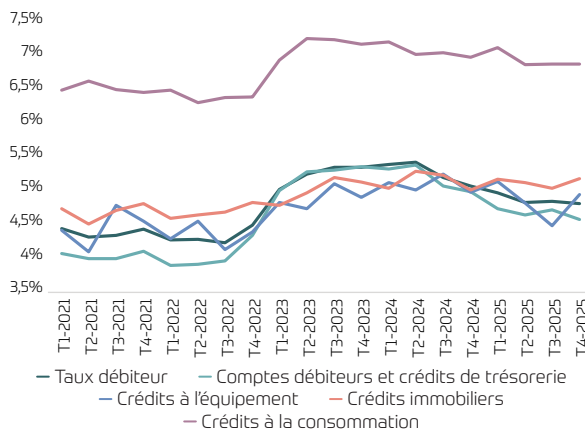
Source : MEF et BAM

Selon les projections de Bank Al-Maghrib, le déficit budgétaire hors privatisation devrait s'atténuer à 3,4% du PIB en 2026 puis à 3,3% en 2027, en lien notamment avec l'accroissement escompté des recettes fiscales et la baisse programmée de la charge de compensation. Le ratio de la dette du Trésor devrait poursuivre son allègement progressif pour revenir à 65,4% du PIB en 2026 puis à 65,1% en 2027.

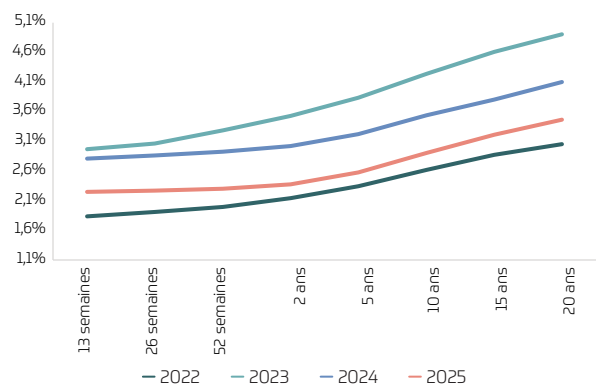
Accentuation du besoin de liquidité bancaire et accélération du crédit au secteur non financier

S'agissant des conditions monétaires, le besoin de liquidité des banques s'est accru à 131,7 milliards de dirhams à fin 2025, après 128 milliards une année auparavant, sous l'effet notamment de la progression de la circulation fiduciaire. Parallèlement, le taux de change effectif nominal du dirham s'est apprécié de 2,4% en glissement annuel, tandis que le taux de change effectif réel a enregistré une dépréciation de 1,8% sur la même période. Pour sa part, le taux débiteur moyen global s'est établi à 4,82% au quatrième trimestre 2025, en baisse de 26 points de base par rapport à la même période de 2024, en lien avec la poursuite de l'assouplissement monétaire. Cette orientation s'est accompagnée d'un repli des taux sur le marché secondaire des bons du Trésor, aussi bien sur les maturités courtes que longues.

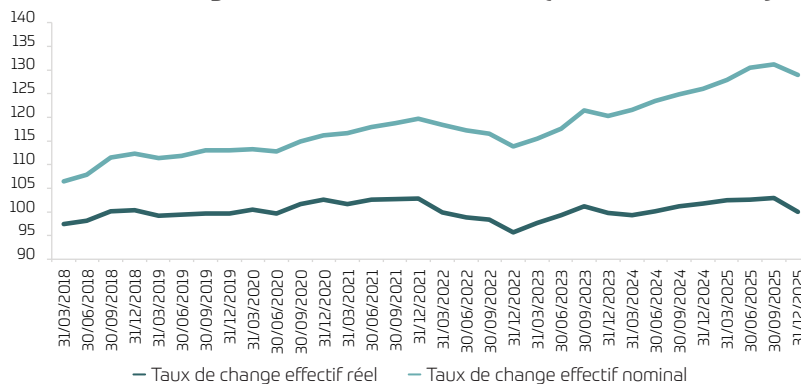
Taux d'intérêt débiteurs par objet économique



Taux moyen des bons du trésor sur le marché secondaire



Taux de change effectifs nominal et réel (base 100 en 2010)



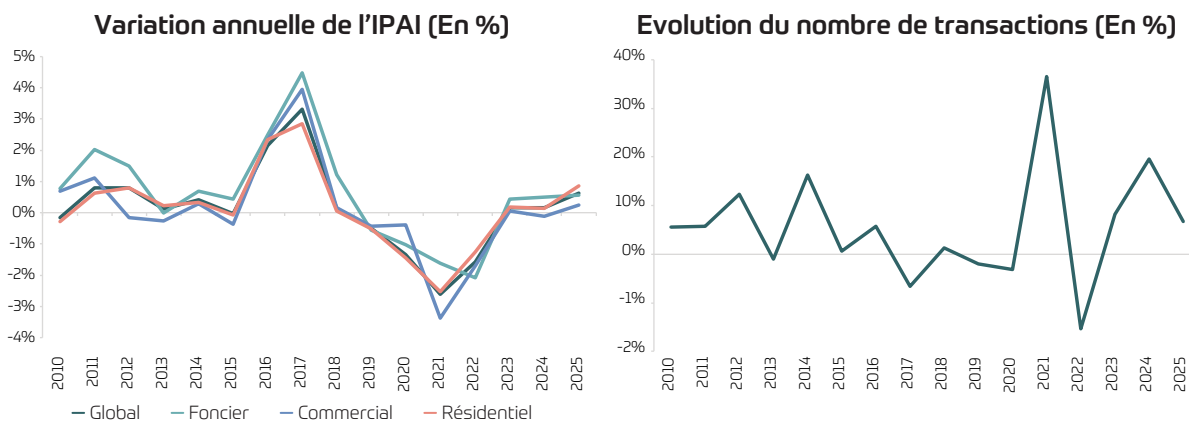
Le crédit bancaire au secteur non financier (SNF) a, quant à lui, accéléré à 4,8% en 2025 après 2,6% une année auparavant, en lien principalement avec la progression des prêts à l'équipement accordés aux entreprises privées. Cette évolution reflète à la fois le raffermissement de l'investissement et l'amélioration progressive des conditions de financement, dans le sillage de l'assouplissement monétaire engagé par Bank Al-Maghrib.

À moyen terme, la croissance du crédit au SNF devrait atteindre 6,8% en 2026 avant de revenir à 6,1% en 2027, globalement en ligne avec l'évolution prévue de l'activité économique et les anticipations du système bancaire.

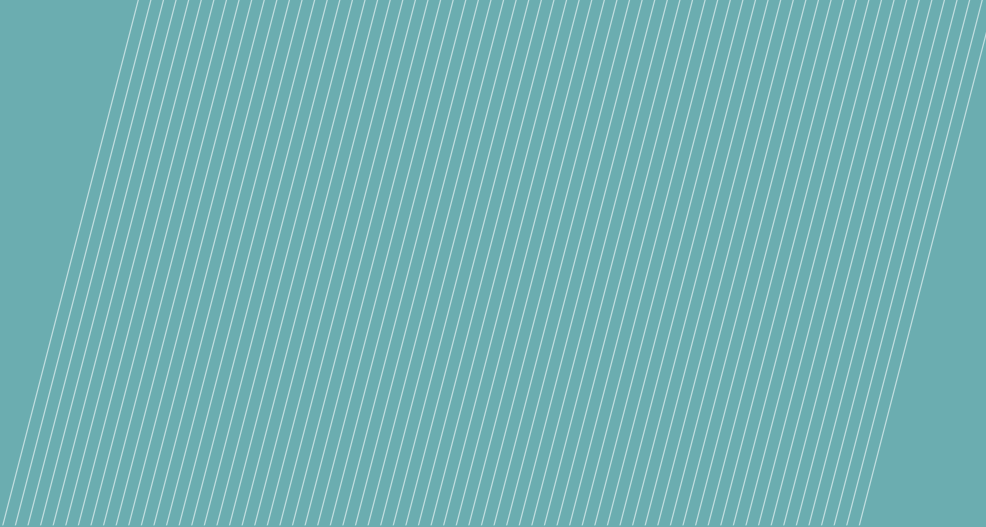
Appréciation modérée des prix des actifs immobiliers et poursuite de la reprise des transactions

Les prix des actifs immobiliers ont enregistré une légère appréciation de 0,6% en 2025, après 0,2% une année auparavant. Cette évolution recouvre des hausses de 0,9% des prix des biens résidentiels, de 0,6% de ceux des terrains et de 0,3% de ceux des biens à usage professionnel.

En parallèle, les transactions immobilières ont progressé de 6,6% en 2025, principalement portée par les ventes de biens à usage professionnel et de terrains, qui ont augmenté respectivement de 12,4% et 10,3%. Les ventes de biens résidentiels ont augmenté de 4,9%, vraisemblablement en lien avec la légère hausse des prix observée sur ce segment.



Source : BAM et ANCFCC



Situation financière des agents non financiers



Chapitre

Aperçu

Le patrimoine financier des ménages a poursuivi sa consolidation en 2025 pour s'établir à 1 192 milliards de dirhams. Les dépôts bancaires en demeurent la principale composante avec un encours de 935 milliards de dirhams, tandis que les placements en valeurs mobilières ont enregistré une forte progression de 40,1%, portant leur encours à 114 milliards de dirhams. Parallèlement, l'endettement des ménages a connu sa plus forte croissance depuis 2012, atteignant 456 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 27% du PIB, sous l'effet de la dynamique des crédits à l'habitat et à la consommation. Le taux de défaut s'est maintenu à un niveau relativement élevé de 10,3%

Par ailleurs, l'analyse des crédits contractés ou renouvelés en 2025 met en évidence une hausse du niveau d'endettement des particuliers. Le taux d'endettement moyen s'est ainsi établi à 36%, contre 34% en 2024 et la part des emprunteurs dont la charge de dette excède 40% de leurs revenus s'est élargie à 38%.

S'agissant des entreprises non financières, l'encours de la dette bancaire a progressé pour s'établir à 657 milliards de dirhams en 2025, représentant 39% du PIB. La dette obligataire a, pour sa part, enregistré une forte accélération pour atteindre 124 milliards de dirhams, dont 72% sont détenus par les entreprises non financières publiques. Les créances en souffrance ont atteint 74 milliards de dirhams gardant le taux de défaut au même niveau de 11,2%

L'analyse d'un échantillon de 116 406 entreprises non financières publiques et privées, représentant un chiffre d'affaires agrégé de 1 230 milliards de dirhams en 2024, fait ressortir un encours de dette financière de 535 milliards de dirhams. La dette financière à moyen et long terme représente 434 milliards de dirhams représentant 43% des capitaux permanents, contre 46% en 2023. La dette financière à court terme s'est élevée à 102 milliards de dirhams, soit près de 11% du chiffre d'affaires des entreprises concernées, en légère baisse par rapport à l'année précédente.

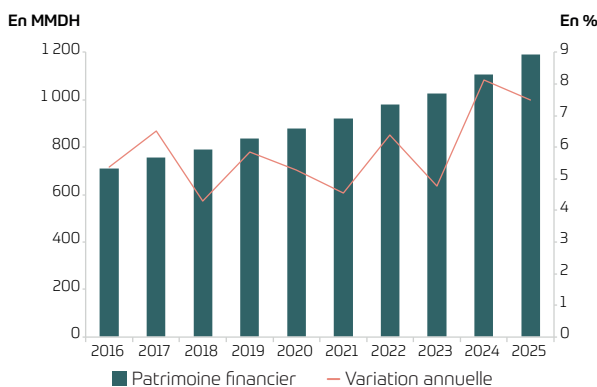
Les délais de paiement interentreprises ont poursuivi leur amélioration en 2024, dans le prolongement de la dynamique baissière amorcée depuis 2021, dans un contexte marqué par la mise en œuvre progressive de la loi n°69-21 relative aux délais de paiement. Le délai moyen de règlement des créances clients s'est ainsi établi à 98 jours de chiffre d'affaires contre 123 jours en 2023, tandis que les délais fournisseurs ont reculé à 70 jours d'achats après 80 jours une année auparavant. Cette amélioration s'est accompagnée d'une progression de la proportion des entreprises respectant le délai réglementaire de 60 jours, aussi bien pour les créances clients que pour les dettes fournisseurs. Des disparités demeurent toutefois selon la taille des entreprises et les secteurs d'activité. Les TPE continuent notamment d'afficher les délais clients les plus élevés, tandis que les secteurs de l'industrie manufacturière, de l'information et communication ainsi que des activités liées à l'eau, à l'assainissement et à la gestion des déchets demeurent caractérisés par des délais clients relativement longs. Les secteurs de l'agriculture, de la sylviculture et de la pêche ainsi que de l'industrie manufacturière enregistrent, quant à eux, les proportions les plus élevées d'entreprises présentant des délais fournisseurs supérieurs à 120 jours.

II.1. Ménages

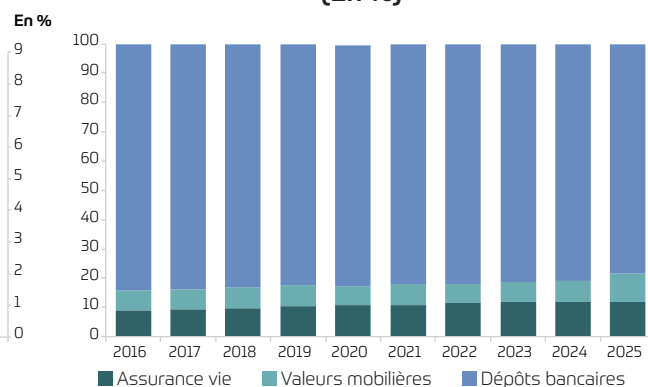
Poursuite du renforcement du patrimoine financier des ménages en 2025

Le patrimoine financier des ménages a continué de se consolider en 2025 pour atteindre 1 192 milliards de dirhams, enregistrant une progression de 7,5% après 8,1% une année auparavant. Cette dynamique, portée par la hausse de l'ensemble de ses composantes, traduit le renforcement de la capacité d'épargne financière des ménages. Elle s'est également accompagnée d'une diversification croissante des placements vers des actifs exposés au risque de marché, bien que les dépôts bancaires demeurent la principale composante du patrimoine financier des ménages.

Évolution du patrimoine financier des ménages



Structure du patrimoine financier des ménages (En %)



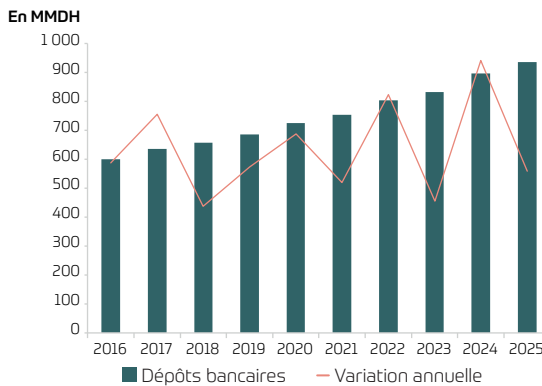
Source : BAM

Dynamique positive des dépôts bancaires, à un rythme toutefois moins soutenu

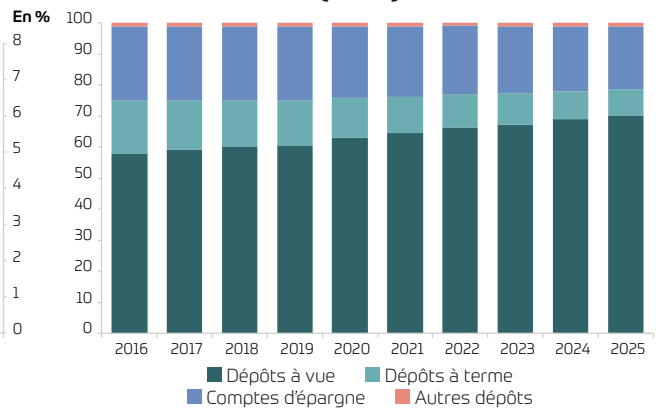
Les dépôts bancaires des ménages ont atteint 935 milliards de dirhams à fin 2025, en progression de 4,5%, après une hausse de 7,5% en 2024. Ils demeurent la principale composante de leur patrimoine financier, représentant près de 79% de l'encours total. Les dépôts collectés par les banques participatives ont, pour leur part, totalisé 13 milliards de dirhams, enregistrant une croissance de 13,4%. Cette évolution prolonge la dynamique soutenue observée depuis le lancement de cette activité en 2019, année au cours de laquelle leur encours s'établissait à seulement 2 milliards de dirhams.

La croissance des dépôts des ménages continue d'être principalement portée par les dépôts à vue, dont l'encours s'est accru de 6,6% pour atteindre 658 milliards de dirhams à fin 2025, après une progression de 10,1% une année auparavant. Leur poids dans l'ensemble des dépôts des ménages s'est ainsi renforcé pour s'établir 70%. Les comptes d'épargne ont également poursuivi leur progression, mais à un rythme plus modéré, avec une hausse de 2,6% après 2,9% en 2024, portant leur encours à 190 milliards de dirhams. Leur part dans le total des dépôts s'est maintenue autour de 20%.

Évolution des dépôts bancaires des ménages



Structure des dépôts bancaires des ménages (En %)

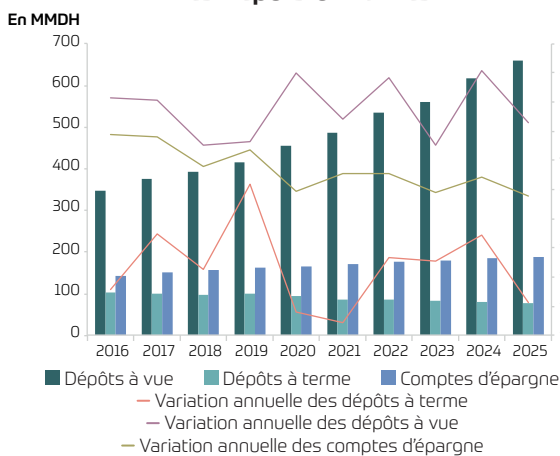


Source : BAM

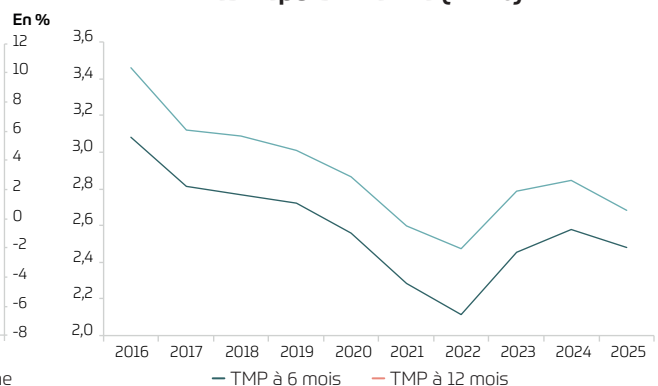
Une contraction structurelle des dépôts à terme qui se confirme

Le recul de l'intérêt des ménages pour les dépôts à terme s'est poursuivi en 2025, confirmant une tendance structurelle observée au cours de la dernière décennie. Leur encours est ainsi revenu de 103 milliards de dirhams en 2016 à 77 milliards en 2025, soit une baisse cumulée de près de 25%. Sur la même période, leur poids dans l'ensemble des dépôts bancaires des ménages s'est sensiblement réduit, passant de 17,2% à 8,2%. Cette évolution reflète l'effet combiné de plusieurs facteurs, notamment la diminution progressive de la rémunération offerte sur ces placements, la préférence des ménages pour les actifs liquides ainsi que l'orientation croissante d'une partie de l'épargne vers d'autres catégories de placements financiers.

Évolution des composantes des dépôts bancaires



Évolution des taux rémunérateurs des dépôts à terme (En %)

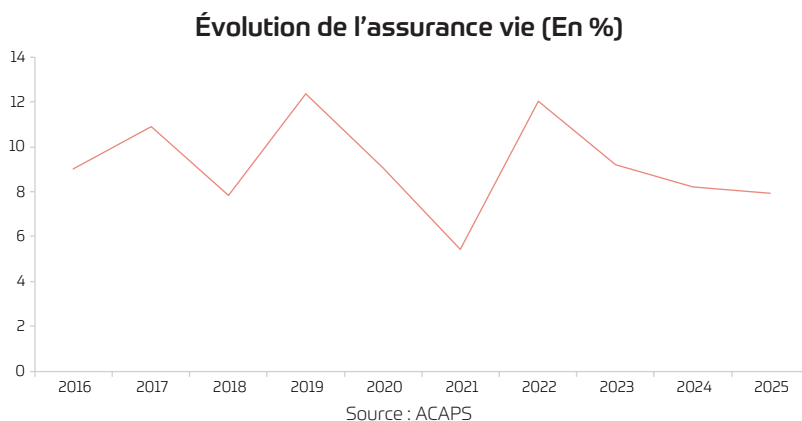


Source : BAM

La réorientation progressive des préférences d'épargne des ménages se traduit également dans la structure de financement du secteur bancaire. Les dépôts à terme représentent désormais moins de 9% des ressources bancaires, contre 22% il y a dix ans.

Maintien de la dynamique des placements en assurance-vie

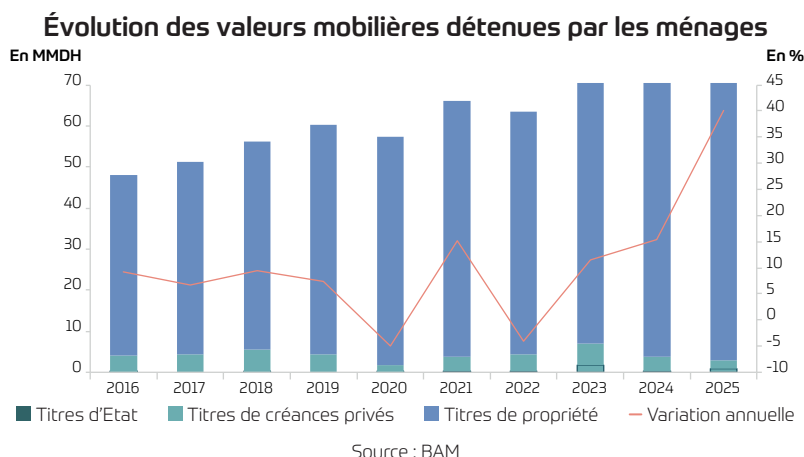
Les placements des ménages sous forme de contrats d'assurance-vie se sont accrus de 7,9% en 2025, pour la deuxième année consécutive. Leur part dans le patrimoine financier des ménages est demeurée stable à près de 12% en 2025.



Forte accélération des placements en valeurs mobilières

Les placements des ménages en valeurs mobilières ont enregistré une croissance marquée de 40,1% en 2025, après une hausse de 15,5% en 2024, pour s'établir à 114 milliards de dirhams. Leur part dans le patrimoine financier total est ainsi passée de 7,3% en 2024 à 9,4% en 2025.

La structure de ces placements demeure largement dominée par les actions, qui représentent près de 97% de l'encours total après une progression de 43,2% à 111 milliards de dirhams. Les obligations privées ont, à l'inverse, poursuivi leur repli, leur encours revenant à 2 milliards de dirhams après une baisse de 36,6%, ramenant leur part à 1,9% contre 4,2% en 2024. Les détentions de titres souverains, bien que d'un montant encore modeste, ont enregistré une progression notable, passant de 373 millions à 780 millions de dirhams.

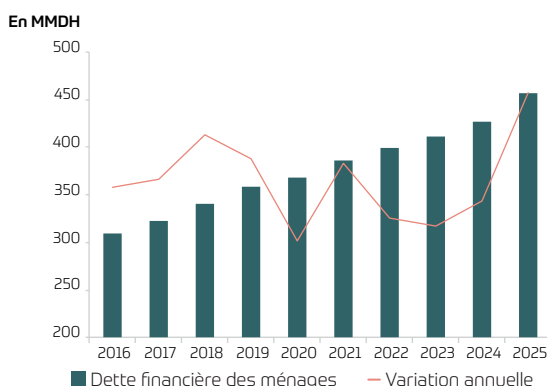


Accélération marquée de l'endettement des ménages, la plus forte depuis 2012

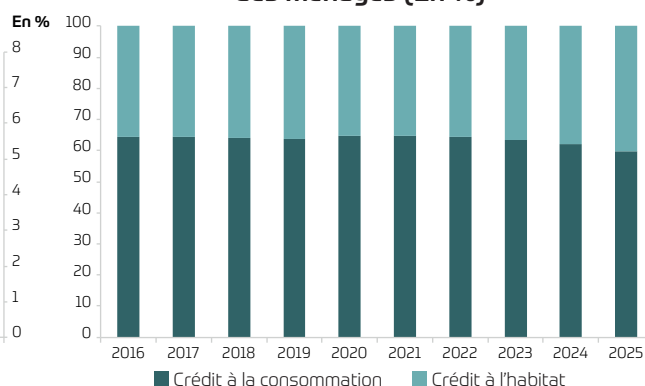
L'encours total de la dette des ménages s'est établi à 456 milliards de dirhams en 2025, en progression de 6,9%. Ce rythme de croissance dépasse nettement celui de 3,9% enregistré en 2024 ainsi que la moyenne annuelle de 4,2% observée sur la période 2016-2023. Il s'agit de la hausse la plus soutenue depuis 2012, dans un contexte marqué par un assouplissement des conditions de financement.

La structure de cette dette demeure relativement stable, les crédits à l'habitat représentant 60% de l'encours total, contre 40% pour les crédits à la consommation. Les financements accordés dans le cadre de la finance participative ont, pour leur part, poursuivi leur progression, atteignant 32 milliards de dirhams à fin 2025, en hausse de 20,7% par rapport à l'année précédente.

Évolution de la dette financière des ménages



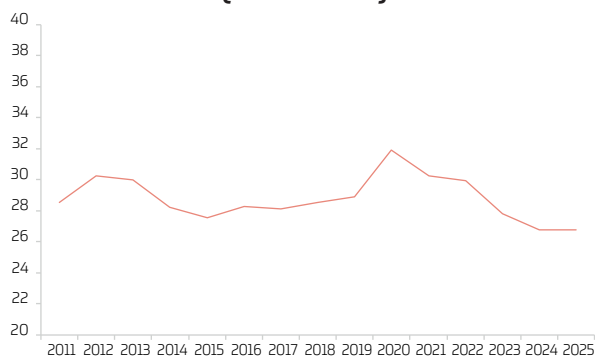
Composition de la dette financière des ménages (En %)



Source : BAM

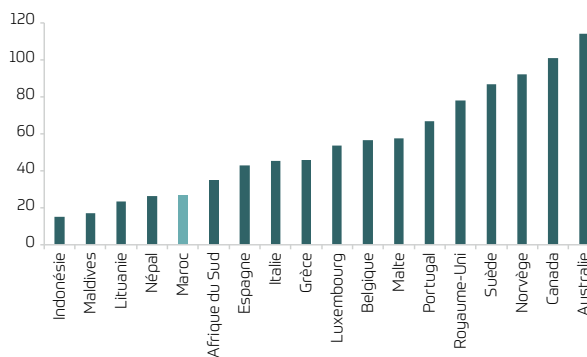
En proportion du produit intérieur brut, la dette financière des ménages est demeurée stable à 27% en 2025, un niveau identique à celui observé l'année précédente, qui demeure relativement plus élevé que dans les pays en développement et certaines économies émergentes, mais reste inférieur à celui des économies avancées.

Dettes financières des ménages marocains (En % du PIB)



Source : BAM

Dettes des ménages (En % du PIB)



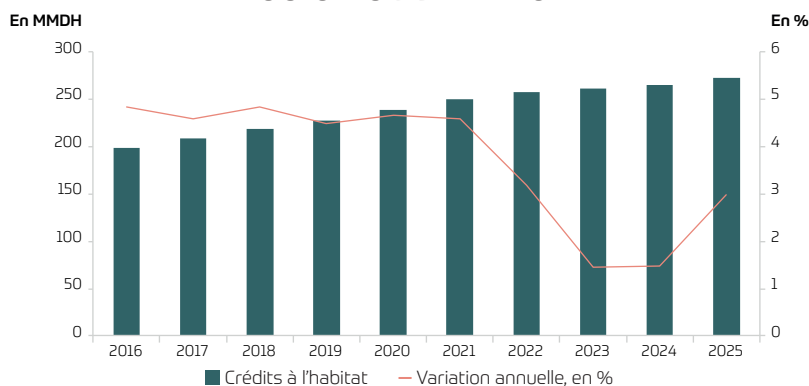
Source : FMI

L'encours de la dette des ménages résidant au Maroc a atteint 433 milliards de dirhams en 2025, en hausse de 6,8% après 3,9% en 2024. Il représente 95% de l'endettement financier total des ménages et équivaut à 25% du produit intérieur brut. Les crédits accordés aux Marocains résidant à l'étranger (MRE) ont également enregistré une accélération de leur croissance, leur encours atteignant 23 milliards de dirhams à fin 2025, en progression de 7,9% après 2,7% en 2024. Rapporté aux transferts des MRE, le volume des crédits bancaires représente 19%.

Légère accélération de la croissance du crédit à l'habitat, qui demeure toutefois en-deçà des niveaux historiques

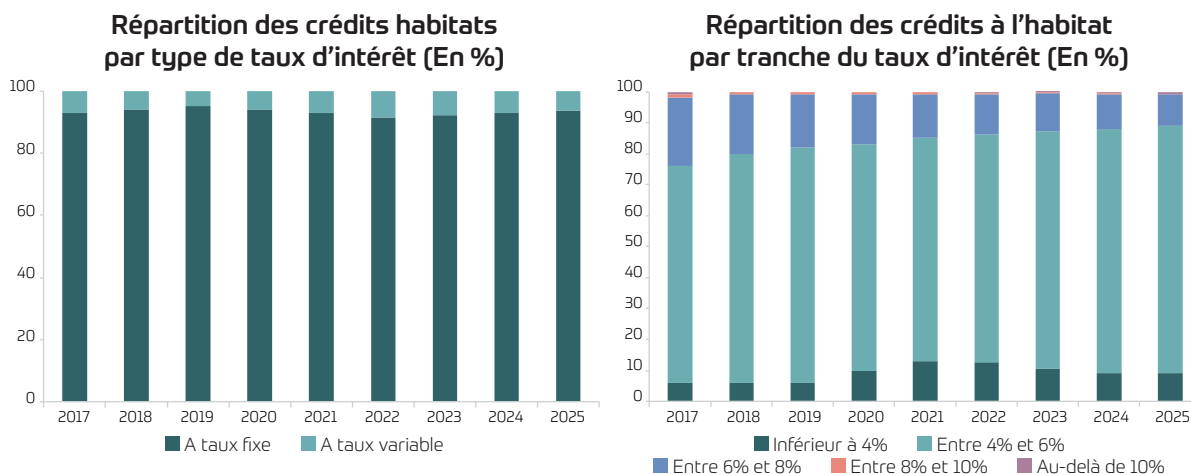
L'encours des crédits à l'habitat s'est établi à 273 milliards de dirhams en 2025, en hausse de 3%, après une progression de 1,5% en 2023 et en 2024. Malgré cette accélération, son rythme de croissance reste inférieur à la moyenne annuelle de 4,4% observée sur la période 2016-2022.

Évolution du crédit à l'habitat



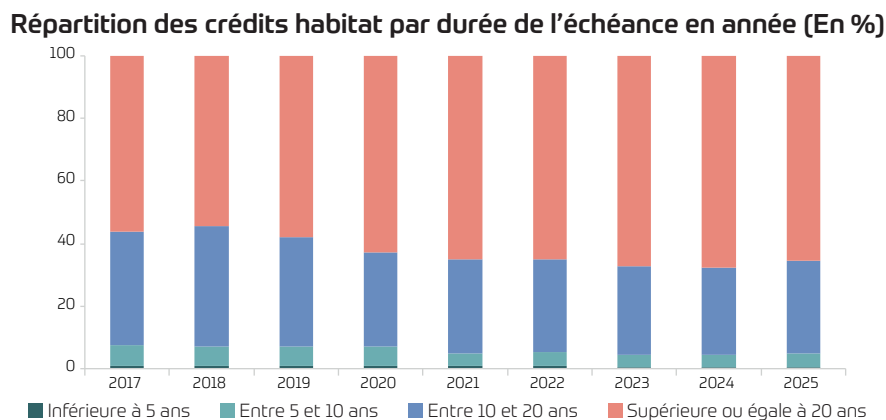
Source : BAM

La structure des crédits à l'habitat selon la tranche de taux d'intérêt appliquée demeure largement dominée par les financements à taux fixe. Les crédits assortis d'un taux compris entre 4% et 6% constituent la catégorie prédominante, avec une part de 80% de l'encours total. En parallèle, la part des crédits dont le taux est compris entre 6% et 8% a poursuivi son recul pour s'établir à 10%, confirmant une tendance baissière observée depuis 2017, année où cette catégorie représentait 22% de l'encours. Les crédits dont le taux est inférieur à 4% sont restés stables à 9%, tandis que ceux portant un taux supérieur à 8% continuent de représenter une part marginale, inférieure à 1%.



Source : BAM

La ventilation des crédits à l'habitat selon leur durée initiale met en évidence la prédominance des financements de long terme. Les prêts d'une maturité supérieure ou égale à 20 ans représentent près des deux tiers de l'encours total, tandis que ceux dont la durée est comprise entre 10 et 20 ans en concentrant 30%. A l'opposé, les financements de maturité plus courte demeurent peu développés. Les prêts compris entre 5 et 10 ans ne représentent que 4% de l'encours, alors que ceux d'une durée inférieure à 5 ans restent marginaux, avec une part inférieure à 1%.



Source : BAM

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

En 2025, l'encours total des prêts au logement encouragés par l'État s'est établi à environ 40 milliards de dirhams, en repli de 2,7% par rapport à 2024. Il s'agit du quatrième recul annuel consécutif, après des baisses de 1,3% en 2024, 5,1% en 2023 et 3,2% en 2022.

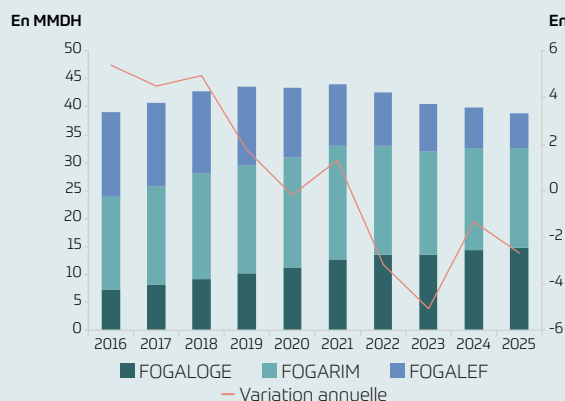
Dans ce contexte, le poids de ces financements dans l'encours total des crédits à l'habitat a poursuivi sa contraction, revenant à 14,2% en 2025 contre 15,1% en 2024 et 19,1% en 2019, confirmant une tendance baissière observée depuis plusieurs années.

Le programme Damane Assakane, qui regroupe les fonds FOGALOGÉ et FOGARIM, a totalisé près de 33 milliards de dirhams en 2025, un niveau quasiment stable par rapport à l'année précédente, après une progression de 1,9% en 2024. Cette stabilité recouvre toutefois des évolutions contrastées entre les deux dispositifs. L'encours du FOGALOGÉ a progressé de 2,1% pour atteindre près de 15 milliards de dirhams, après une hausse de 7,5% en 2024, tandis que celui du FOGARIM s'est contracté de 1,8% à environ 18 milliards de dirhams, prolongeant le recul de 2,3% observé une année auparavant.

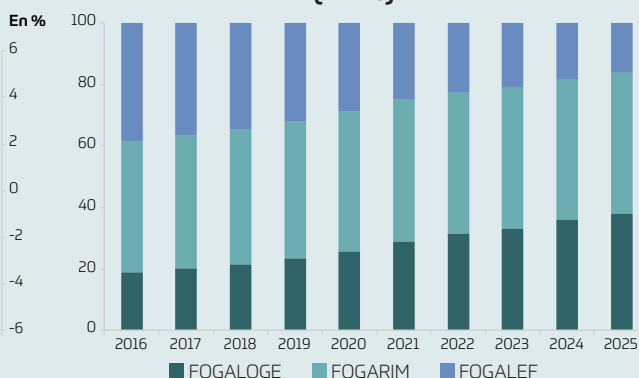
Distinct du programme Damane Assakane, l'encours du FOGALEF s'est établi à près de 6 milliards de dirhams en 2025, en baisse de 14,3%, poursuivant ainsi la tendance baissière observée depuis plusieurs années.

En termes de répartition, le FOGARIM demeure le principal dispositif de financement encouragé, représentant 45,8% de l'encours total des prêts au logement soutenus par l'État, suivi du FOGALOGÉ avec une part de 38,1%, tandis que le FOGALEF en représente 16,2%. En 2024, ces proportions s'établissaient respectivement à 45,3%, 36,3% et 18,4%.

Évolution des crédits encouragés par l'État



Répartition des crédits encouragés par l'État (En %)

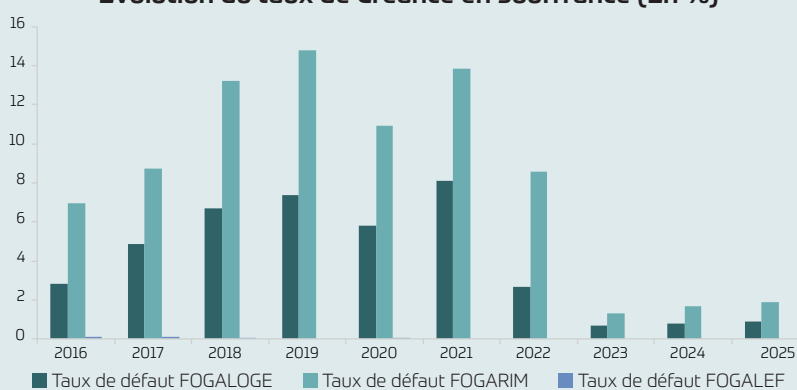


Source : TAMWILCOM

S'agissant des prêts garantis par l'État accordés dans le cadre du financement participatif, leur encours s'est établi à 224 millions de dirhams.

Le taux de créances en souffrance des prêts FOGARIM s'est établi à 1,9%, après 1,7% en 2024. Celui des prêts FOGALOGÉ a atteint 0,9%, contre 0,8% une année auparavant. À l'échelle du programme Damane Assakane, ce ratio ressort à 1,4%, après 1,3% en 2024. Ces niveaux demeurent nettement inférieurs à ceux enregistrés jusqu'en 2022, année où les taux de défaut atteignaient respectivement 8,6% pour le FOGARIM, 2,7% pour le FOGALOGÉ et 6,2% pour l'ensemble du programme. Les prêts FOGALEF continuent, pour leur part, d'enregistrer un taux de défaut nul depuis 2018.

Évolution du taux de Créance en souffrance (En %)

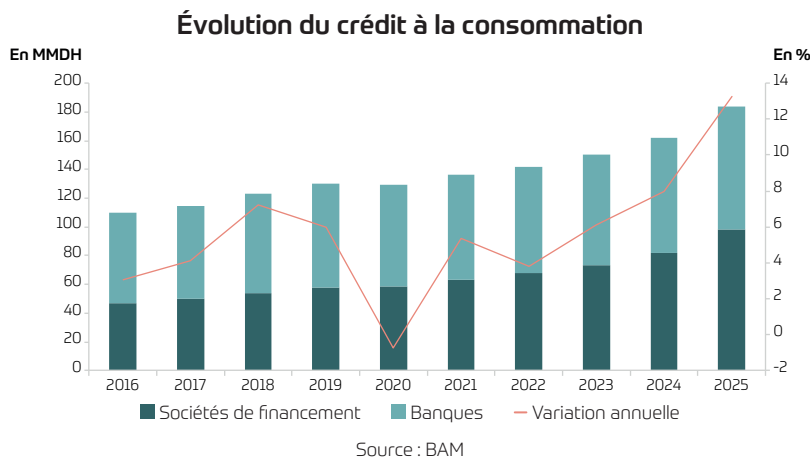


Source : TAMWILCOM

Forte accélération de la croissance du crédit à la consommation

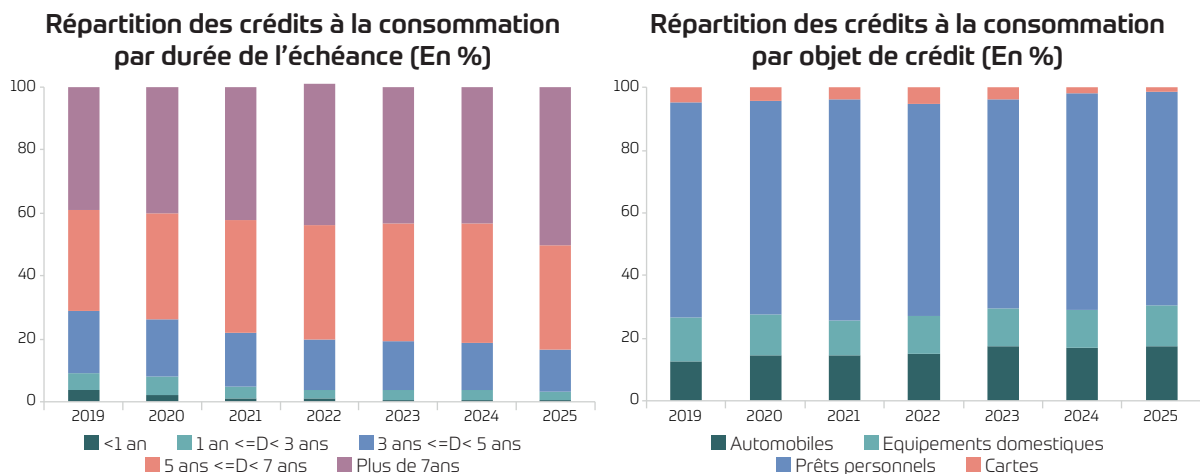
L'encours des crédits à la consommation s'est établi à 183 milliards de dirhams en 2025, enregistrant une croissance de 13,2% après 7,9% en 2024. Cette forte accélération reflète essentiellement le dynamisme des sociétés de financement, dont les encours ont progressé de 21% pour atteindre 99 milliards de dirhams. Les crédits distribués par les banques ont connu une évolution plus modérée, avec une hausse de 5,6% portant leur encours à 85 milliards de dirhams.

La structure du marché des crédits à la consommation a ainsi continué d'évoluer au profit des sociétés de financement, dont la part a gagné 3 points de pourcentage pour atteindre 53% en 2025, tandis que celle des banques a reculé dans la même proportion, revenant à 47%.



L'analyse de la répartition des crédits à la consommation selon leur finalité met en évidence la prédominance des prêts personnels dont la part s'élève à 68% en 2025. Les crédits destinés à l'acquisition d'automobiles occupent la deuxième position avec une part de 18%. Les financements affectés à l'achat d'équipements domestiques et les cartes de crédit se maintiennent dans des proportions relativement stables de 13% et 2% respectivement.

La ventilation des crédits à la consommation selon leur durée initiale confirme, par ailleurs, la poursuite de l'allongement des maturités observé au cours des dernières années. Les financements d'une durée supérieure ou égale à 7 ans ont connu une progression soutenue depuis 2019 pour constituer 50% de l'encours global. Les crédits d'une durée comprise entre 5 et 7 ans ont vu leur part reculer à 33%, tandis que ceux de maturité plus courte poursuivent leur contraction. Les prêts remboursables sur une période de 3 à 5 ans représentent ainsi 14% de l'encours, alors que ceux d'une durée comprise entre 1 et 3 ans ne comptent plus que pour 3%. Les financements d'une durée inférieure à un an demeurent, quant à eux, marginaux, avec une part quasi nulle en 2024 comme en 2025.



Encadré n° 2 : Endettement des personnes physiques et ratio DSTI (Service Debt To Income/ Service de la Dette sur le revenu)

La présente étude analyse l'endettement des particuliers à partir des données collectées annuellement auprès des principales sociétés de crédit à la consommation et de certaines banques de la place.

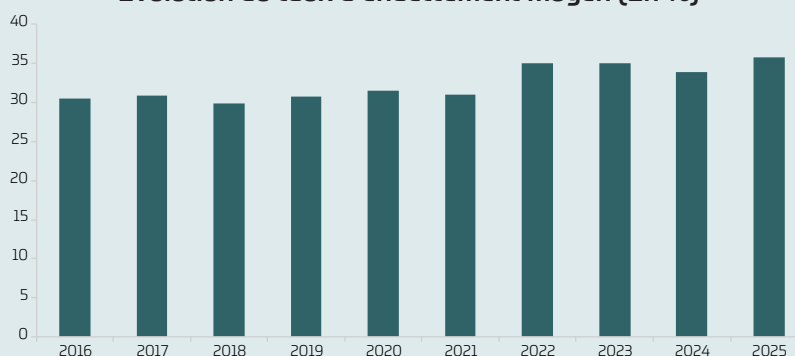
L'étude examine le profil des emprunteurs selon leur catégorie socioprofessionnelle, leur tranche d'âge et leur niveau de revenu, avec un focus sur ceux dont la charge de dette excède 40%.

Analyse du ratio DSTI au titre de l'année 2025

L'analyse repose sur les données transmises par les établissements de crédit, couvrant 639 013 dossiers de particuliers ayant renouvelé ou contracté un nouveau crédit au cours de l'année 2025.

Après traitement et fiabilisation des informations, le taux d'endettement moyen s'est établi à 36% en 2025, après 34% en 2024 et 35% en 2023. Il demeure, par ailleurs, supérieur à la moyenne de 31% observée sur la période 2015-2022, confirmant une tendance graduelle à l'alourdissement de la charge d'endettement des particuliers.

Évolution du taux d'endettement moyen (En %)



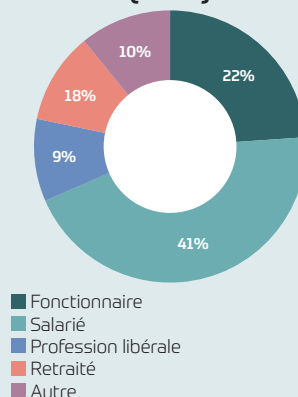
1.1. Endettement des particuliers : caractéristiques socio-professionnelles

La structure de l'endettement des particuliers met en évidence une prédominance des salariés (public et privé), dont la part atteint 63% en 2025, contre 60% en 2024.

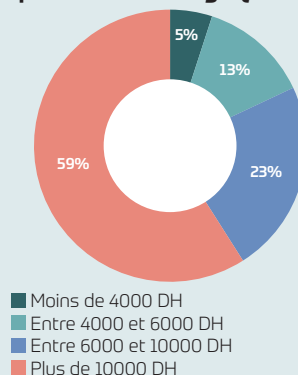
Les fonctionnaires affichent, à cet égard, le taux d'endettement moyen le plus élevé, à 44%, contre 34% pour les salariés du secteur privé. Les retraités, qui représentent 18% des emprunteurs, présentent également un niveau relativement élevé de 36%. A l'opposé, les professions libérales, qui concentrent 9% des dossiers, affichent un taux d'endettement moyen plus modéré de 32%.

L'analyse par niveau de revenu montre que le crédit demeure concentré sur les ménages les plus aisés. Les emprunteurs disposant d'un revenu mensuel supérieur à 10.000 dirhams représentent ainsi 59% des crédits, avec un taux d'endettement moyen de 34%. Les niveaux les plus élevés sont toutefois observés parmi les ménages à revenus intermédiaires, dont le taux d'endettement se situe entre 37% et 38%, traduisant une charge financière relativement plus importante au regard de leurs revenus. Les ménages à faibles revenus, percevant moins de 4.000 dirhams par mois, ne concentrent que 5% des crédits mais affichent un taux d'endettement comparable, de l'ordre de 34%, ce qui peut limiter leur capacité d'absorption en cas de détérioration de leur situation financière.

Répartition des bénéficiaires** par catégorie socioprofessionnelle (En %)

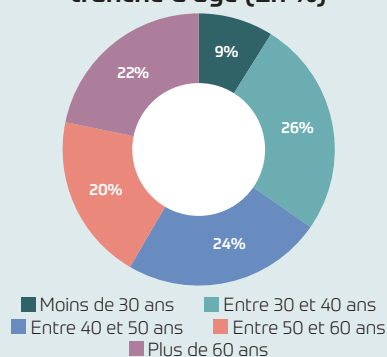


Répartition des bénéficiaires** par tranche d'âge (En %)



La distribution des crédits par âge fait ressortir une forte concentration sur les classes d'âge actives, les emprunteurs âgés de 30 à 40 ans et de 40 à 50 ans représentant respectivement 26% et 24% des bénéficiaires. Les taux d'endettement les plus élevés sont néanmoins observés parmi les personnes âgées de 50 à 60 ans, avec une moyenne de 39%. Les emprunteurs de 60 ans et plus affichent également un niveau relativement élevé de 35%, alors que les moins de 30 ans présentent le taux le plus faible, à 29%, pour une part de 9% des bénéficiaires.

Répartition des bénéficiaires** par tranche d'âge (En %)



Dans l'ensemble, l'analyse fait ressortir une hétérogénéité des niveaux d'endettement selon les catégories de ménages. Les taux observés demeurent globalement contenus, mais certaines populations présentent des charges d'endettement plus élevées, susceptibles d'accroître leur sensibilité à une dégradation des conditions économiques ou financières.

1.2. Endettement des particuliers : Charge de dette dépassant 40% du revenu

La proportion des particuliers présentant un taux d'endettement supérieur à 40% a poursuivi sa progression pour atteindre 38% en 2025, après 32% en 2024, soit un niveau sensiblement supérieur à la moyenne de 28% observée sur la période 2015-2023. Ces emprunteurs concentrent par ailleurs 45% de l'encours total des crédits, contre 41% un an auparavant.

Part des bénéficiaires ** ayant un taux d'endettement supérieur à 40% (En %)

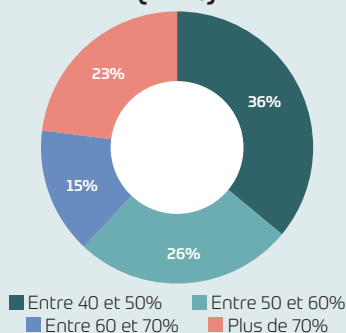


(**) Bénéficiaires de nouveaux crédits auprès des principaux établissements de crédit en 2024

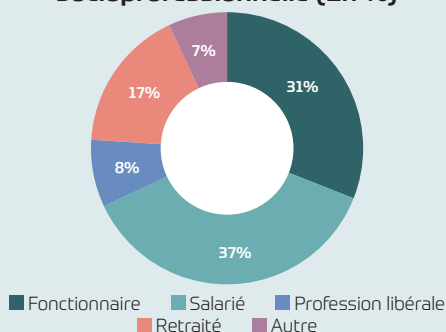
La répartition par niveau d'endettement au sein de cette catégorie met en évidence un glissement vers les tranches les plus élevées par rapport à l'année précédente. La part des emprunteurs dont le taux d'endettement est compris entre 40% et 50% recule légèrement, passant de 38% à 36%, tandis que celle des emprunteurs situés dans la tranche de 50% à 60% progresse de 24% à 26%. Les tranches supérieures, comprises entre 60% et 70% et au-delà de 70%, demeurent globalement stables, à respectivement 15% et 23%.

Par catégorie socioprofessionnelle, les fonctionnaires et les salariés du secteur privé concentrent 68% des bénéficiaires, une part stable par rapport à 2024. Les niveaux d'endettement demeurent élevés pour l'ensemble des profils, atteignant 63% pour les fonctionnaires, 61% pour les retraités, 59% pour les professions libérales et 56% pour les salariés.

Répartition des bénéficiaires ayant un taux d'endettement supérieur à 40% par niveau d'endettement (En %)**



Répartition des bénéficiaires ** ayant un taux d'endettement supérieur à 40% par catégorie socioprofessionnelle (En %)



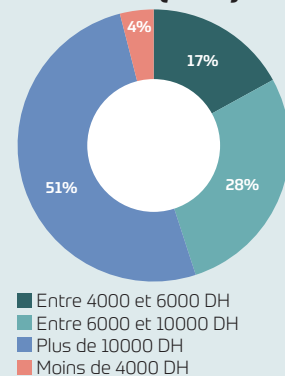
Par niveau de revenu, les emprunteurs disposant d'un revenu supérieur à 10 000 DH concentrent 51% du montant total des crédits accordés. Les tranches comprises entre 6 000 et 10 000 DH et entre 4 000 et 6 000 DH représentent respectivement 28% et 17%, tandis que les particuliers à revenu inférieur à 4 000 DH demeurent faiblement représentés, avec une part de 5%.

Les taux d'endettement moyens apparaissent, en revanche, plus élevés pour les tranches de revenus les plus modestes. Ils s'établissent à 58% pour les emprunteurs disposant d'un revenu supérieur à 10 000 dirhams, à 59% pour ceux dont le revenu est compris entre 6 000 et 10 000 dirhams et à 60% pour la tranche située entre 4 000 et 6 000 dirhams. Les ménages percevant moins de 4 000 dirhams affichent, quant à eux, le niveau le plus élevé, à 62%.

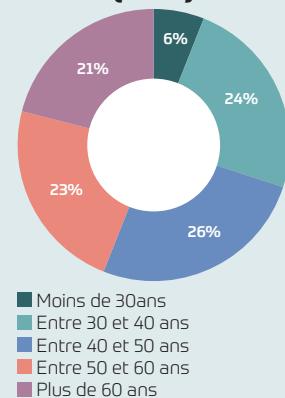
La ventilation des emprunteurs par âge met en évidence une distribution relativement homogène entre les principales classes d'âge. Les personnes âgées de 40 à 50 ans constituent le groupe le plus représenté avec 26% des bénéficiaires, suivies des tranches de 30 à 40 ans et de 50 à 60 ans qui en concentrent respectivement 24% et 23%. Les emprunteurs âgés de 60 ans et plus représentent 21% des bénéficiaires, tandis que les moins de 30 ans demeurent minoritaires avec une part de 6%.

L'analyse des taux d'endettement fait ressortir une charge financière plus élevée parmi les emprunteurs les plus âgés. Les catégories des 50-60 ans et des 60 ans et plus affichent ainsi un taux moyen de 61%, contre 58% pour les 40-50 ans. Les moins de 30 ans présentent, quant à eux, le niveau le plus faible, à 55%.

Répartition des bénéficiaires ayant un taux d'endettement supérieur à 40% par tranche de revenu (En %)**



Répartition des bénéficiaires ayant un taux d'endettement supérieur à 40% par tranche d'âge (En %)**



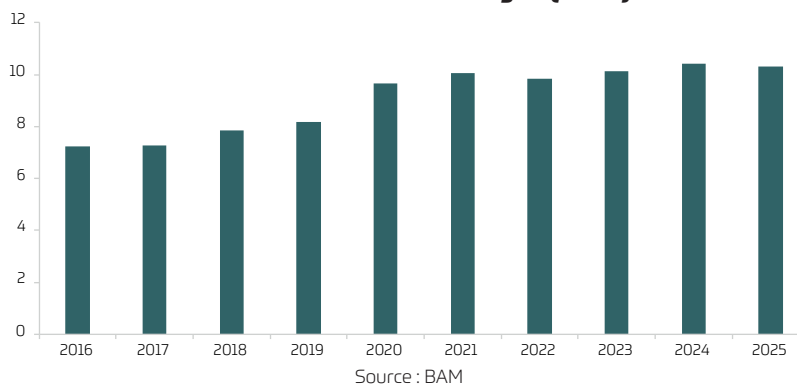
Maintien des créances en souffrance des ménages à un niveau élevé

Les créances en souffrance des ménages ont atteint 47 milliards de dirhams en 2025, enregistrant une hausse de 5,8% après 6,6% en 2024. Rapporté à l'encours total des crédits aux ménages, le taux de défaut s'est établi à 10,3%, contre 10,4% une année auparavant.

Par type d'établissement, les banques ont enregistré un encours de créances en souffrance de 36 milliards de dirhams, en augmentation de 4,3%. Leur taux de défaut s'est maintenu à 10% tel qu'en 2024. Les sociétés de financement ont, pour leur part, comptabilisé 11 milliards de dirhams de créances en souffrance, en hausse de 11,1%, avec un taux de défaut de 11,3%, contre 12,3% en 2024.

Ventilés par catégorie de ménages, les créances en souffrance des résidents au Maroc se sont établies à 46 milliards de dirhams en 2025, en progression de 6,1%, tout en maintenant leur taux de défaut à 10,5%. Celles des Marocains résidant à l'étranger (MRE) ont reculé de 1,5% pour atteindre à 2 milliards de dirhams. Leur taux de défaut s'est ainsi replié à 6,5%, contre 7,1% en 2024.

Taux de défaut des ménages (En %)

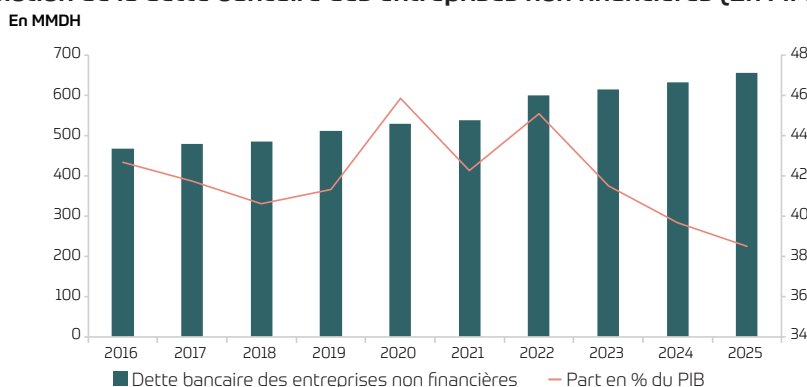


II.2. Entreprises non financières

Progression modérée de la dette bancaire des entreprises non financières, avec une stabilisation de sa structure

En 2025, l'encours des prêts bancaires accordés aux entreprises non financières a progressé de 3,6%, après 3,1% en 2024, pour s'établir à 657 milliards de dirhams, soit 39% du PIB.

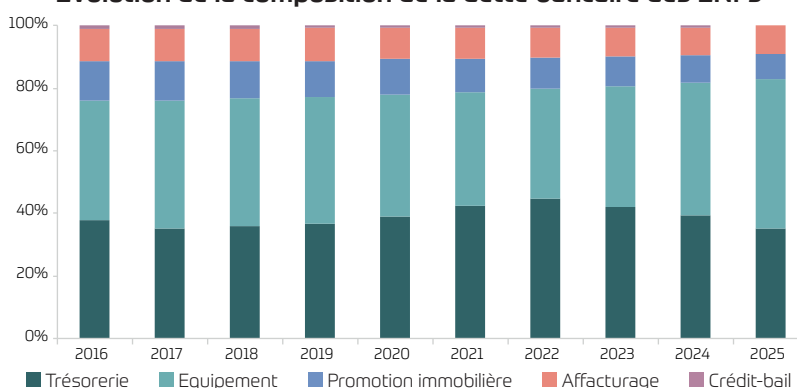
Évolution de la dette bancaire des entreprises non financières (En MMDH)



Source : BAM

La structure de cette dette demeure dominée par les crédits à l'équipement, qui représentent 47% de l'encours total, suivis des crédits de trésorerie avec une part de 35%. Les financements liés à l'affacturage et à la promotion immobilière en constituent respectivement 9% et 8%.

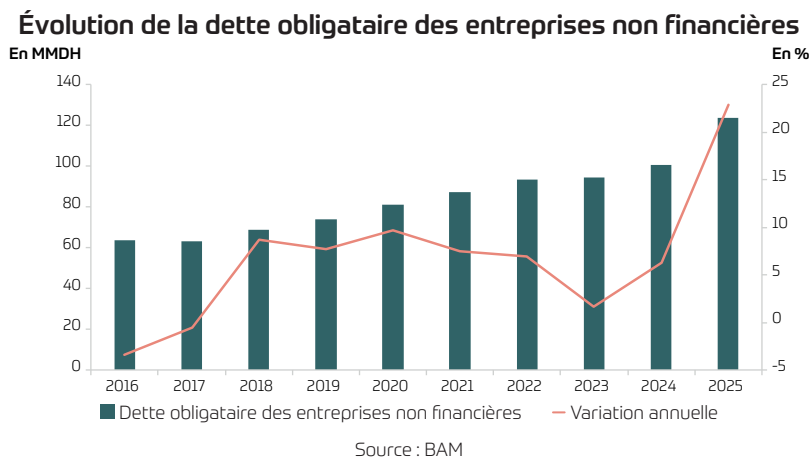
Evolution de la composition de la dette bancaire des ENFs



Source : BAM

Nette accélération de la dette obligataire des entreprises non financières

L'encours de la dette obligataire des entreprises non financières (ENF) a connu une accélération marquée en 2025, progressant de 22,8% pour s'établir à 124 milliards de dirhams après une hausse de 6,2% en 2024. Les entreprises non financières publiques concentrent 72% de cet encours, soit près de 89 milliards de dirhams.



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

1. APPROCHE METHODOLOGIQUE

L'approche « Dette à Risque » (DaR) est une méthode largement adoptée par les institutions financières internationales telles que le FSB, le FMI et la Banque Mondiale, ainsi que par des banques centrales. Elle repose sur l'évaluation de la solvabilité, la liquidité, la rentabilité des actifs et la couverture du service de la dette des entreprises.

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

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

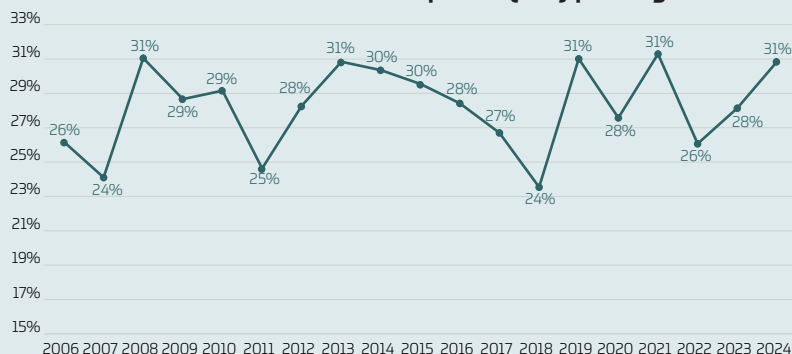
Plus l'indice s'approche de 100%, plus il se déprécie et la dette à risque devient importante.

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

L'approche « Debt at Risk » (DaR) est déployée sur un panel non cylindrique de **798 447 entreprises publiques et privées** couvrant la période **2006-2024**. Le CVI calculé dans ce cadre s'est établi à **31% en 2024**, après **28% en 2023** et **26% en 2022**.

⁴ En 2023, une révision méthodologique a été introduite consistant à exclure, pour les entreprises, les dettes fiscales, sociales et vis-à-vis du personnel du total de la dette utilisé pour le calcul de la dette à risque

Evolution de l'indice de vulnérabilité des entreprises (CVI) par segment entre 2006-2024



Cette évolution intervient dans un contexte marqué par une légère hausse du levier financier⁵ moyen, dont le ratio est passé de 14% à 15%, ainsi que par une dégradation du ratio de liquidité immédiate (ratio Quick ⁶), revenu à 1,07 contre 1,14 une année auparavant. En revanche, la rentabilité des actifs (ROA) s'est améliorée pour atteindre 5%, après 4% en 2023. De même, la capacité de couverture des charges financières demeure globalement stable, avec un ratio de couverture des intérêts de 8, identique à celui observé l'année précédente. La hausse du CVI observée en 2024 semble ainsi principalement refléter la dégradation des indicateurs de liquidité des entreprises ainsi que l'augmentation du levier financier moyen, malgré l'amélioration constatée de la rentabilité des actifs et le maintien d'une capacité satisfaisante de couverture des charges financières.

La ventilation par taille met en évidence une exposition différenciée selon la taille des entreprises. Les grandes entreprises continuent d'afficher le niveau de vulnérabilité le plus faible, avec un CVI de 29%, contre 34% pour les PME et 41% pour les TPE, qui demeurent la catégorie la plus exposée. Comparativement à 2023, la hausse du niveau de vulnérabilité est observée pour l'ensemble des segments, particulièrement pour les GE dont le CVI progresse de 23% à 29%, tandis que celui des PME augmente de 29% à 34%. Le niveau de vulnérabilité des TPE demeure quant à lui relativement stable, passant de 40% à 41%.

⁵ Ratio de levier = dette financière / total bilan

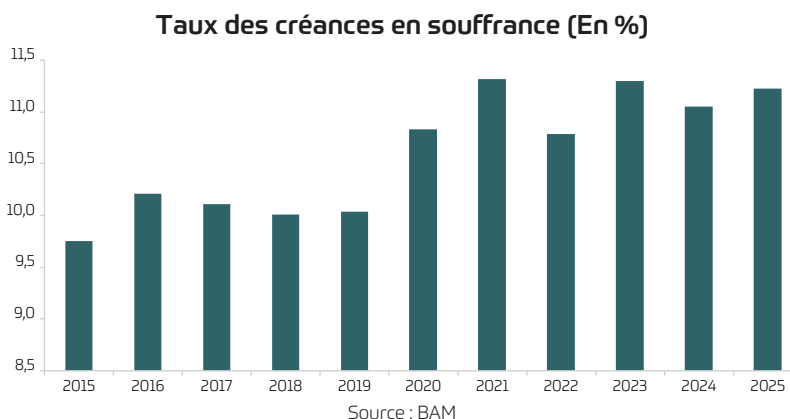
⁶ Le Quick Ratio correspond au rapport entre l'actif circulant (hors stock) et le passif circulant. Il mesure la capacité d'une entreprise à s'acquitter de ses obligations ou de son passif à court terme sans avoir à vendre ses stocks ou à obtenir un financement supplémentaire. Plus le Quick Ratio est élevé, meilleure est la situation de liquidité de l'entreprise

En matière d'analyse sectorielle, le secteur de la construction enregistre la hausse la plus marquée de son indice de vulnérabilité, qui atteint 49% en 2024 contre 31% une année auparavant. Une augmentation significative est également observée dans les secteurs des activités immobilières, dont le CVI passe de 35% à 39%, de la production et distribution d'électricité, de gaz et d'eau, qui progresse de 15% à 31%, ainsi que de l'information et communication, dont l'indice s'établit à 25% contre 15% en 2023. A l'opposé, plusieurs secteurs affichent une amélioration de leur situation financière. Les industries extractives voient leur indice de vulnérabilité reculer de 63% à 48%, tout en demeurant le secteur le plus vulnérable de l'échantillon. Le secteur des transports et entreposage enregistre également une baisse sensible, avec un CVI revenant de 25% à 16%. Des replis sont également observés dans les secteurs de l'hébergement et restauration passant de 28% à 23%, du commerce et réparation de 27% à 24%, ainsi que de l'agriculture, sylviculture et pêche de 32% à 30%. Le secteur manufacturier demeure globalement stable, avec un indice de vulnérabilité maintenu à 21%.

S'agissant des entreprises publiques, le CVI atteint 38% en 2024, contre 34% en 2023 et 32% en 2022, prolongeant l'évolution observée depuis 2021. L'encours de la dette financière ressort à 213 milliards de dirhams, après 231 milliards en 2023. Le levier financier s'établit à 43%, tandis que le ratio de liquidité immédiate (Quick Ratio) ressort à 1,23. Pour sa part, la rentabilité des actifs (ROA) s'élève à -1%, contre -2% une année auparavant.

Atténuation de la sinistralité des entreprises non financières malgré la poursuite de la hausse de leurs créances en souffrance

Les créances en souffrance détenues sur les entreprises non financières s'établissent à 74 milliards de dirhams en 2025, en progression de 5,2% après une hausse de 0,9% en 2024. Le taux de défaut s'est établi à 11,2%.



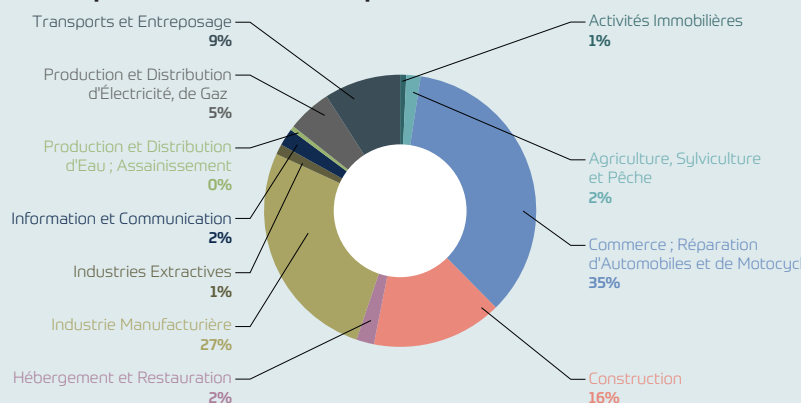
Encadré n° 4 : Analyse de l'endettement d'un échantillon d'entreprises non financières

Cette analyse examine l'endettement de 116 406 entreprises non financières publiques et privées, représentant un chiffre d'affaires total de 1 230 milliards de dirhams, une dette financière de 535 milliards de dirhams et une dette commerciale de 322 milliards de dirhams à fin 2024. L'analyse financière des entreprises de l'échantillon, à travers l'appréciation de l'évolution de leur endettement financier et commercial, porte sur une période de cinq ans, de 2020 à 2024, et couvre différents segments d'entreprises ainsi que les principaux secteurs d'activité de l'économie nationale.

L'échantillon est composé de 930 grandes entreprises (GE), 7 858 PME et 107 618 TPE, représentant respectivement 1%, 8% et 92% du nombre total d'entreprises. Les GE concentrent près de 70% du chiffre d'affaires agrégé de l'échantillon⁷, contre 23% pour les PME et 8% pour les TPE.

Les secteurs les plus représentés en termes de chiffre d'affaires sont le commerce et la réparation d'automobiles et de motocycles (35%), l'industrie manufacturière (27%) et la construction (16%), qui concentrent ensemble plus des trois quarts de l'activité économique couverte par l'échantillon.

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



Source : OMPIC, MEF, Calculs BAM

L'analyse des principaux indicateurs d'endettement arrêtés à fin 2024 met en évidence une remontée de l'endettement global des entreprises après le repli observé en 2023. Le taux d'endettement moyen de l'échantillon s'établit à 74%, contre 69% une année auparavant.

Cette évolution est portée principalement par les GE, dont le taux d'endettement atteint 75% en 2024, après 70% en 2023, retrouvant ainsi un niveau proche de celui observé en 2022. Les PME enregistrent également une hausse de leur endettement global, qui passe de 78% à 82%, tandis que celui des TPE progresse plus modérément de 56% à 57%.

⁷ Les données de 2024 intègrent un nombre plus important de grandes entreprises disposant d'informations financières exploitables que lors de l'exercice précédent, tandis que les périmètres des PME et des TPE sont demeurés globalement stables.

Au niveau des GE, cette augmentation s'accompagne d'un renforcement de la part de la dette commerciale dans la structure de leur endettement, celle-ci passant de 22% à 32% du total de leur dette financière et commerciale, tandis que la part de la dette financière recule de 78% à 68%.

Pour les PME, la hausse de l'endettement global s'accompagne d'un recours accru au financement financier, dont la part progresse de 39% à 43%, alors que celle de la dette commerciale recule de 61% à 57%. Les TPE présentent quant à elles une structure d'endettement globalement stable, la dette financière et la dette commerciale représentant chacune 50% de leur endettement total en 2024, comme en 2023.

1. Endettement financier des entreprises non financières⁸

Rapportés à leurs capitaux permanents, les niveaux d'endettement financier des entreprises, tous segments confondus, demeurent relativement élevés bien qu'en léger repli en 2024. Ils ressortent à 54% pour les GE contre 60% en 2023, à 47% pour les PME contre 38% une année auparavant, et à 49% pour les TPE après 55%. Comparativement au chiffre d'affaires, la dette financière des TPE représente 120% de leur chiffre d'affaires, contre 58% pour les GE et 34% pour les PME.

Les GE concentrent près de 82% de la dette financière totale de l'échantillon. Bien que celle-ci demeure la principale composante de leur endettement, sa part recule à 71% en 2024 contre 81% une année auparavant, traduisant une progression plus marquée de la dette commerciale. Les financements à moyen et long terme (MLT) continuent néanmoins de prédominer, représentant 81% de leur dette financière.

Les PME ont davantage eu recours au financement financier en 2024, la part de la dette financière dans leur endettement global passant de 48% à 53%. Cette évolution s'accompagne d'une hausse de la part des financements à moyen et long terme, qui représentent désormais 76% de leur dette financière, contre 72% en 2023.

Pour leur part, les TPE conservent une structure d'endettement relativement stable. La dette financière représente 67% de leur endettement global contre 66% une année auparavant. Elle demeure essentiellement constituée de financements à moyen et long terme, dont la part atteint 92%, tandis que les concours de trésorerie ne représentent que 8% de leur dette financière totale.

⁸ L'échantillon retenu pour l'analyse de l'endettement financier se limite aux entreprises ayant recours à cette catégorie de dette, soit 26% de l'échantillon global ; une large part des TPE (77%) ne recourant qu'à l'endettement inter-entreprises.

Au plan sectoriel, l'endettement financier demeure contrasté selon les secteurs. Les ratios les plus élevés sont enregistrés dans les secteurs de la production et de la distribution d'eau, d'électricité et de gaz avec 80%, du commerce et de la réparation d'automobiles et de motocycles avec 62%, des activités immobilières avec 61% et des industries extractives avec 58%. A l'opposé, les secteurs de l'hébergement et de la restauration ainsi que des transports et de l'entreposage présentent des niveaux plus contenus, de respectivement 46% et 38%.

La structure du passif demeure également différenciée selon les branches d'activité. Dans les branches les plus capitalistiques, la dette financière représente plus de 70% de l'endettement total, traduisant une dépendance plus marquée au financement bancaire et obligataire. Cette situation est particulièrement observée dans les secteurs de la production et de la distribution d'eau, d'électricité et de gaz, où elle représente 85%, des industries extractives avec 84% et des activités immobilières avec 74%. La part de la dette financière demeure, toutefois, plus limitée dans certains secteurs, notamment le commerce et la réparation d'automobiles et de motocycles ainsi que l'industrie manufacturière, où elle représente respectivement 45% et 44% de l'endettement total. Cette configuration reflète un recours relativement plus important au crédit fournisseur.

Endettement financier à moyen et long terme (MLT) :

A fin 2024, l'endettement financier à moyen et long terme (MLT) des entreprises de l'échantillon, rapporté aux capitaux permanents, s'est établi à 43%, contre 46% en 2023.

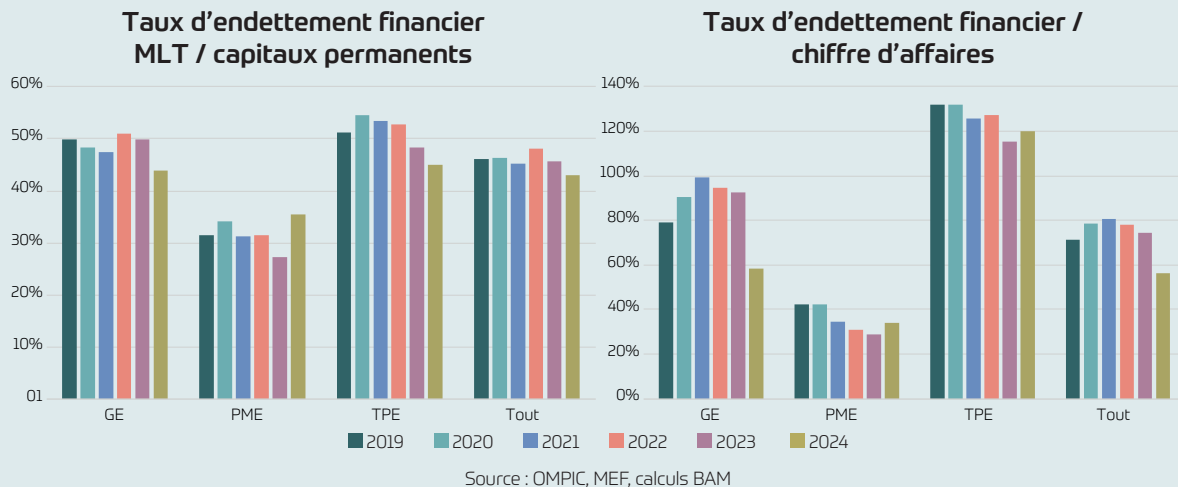
Les GE concentrent l'essentiel de cette dette avec un encours de 353 milliards de dirhams, soit près de 81% du total de la dette financière à moyen et long terme. Leur taux d'endettement MLT ressort à 44% des capitaux permanents, contre 50% une année auparavant. Rapporté au chiffre d'affaires, ce taux s'établit à 60%, contre 92% en 2023⁹.

Avec un encours de dette MLT de 43,4 milliards de dirhams, les PME représentent près de 10% du total de cette dette. Elles affichent un taux d'endettement MLT de 35% des capitaux permanents et de 34% du chiffre d'affaires, contre respectivement 27% et 29% en 2023.

Dans la même lignée, les TPE, dont la dette MLT atteint 37,3 milliards de dirhams, soit 8% du total, présentent un taux d'endettement MLT de 45% contre 48% en 2023 si l'on considère les capitaux permanents. Rapporté au chiffre d'affaires, ce taux ressort à 120%, contre 116% une année auparavant.

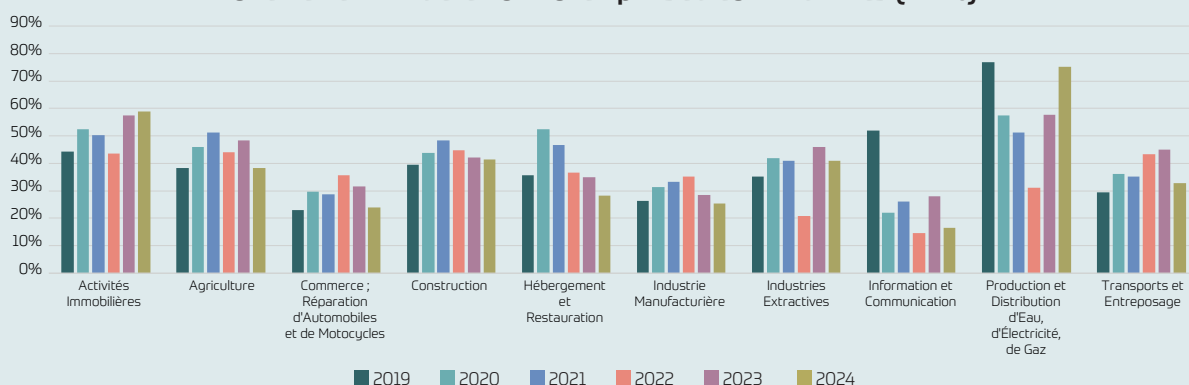
⁹ Cette évolution est appréciée à la lumière de l'élargissement du périmètre des grandes entreprises couvertes par l'échantillon.

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



L'analyse par secteur d'activité met en évidence des évolutions différenciées de l'endettement financier à moyen et long terme (MLT) des entreprises en 2024. Le secteur de la production et distribution d'eau, d'électricité et de gaz enregistre la progression la plus marquée, avec un taux d'endettement passant de 58% à 75%. Les activités immobilières poursuivent également leur tendance haussière, leur taux atteignant 59% contre 57% une année auparavant. À l'opposé, plusieurs secteurs enregistrent une baisse de leur niveau d'endettement MLT. C'est notamment le cas du secteur de l'agriculture, sylviculture et pêche, dont le taux recule de 48% à 38%, du secteur du commerce et de la réparation d'automobiles et de motocycles, qui passe de 42% à 24%, ainsi que des transports et entreposage, dont le taux ressort à 33% contre 45% en 2023. La même tendance est observée dans le secteur de l'information et de la communication, dont le taux diminue de 28% à 17%, ainsi que dans les industries extractives, où il revient de 46% à 41%. Le secteur de l'industrie manufacturière voit également son taux d'endettement reculer de 29% à 25%, tandis que celui de l'hébergement et de la restauration passe de 35% à 28%. Pour sa part, le secteur de la construction affiche un taux d'endettement MLT stable à 42% sur la période.

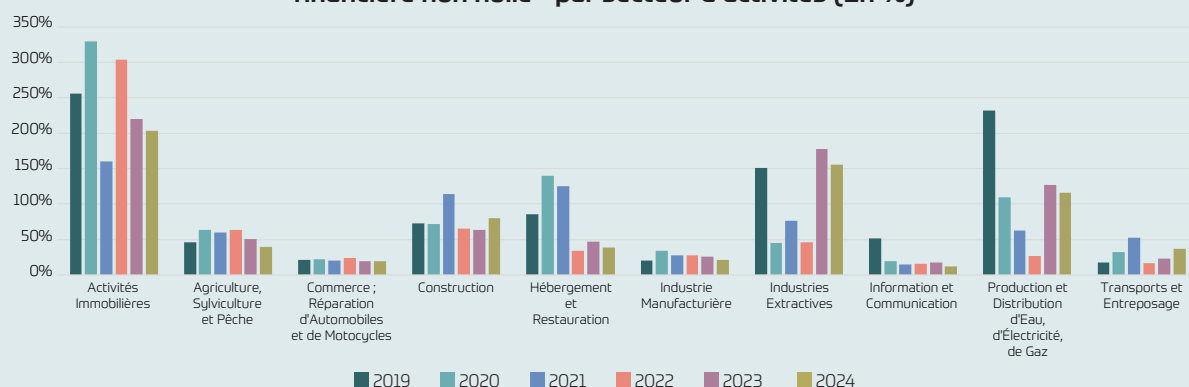
Evolution du taux d'endettement à moyen et long terme des entreprises de l'échantillon ayant une dette financière non nulle - par secteur d'activités (En %)



Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

Le ratio d'endettement financier à moyen et long terme rapporté au chiffre d'affaires continue de présenter des disparités marquées selon les secteurs d'activité en 2024. Certaines branches ont enregistré une hausse notable de ce ratio, notamment la construction, où il est passé de 64% à 80%, ainsi que les transports et l'entreposage, qui ont vu leur ratio progresser de 24% à 37%. En revanche, plusieurs secteurs ont affiché une amélioration de leur position d'endettement. Le ratio est ainsi revenu de 51% à 40% dans l'agriculture, la sylviculture et la pêche, de 47% à 38% dans l'hébergement et la restauration, de 26% à 21% dans l'industrie manufacturière et de 18% à 12% dans l'information et la communication. Le commerce et la réparation d'automobiles et de motocycles ont également enregistré un léger recul, le ratio passant de 20% à 19%. Malgré cette évolution contrastée, les activités immobilières et les industries extractives continuent d'afficher les niveaux d'endettement les plus élevés, avec des ratios atteignant respectivement 203% et 156% du chiffre d'affaires en 2024. Le secteur de la production et de la distribution d'eau, d'électricité et de gaz demeure également fortement endetté, avec un ratio de 116%, malgré un repli par rapport à 127% une année auparavant.

Evolution de la dette de MLT rapportée au CA des entreprises de l'échantillon ayant une dette financière non nulle - par secteur d'activités (En %)

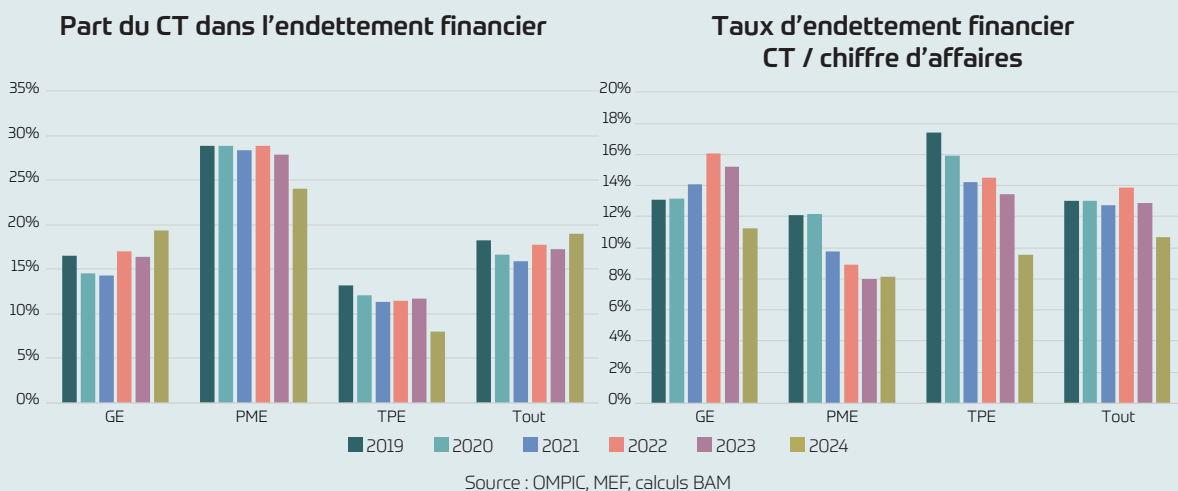


Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

Endettement financier à court terme :

En 2024, la part de la dette à court terme dans l'endettement total s'est établie à 19% pour les GE, contre 24% pour les PME et 8% pour les TPE.

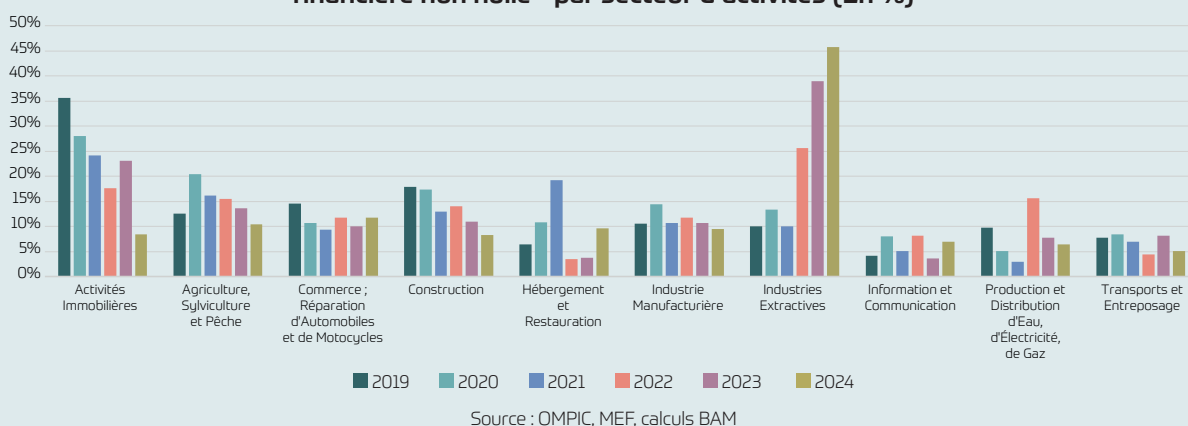
L'évolution de la dette de trésorerie rapportée au chiffre d'affaires des entreprises de l'échantillon met en évidence des situations contrastées selon leur taille. Pour les GE, le ratio d'endettement à court terme est revenu à 11% en 2024, contre 15% une année auparavant. Les PME ont, pour leur part, maintenu un niveau stable de 8%. Les TPE ont poursuivi leur désendettement, leur ratio reculant à 10% en 2024 contre 17% en 2019.



Les données par secteur mettent en évidence une forte hétérogénéité de la part de la dette à court terme dans l'endettement financier des entreprises. En 2024, les niveaux les plus élevés sont observés dans le secteur du commerce et de la réparation d'automobiles et de motocycles, où ce ratio atteint 61%, suivi du secteur de l'information et de la communication avec 58% et de l'industrie manufacturière avec 45%. Des proportions également supérieures à la moyenne des secteurs sont relevées dans les industries extractives, avec 29%, dans l'agriculture, la sylviculture et la pêche avec 26%, ainsi que dans l'hébergement et la restauration avec 25%. Les niveaux les plus faibles sont observés dans les activités immobilières et le secteur de la production et de la distribution d'eau, d'électricité et de gaz, avec des ratios respectifs de 4% et 6%. Les secteurs des transports et de l'entreposage ainsi que de la construction se situent à des niveaux intermédiaires, avec respectivement 14% et 10%.

S'agissant du ratio de dette de trésorerie rapporté au chiffre d'affaires, celui-ci demeure globalement faible, s'établissant en moyenne à 7% en 2024 contre 8% une année auparavant. Des disparités sectorielles persistent néanmoins. Le niveau le plus élevé est observé dans le secteur du commerce et de la réparation d'automobiles et de motocycles, avec 9%, suivi de l'industrie manufacturière avec 8% et du secteur de l'agriculture, de la sylviculture et de la pêche avec 7%. Les secteurs de la construction, de l'hébergement et de la restauration, des activités immobilières ainsi que de la production et de la distribution d'eau, d'électricité et de gaz affichent chacun un niveau de 6%. Les niveaux les plus faibles sont relevés dans les industries extractives, l'information et la communication ainsi que les transports et l'entreposage, où ce ratio ressort à 4%.

Evolution de la dette CT rapportée au CA des entreprises de l'échantillon ayant une dette financière non nulle - par secteur d'activités (En %)



2. Endettement inter-entreprises des entreprises non financières

Globalement, l'endettement inter-entreprises demeure une source importante de financement des entreprises de l'échantillon. À fin 2024, l'encours de la dette commerciale atteint près de 321 milliards de dirhams, représentant 26% du chiffre d'affaires agrégé des entreprises couvertes par l'analyse, contre 27% une année auparavant. Les évolutions observées en 2024 traduisent à la fois les changements intervenus dans les comportements de financement des entreprises et l'élargissement du périmètre des grandes entreprises couvertes par l'échantillon.

Les GE concentrent l'essentiel de la dette commerciale, avec un encours de près de 204 milliards de dirhams représentant 63% du total de l'échantillon. Leur taux d'endettement commercial ressort à 24% de leur chiffre d'affaires.

Les PME affichent un encours de dette commerciale de près de 77 milliards de dirhams, soit 24% du total de l'échantillon. Rapporté au chiffre d'affaires, leur taux d'endettement commercial s'établit à 28%.

Les TPE enregistrent un encours de dette fournisseurs de près de 41 milliards de dirhams, correspondant à 13% de la dette commerciale totale. Elles présentent toutefois le taux d'endettement commercial le plus élevé, atteignant 44% de leur chiffre d'affaires.

L'importance de la dette commerciale demeure étroitement liée aux délais de paiement interentreprises, qui continuent de constituer une source significative de financement du cycle d'exploitation.

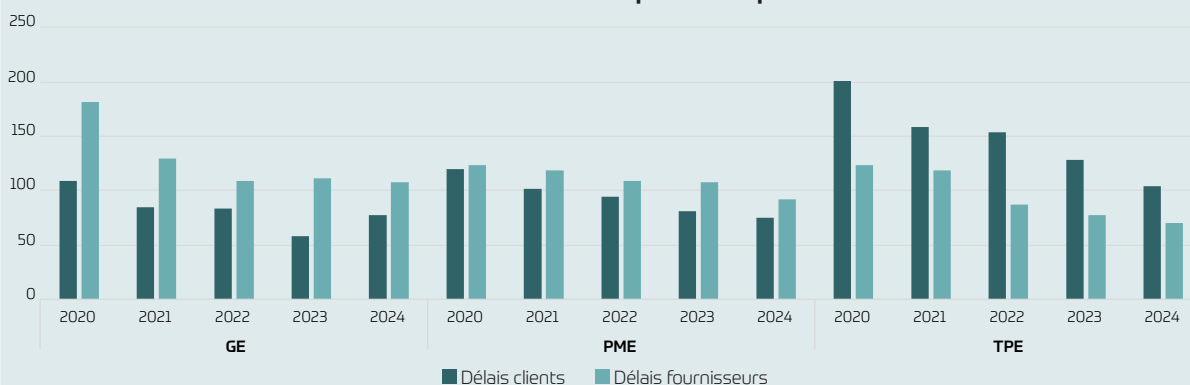
En 2024, les délais moyens de paiement des clients se sont établis à 98 jours de chiffre d'affaires (JCA), contre 123 jours en 2023, tandis que ceux relatifs aux fournisseurs ont reculé de 80 à 70 jours d'achats (JA). Cette évolution favorable s'accompagne d'une hausse de la proportion d'entreprises présentant un délai moyen inférieur au délai réglementaire de 60 jours, qui a atteint 65% pour les créances clients, contre 62% en 2023, et 70% pour les dettes fournisseurs après 69% une année auparavant.

Ces résultats confirment la dynamique d'amélioration des pratiques de paiement observée depuis 2021, dans un contexte marqué par la mise en œuvre progressive de la loi n°69-21 relative aux délais de paiement. Après son entrée en vigueur en juillet 2023 pour les entreprises réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 50 millions de dirhams, la réforme a été étendue à partir de janvier 2024 aux entreprises dont le chiffre d'affaires est compris entre 10 et 50 millions de dirhams. Les évolutions observées en 2024 semblent ainsi traduire les premiers effets de ce dispositif, à travers une réduction des délais de règlement et une progression de la proportion d'entreprises respectant le délai réglementaire, contribuant ainsi à l'amélioration des conditions de trésorerie des opérateurs économiques.

Délais de paiement inter-entreprises par taille

Les délais clients et fournisseurs ont poursuivi leur tendance baissière en 2024 pour l'ensemble des catégories d'entreprises, avec toutefois des écarts significatifs selon la taille des opérateurs.

Evolution des délais de paiement par taille



Source : OMPIC, MEF, calculs BAM

Les TPE continuent d'afficher les délais clients les plus élevés, malgré une amélioration notable observée en 2024, avec un délai moyen revenu à 104 jours contre 128 jours une année auparavant. Les délais fournisseurs de cette catégorie ont également poursuivi leur baisse pour ressortir à 70 jours, contre 77 jours en 2023.

Les PME ont aussi enregistré une amélioration de leurs délais de paiement, avec des délais clients et fournisseurs ressortant respectivement à 75 jours et 92 jours en 2024, contre 81 jours et 108 jours une année auparavant.

Concernant les grandes entreprises, les délais clients demeurent les plus faibles parmi les différentes catégories d'entreprises, bien qu'une hausse ait été observée en 2024, avec un délai moyen de 77 jours après 58 jours en 2023. Les délais fournisseurs des GE demeurent relativement élevés, ressortant à 108 jours en 2024, traduisant le maintien d'un avantage structurel de trésorerie par rapport aux autres catégories d'entreprises.

Délais de paiement par secteur d'activités

1. Analyse globale des délais de paiement clients et fournisseurs par secteur

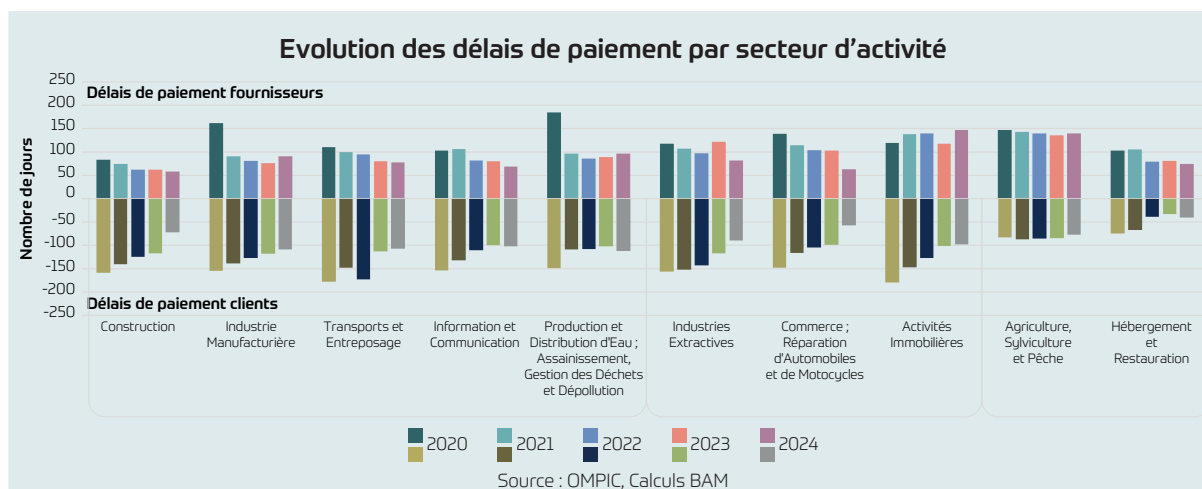
L'analyse sectorielle fait ressortir des disparités importantes entre les différentes branches d'activité.

Les secteurs de « l'hébergement et restauration », du « commerce » ainsi que de la « construction » présentent les délais clients les plus faibles, avec respectivement 46 jours, 66 jours et 83 jours en 2024. Le secteur de la construction affiche également le délai fournisseurs le plus faible, à 58 jours, demeurant ainsi proche du seuil réglementaire de 60 jours.

En revanche, les secteurs de « l'industrie manufacturière », des « transports et entreposage », des activités liées à « l'eau, l'assainissement et la gestion des déchets » continuent d'enregistrer des délais clients relativement élevés, compris entre 119 et 130 jours.

Le secteur des « activités immobilières » se distingue particulièrement par des délais fournisseurs élevés, atteignant 147 jours en 2024, largement au-dessus du plafond dérogatoire de 120 jours.

Par ailleurs, le secteur du « commerce et réparation d'automobiles et de motocycles » a enregistré une amélioration notable de ses délais fournisseurs, revenus à 63 jours en 2024 contre 103 jours une année auparavant.



2. Analyse des pratiques des paiements clients et fournisseurs par secteur et par intervalle de délais

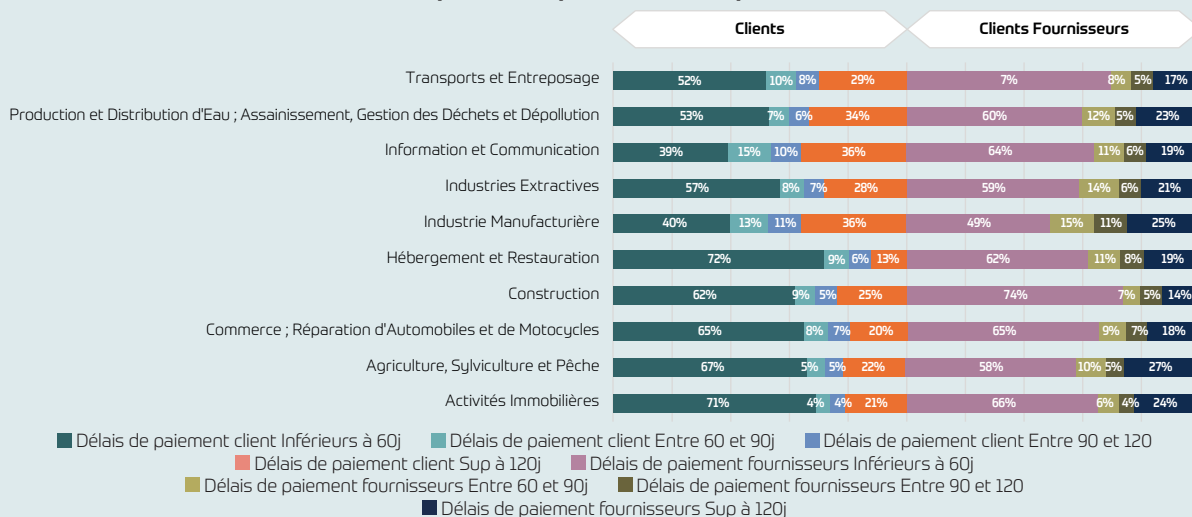
La proportion des entreprises recouvrant leurs créances clients dans un délai inférieur à 60 jours demeure hétérogène selon les secteurs d'activité. Les meilleures performances sont observées dans les secteurs de « l'hébergement et restauration » et des « activités immobilières », où respectivement 72% et 71% des entreprises affichent des délais clients inférieurs à 60 jours.

A l'opposé, les secteurs de « l'industrie manufacturière » et de « l'information et communication » demeurent les plus exposés aux retards de paiement, avec 36% des entreprises affichant des délais clients supérieurs à 120 jours. Des proportions élevées sont également observées dans les secteurs liés à « l'eau, l'assainissement et la gestion des déchets ».

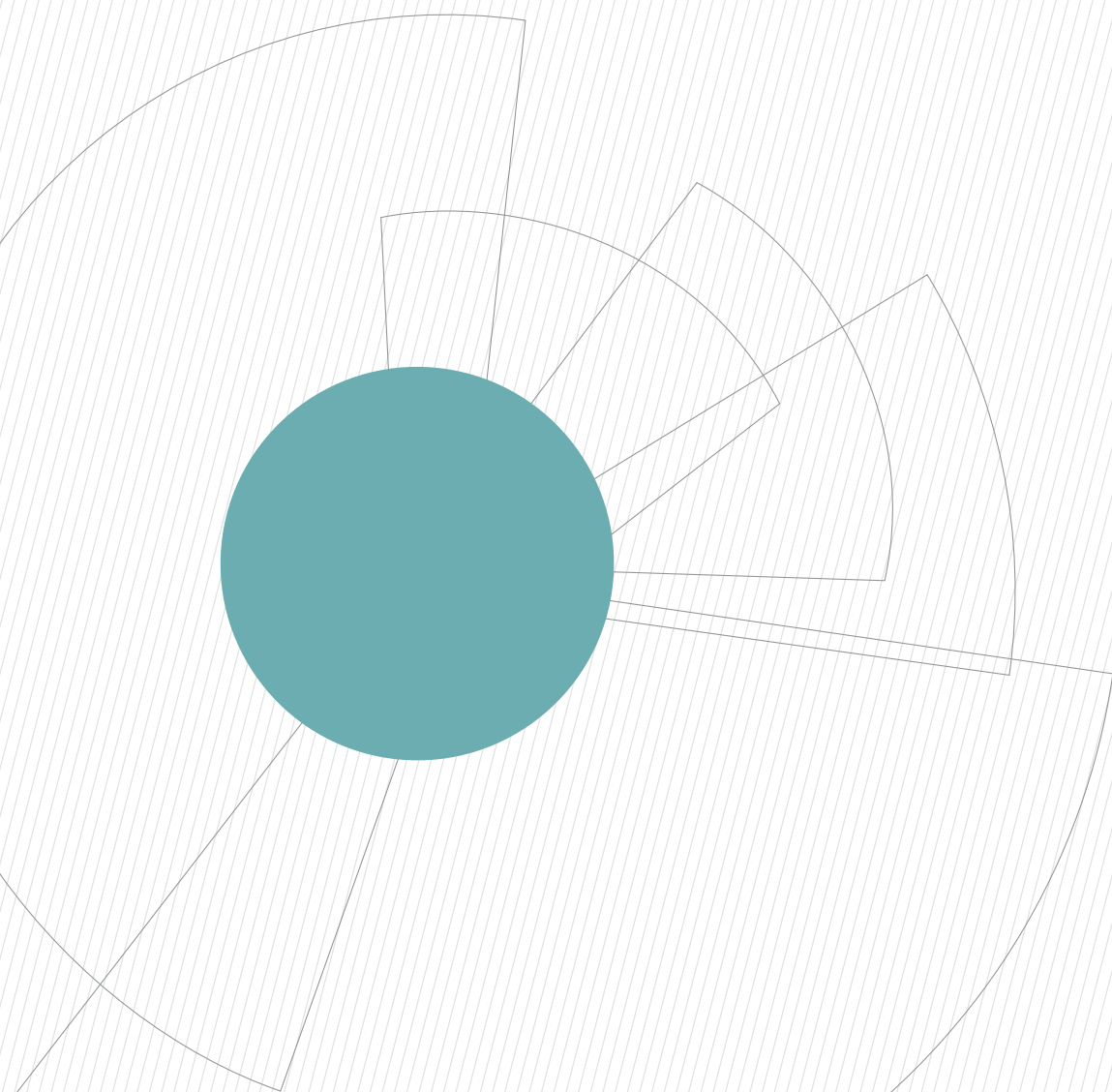
Concernant les délais fournisseurs, les secteurs de la « construction » et des « transports et entreposage » enregistrent les proportions les plus élevées d'entreprises réglant leurs fournisseurs dans un délai inférieur à 60 jours, avec respectivement 74% et 70%.

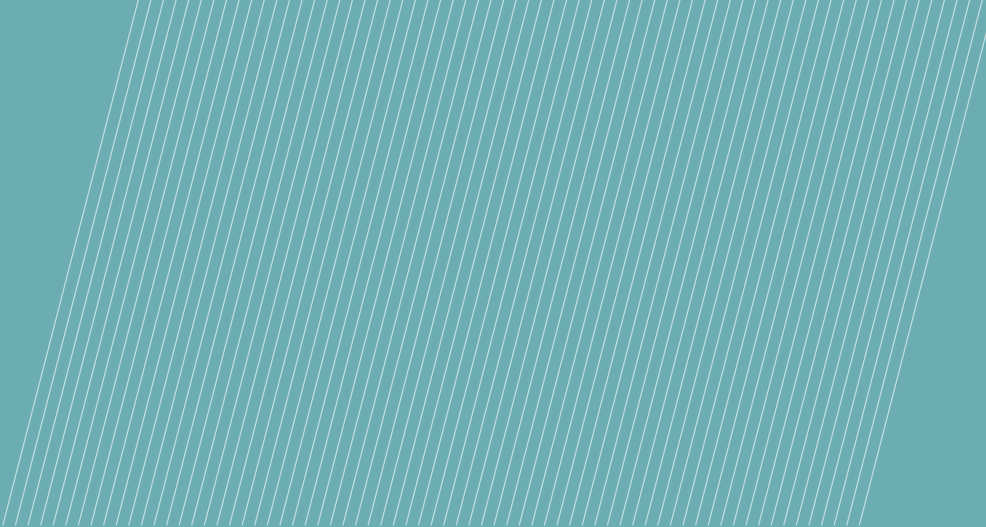
Les secteurs de l'agriculture, de la sylviculture et de la pêche ainsi que de l'industrie manufacturière continuent d'enregistrer les proportions les plus élevées d'entreprises présentant des délais fournisseurs supérieurs à 120 jours.

Délais de paiement par secteur et par tranches



Source : OMPIC, MEF, calculs BAM





Solidité des institutions financières



Chapitre

Aperçu

Le secteur financier a poursuivi son développement en 2025 dans un contexte marqué par le renforcement de l'activité économique et la poursuite de la détente des conditions monétaires.

Le secteur bancaire a enregistré, pour la troisième année consécutive, une amélioration de ses performances financières, avec un résultat net sur base sociale de 19,2 milliards de dirhams, en hausse de 22,2%, porté par la progression du produit net bancaire à 74 milliards de dirhams et le repli du coût du risque de 25,1% pour atteindre 9,8 milliards de dirhams. Cette évolution s'est traduite par une amélioration des indicateurs de rentabilité, avec un rendement des actifs (ROA) de 1% et un rendement des fonds propres (ROE) de 11,1%.

L'activité d'intermédiation a poursuivi son renforcement, les crédits à la clientèle progressant de 6,9% pour atteindre 1153 milliards de dirhams, dans le sillage d'une collecte de dépôts en hausse de 7,7% à 1390 milliards. La qualité des actifs s'est légèrement améliorée pour la deuxième année consécutive, le taux des créances en souffrance revenant à 8,3%, après 8,4% en 2024, avec un taux de couverture par les provisions maintenues autour de 68%. Les banques demeurent néanmoins exposées à un risque de concentration relativement élevé, les engagements sur les grands débiteurs ayant progressé de 17,7% pour atteindre l'équivalent de trois fois les fonds propres prudentiels du secteur, contre 2,8 fois une année auparavant.

Sur le plan prudentiel, les banques conventionnelles continuent d'afficher des niveaux de capitalisation confortables, avec un ratio moyen de solvabilité de 16,1% sur base sociale et 14% sur base consolidée et un ratio de fonds propres de catégorie 1 de 13,5% sur base sociale et 12,2% sur base consolidée. Le ratio de levier a atteint, pour sa part, 7,73% sur base sociale et 8,03% sur base consolidée. L'exercice du macro-stress test confirme par ailleurs, la capacité des principales banques à absorber des chocs macroéconomiques sévères tout en maintenant le respect des exigences prudentielles.

En matière de liquidité, le besoin des banques s'est légèrement creusé en 2025, sous l'effet conjugué de la progression de la circulation fiduciaire et de la mutation de la structure des dépôts, dont la composante à vue représente désormais 70% du total, contre 9% pour les dépôts à terme. Dans ce contexte, les injections de liquidité de Bank Al-Maghrib se sont maintenues à un niveau élevé de 138 milliards de dirhams. Malgré un léger repli, le ratio de liquidité à court terme (LCR) des banques conventionnelles demeure confortable, s'établissant à 172%, largement au-dessus du minimum réglementaire de 100%.

Sur le plan macroprudentiel, l'évaluation des principaux indicateurs n'a pas fait ressortir de risques cycliques justifiant l'activation du coussin de fonds propres contracyclique, qui demeure fixé à 0%. Par ailleurs, l'exercice annuel d'identification des banques d'importance systémique nationale a confirmé la stabilité de la liste des établissements concernés ainsi que l'adéquation de la surcharge en fonds propres de 2% qui leur est applicable. Les indicateurs orientés emprunteurs font également l'objet d'un suivi analytique régulier afin d'apprécier l'évolution des vulnérabilités liées à l'endettement des ménages.

Concernant le secteur des assurances, celui-ci a poursuivi sa dynamique de croissance dans un contexte économique globalement favorable. Le chiffre d'affaires du secteur a atteint 63,2 milliards de dirhams, en progression de 7,5%, porté à la fois par la branche vie (8,4%) et la branche non-vie (6,6%). La branche vie a notamment confirmé le regain de son dynamisme amorcé l'année précédente, soutenue par la bonne tenue de l'activité épargne dont la collecte a progressé de 8,9%.

Sur le plan de la rentabilité, le secteur a dégagé un résultat net de 5,3 milliards de dirhams, en hausse de 21,4%, soutenu principalement par la bonne performance du résultat financier. Cette évolution favorable a permis au rendement des fonds propres (ROE) d'atteindre 11,1%, soit son niveau le plus élevé sur les dix dernières années.

Dans le sillage de la bonne performance du marché financier, les plus-values latentes se sont fortement renforcées pour atteindre 62,5 milliards de dirhams. Le ratio des plus-values latentes sur les placements s'est ainsi établi à 23,8%, également à un niveau historique, porté principalement par la progression des valorisations boursières dans un contexte marqué par deux années consécutives de forte hausse de l'indice MASI.

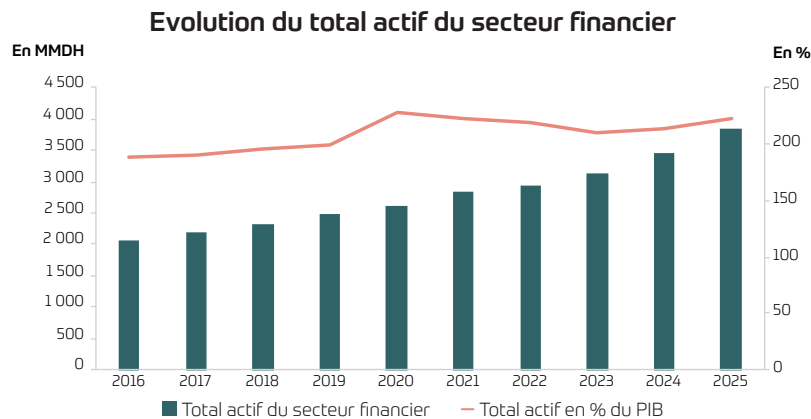
L'amélioration marquée des plus-value latentes et de la rentabilité a permis de renforcer les éléments constitutifs de la marge de solvabilité du secteur, dont le ratio réglementaire a progressé de 54,7 points pour atteindre 409,4%.

Par ailleurs, les exercices de stress tests font ressortir une résilience globale des entreprises d'assurances aux conditions macroéconomiques et techniques défavorables.

Pour leur part, les régimes de retraite de base continuent d'enregistrer des déséquilibres structurels, malgré l'amélioration temporaire de certains indicateurs financiers à la suite de l'application des deux tranches des augmentations salariales issues du dialogue social du 29 avril 2024. Si ces augmentations ont généré un surcroît de ressources pour les régimes du secteur public, elles ne permettraient pas d'augmenter significativement l'horizon de viabilité du régime CMR-RPC et se traduiraient, pour le régime RCAR-RG qui se caractérise par une sous tarification des droits octroyés, par une dégradation de ses indicateurs d'équilibre. En dépit d'un excédent global de la branche long terme du régime de la sécurité sociale (CNSS-LT) soutenu par une dynamique démographique favorable, la sous-tarification structurelle persistante de cette branche fragilise ses équilibres à long terme.

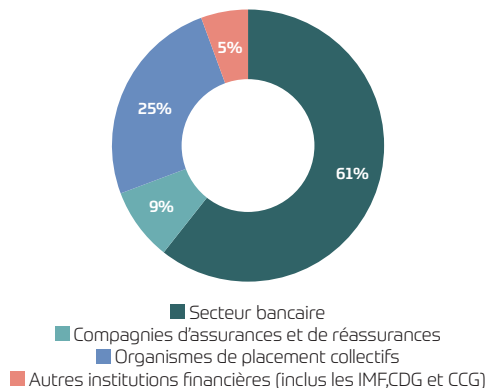
Dans ce contexte, la réforme systémique du secteur, fondée sur la mise en place de deux pôles public et privé demeure indispensable pour résorber une grande partie des engagements non couverts et assurer la soutenabilité financière des régimes à long terme.

La taille du secteur financier marocain¹⁰, mesurée par le total des actifs de ses composantes, a atteint 3 830 milliards de dirhams à fin 2025, en hausse de 11,2 % par rapport à l'année précédente, représentant ainsi 223 % du PIB.

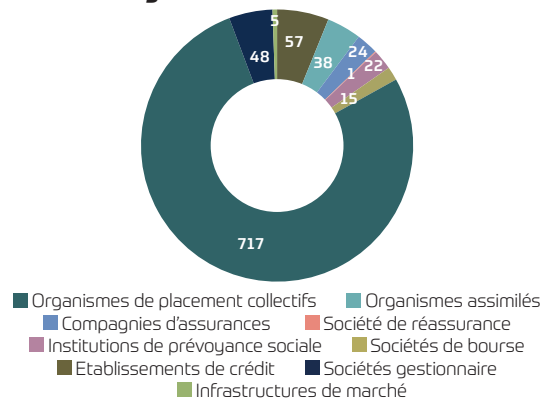


Avec une part stable de 61% du total des actifs, le secteur bancaire¹¹ demeure la composante prépondérante du système financier national. De son côté, le marché des capitaux, et en particulier les Organismes de Placement Collectifs (OPCVM) renforcent leur présence en portant leur part des actifs du système financier à 25%, contre 23% en 2024.

Structure du système financier marocain, en 2025 en termes de total bilan



Nombre d'institutions financières composant le système financier en 2025



(*) Hors secteur de la prévoyance sociale

Source : BAM

¹⁰ Le secteur financier inclut le secteur bancaire, le secteur des assurances et de la prévoyance sociale ainsi que le marché des capitaux.

¹¹ Le secteur bancaire inclut les établissements de crédit et les organismes assimilés que sont : les banques conventionnelles et participatives, les sociétés de financement (dont les sociétés de crédit à la consommation, les sociétés de crédit-bail, les sociétés de crédit immobilier, les sociétés de cautionnement, les sociétés d'affacturage), les banques off-shore, les associations de microfinance, ainsi que les établissements de paiement. Les autres institutions financières incluent les Infrastructures de marché, la Caisse de Dépôt et de Gestion ainsi que la Société Nationale de Garantie et de Financement de l'Entreprise.

La part du secteur financier dans la capitalisation boursière a reculé s'établissant à 34,55%, contre 39,06% en 2024, portée par sept banques, cinq compagnies d'assurance et cinq sociétés de financement. Cette évolution s'accompagne d'une intensification de la diversification sectorielle, liée à un recours plus important des entreprises aux financements de marché.

Encadré n° 5 : Principales activités du CCSRS en 2025

Le Comité de Coordination et de Surveillance des Risques Systémiques (CCSRS) a examiné, lors de ses réunions semestrielles tenues respectivement en juillet et en décembre 2025, l'évaluation des risques systémiques, tenant compte notamment des conclusions de son sous-comité mensuel, ainsi que les résultats actualisés des exercices de stress tests des institutions financières.

Conformément aux orientations fixées par le Comité, l'année 2025 a constitué une année charnière, dédiée à la finalisation des chantiers inscrits à la feuille de route triennale de stabilité financière, qui regroupe l'ensemble des projets initiés par les trois autorités en matière de stabilité financière. Après un bilan exhaustif des réalisations ayant visé à instaurer et à renforcer progressivement le dispositif macroprudentiel national pour la période 2013-2025, le Comité a approuvé une nouvelle feuille de route stratégique de stabilité financière. Celle-ci adopte désormais un format quinquennal, jugé mieux adapté au pilotage et au déploiement de projets structurels d'envergure.

Le Comité a également passé en revue l'état d'avancement des actions engagées par les autorités de supervision et de contrôle du secteur financier, en vue du renforcement du dispositif national de lutte contre le blanchiment de capitaux et le financement du terrorisme, en étroite coordination avec l'Autorité Nationale du Renseignement Financier (ANRF).

Sur le volet de la communication, le Comité a approuvé le douzième numéro du Rapport sur la Stabilité Financière, préalablement à sa publication à l'issue du premier semestre 2025. Conformément à la pratique établie, des communiqués de presse ont été diffusés à l'issue de chacune de ses réunions. En complément, les membres du Comité ont réitéré leurs recommandations en faveur de l'enrichissement continu des rubriques dédiées à la stabilité financière au niveau de leurs portails institutionnels respectifs, concourant ainsi à une plus grande transparence et à une meilleure sensibilisation du public aux enjeux de la surveillance macroprudentielle et la stabilité financière.

III.1. Secteur bancaire

Le secteur bancaire marocain continue de faire preuve de résilience. Les principaux indicateurs d'activité, de rentabilité, de liquidité et d'adéquation des fonds propres témoignent de la solidité de ses fondamentaux et de sa capacité à absorber d'éventuels chocs. Cette résilience est également confirmée par les résultats de l'exercice du macro-stress test réalisé sur les principales banques de la place.

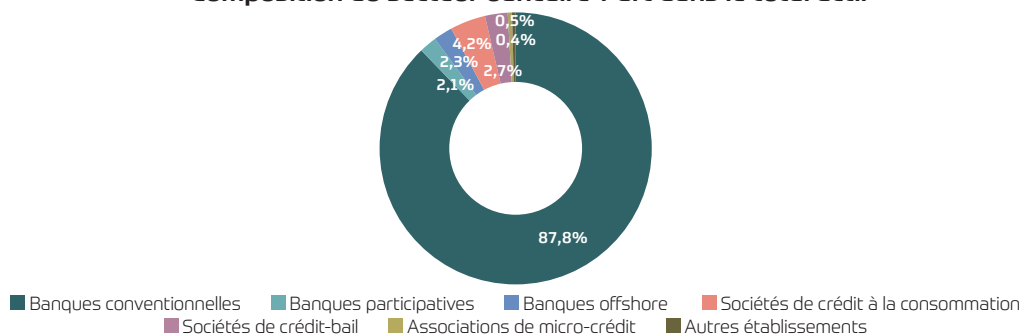
La présente section analyse les principaux indicateurs de solidité des banques sur base sociale, incluant les banques et fenêtres participatives.

Une reprise confirmée de l'activité d'intermédiation bancaire, portée principalement par les trois groupes bancaires systémiques

Le paysage bancaire marocain demeure structuré autour de trois banques d'importance systémique à capital privé majoritairement marocain, qui concentrent 59,9% du total des actifs du secteur bancaire, 63,2% des crédits nets à la clientèle et 62,1% des dépôts collectés.

Ces établissements disposent par ailleurs d'une présence territoriale étendue, avec un réseau de 2.955 agences au Maroc, complété par une implantation internationale à travers 51 filiales et 22 succursales.

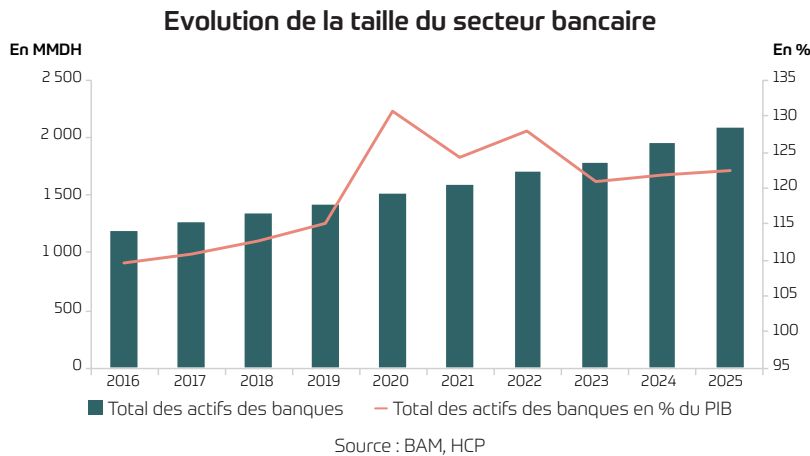
Composition du secteur bancaire-Part dans le total actif



Source : BAM, AMMC et ACAPS

En 2025, le total agrégé des actifs du secteur bancaire a atteint 2 323 milliards de dirhams, soit 136% du PIB contre 134% en 2024, marquant une hausse de 8,2% comparable à celle enregistrée l'année précédente, portée essentiellement par une dynamisation de l'activité de crédit.

Cette évolution intègre également la poursuite de la montée de la composante participative dont les actifs progressent de 24,7%, contre 19,2% un an auparavant, pour atteindre 48,5 milliards de dirhams en 2025 contre 38,9 milliards de dirhams en 2024.



Une structure du bilan des banques toujours dominée par les créances sur la clientèle

Les créances sur la clientèle des banques¹² ont progressé de 6,9% en 2025, contre 5,1% une année auparavant, pour s'établir à 1 153 milliards de dirhams, représentant ainsi 55,2% des emplois bancaires. Cette évolution s'est accompagnée de la poursuite du développement de l'activité des banques participatives, dont les créances sur la clientèle ont enregistré une hausse de 27,4%, portant leur encours à 43 milliards de dirhams.

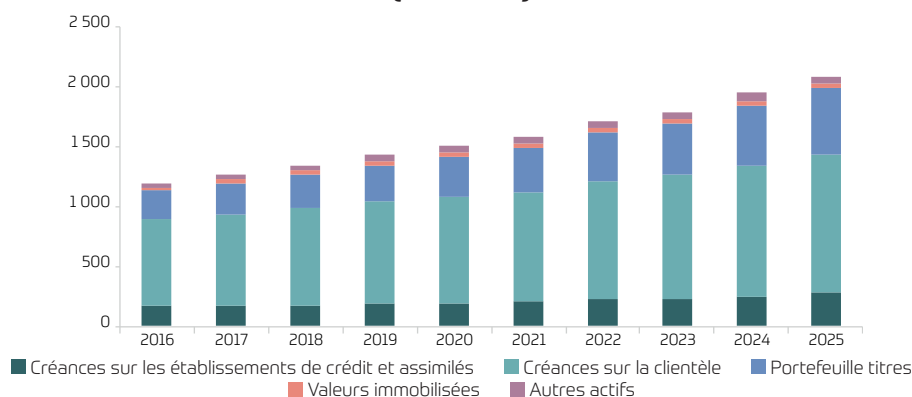
Les créances sur les établissements de crédit et assimilés ont poursuivi la même tendance, enregistrant une hausse de 10,8% pour s'établir à 283 milliards de dirhams, représentant 13,6% des emplois bancaires contre 13,1% en 2024.

L'activité de marché a poursuivi sa progression en 2025 de 8,2% mais à un rythme moins soutenu qu'en 2024 (16%), portant l'encours du portefeuille-titres détenu par les banques à 550 milliards de dirhams en 2025, contre 508 milliards de dirhams un an auparavant. Sa part dans les actifs bancaires s'est ainsi stabilisée autour de 26,3%.

Les autres actifs ont, quant à eux, totalisé 63 milliards de dirhams, en baisse de 10,8% par rapport à l'exercice précédent.

¹² Conventionnelles et participatives

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



Source : BAM

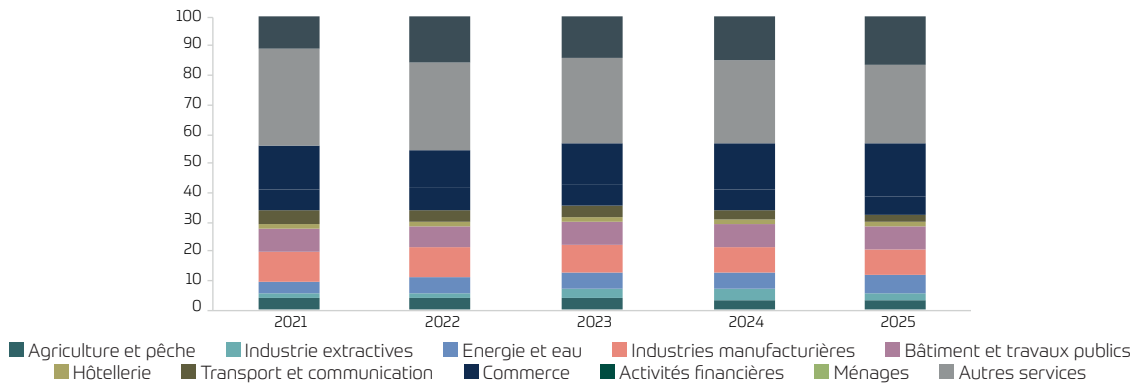
Une recomposition sectorielle du portefeuille de crédits au profit du financement productif

La ventilation sectorielle du portefeuille de crédits, globalement diversifiée, confirme une recomposition graduelle des expositions au cours des dernières années. La part des ménages a ainsi régressé progressivement, passant de 33,2% en 2021 à 26,7% en 2025, représentant un encours de 331 milliards de dirhams.

Parallèlement, les activités financières captent désormais 18,1% du portefeuille de crédits au lieu de 16,1% un an auparavant, soit 224 milliards de dirhams, suivies des autres services avec 16,3%, totalisant 202 milliards de dirhams. Les industries manufacturières et le secteur du BTP se partagent, à parts quasi-égales, 8,4% chacun du portefeuille, avec un encours avoisinant 104 milliards de dirhams pour chacun de ces secteurs.

Les secteurs du commerce et de l'énergie et eau représentent respectivement 6,4% et 5,9% des crédits à fin 2025, tandis que les industries extractives concentrent 2,3% du portefeuille. Le secteur des transports et communications, quant à lui, a vu sa part se contracter, revenant de 4,2% en 2021 à 2,4% en 2025.

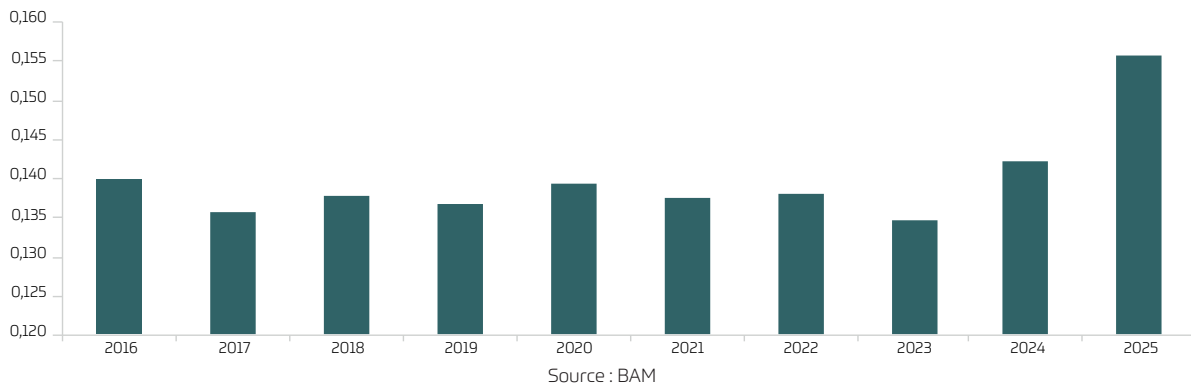
Répartition du portefeuille crédit par secteur d'activité (En %)



Source : BAM

La structure du portefeuille de crédits demeure globalement bien diversifiée en 2025, malgré une légère progression de l'indice de concentration Herfindahl-Hirschman (IHH), passé de 0,142 à 0,156.

Indice HHI mesurant la concentration des crédits



Source : BAM

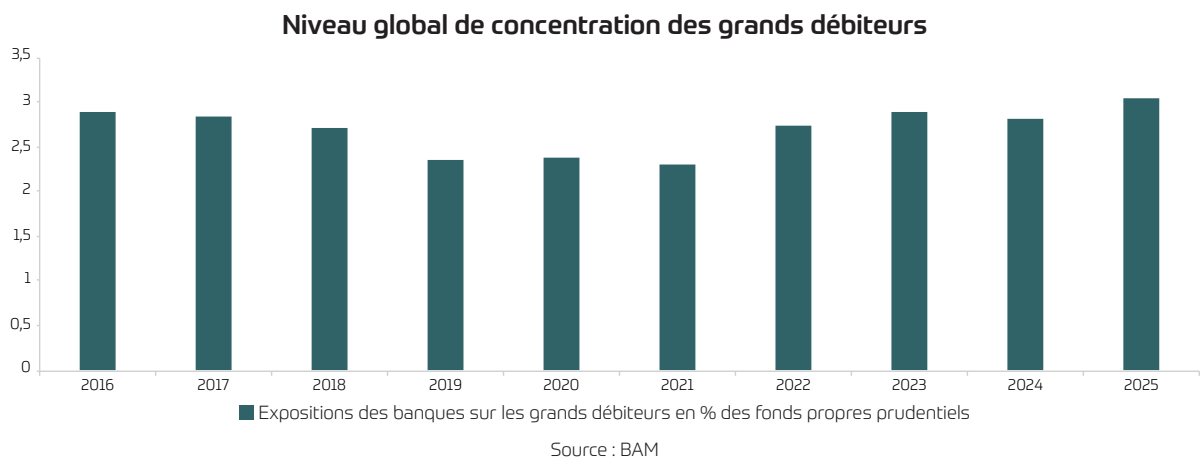
Un risque de concentration persistant sur les grands débiteurs

Les engagements des banques conventionnelles sur les grands débiteurs¹³ ont enregistré une progression marquée de 17,7% en 2025, correspondant à un encours additionnel de près de 95 milliards de dirhams. Leur exposition agrégée s'est ainsi établie à 630 milliards de dirhams, soit l'équivalent de trois fois les fonds propres prudentiels du secteur bancaire, contre 2,8 fois une année auparavant.

¹³ Un grand débiteur est entendu comme toute contrepartie ou groupe de contreparties bénéficiant d'un crédit dépassant les 5% des fonds propres de la banque.

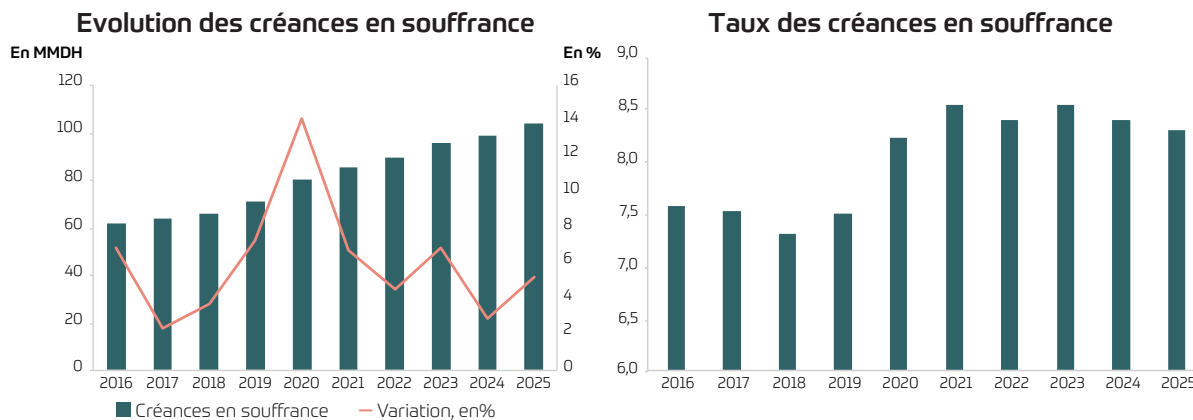
Cette dynamique a été portée principalement par les engagements bilanciaux, qui représentent 69% de l'encours total et sont constitués essentiellement de crédits et de titres de créance. Elle reflète le renforcement des expositions à l'égard d'un nombre limité de groupes de débiteurs, lesquels concentrent 85% des crédits accordés aux entreprises. Les encours de crédits octroyés à cette catégorie ont progressé de 9,5% en 2025, après une hausse de 3,7% en 2024, traduisant une accélération significative de leur rythme de croissance.

Les cinq premiers groupes concentrent près du tiers, soit 32% de l'encours total des grands débiteurs, contre 35% une année auparavant, tandis que la part des dix premiers groupes est revenue de 51% à 47%, traduisant une légère atténuation de la concentration au sommet de la distribution.



Une sinistralité élevée, avec toutefois un rythme de progression plus contenu

L'analyse de la qualité du portefeuille de crédit des banques au titre de l'exercice 2025 fait ressortir une nouvelle accélération des créances en souffrance de 5,2% à 103 milliards de dirhams, contre 2,8% une année auparavant. Cette progression est légèrement en dessous du rythme observé les années précédentes, durant lesquelles le taux d'accroissement annuel a été plus élevé, se situant à 6,8% en moyenne sur la période 2015-2023. Le taux de sinistralité moyen du secteur bancaire s'est ainsi établi à 8,3% contre 8,4% en 2024.

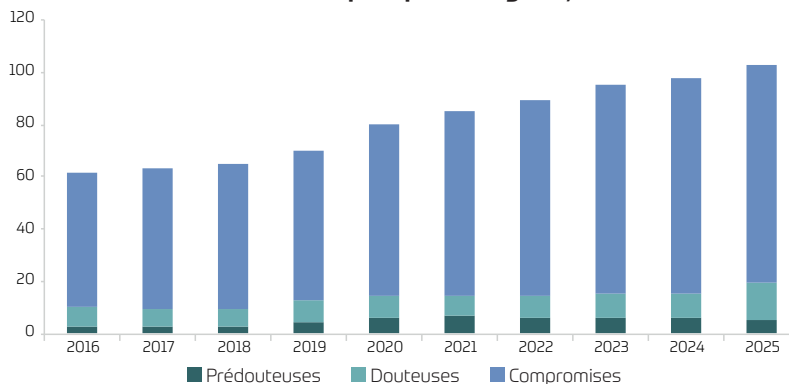


Source : BAM

Au plan sectoriel¹⁴, la sinistralité demeure différenciée selon les segments d'activité. Le commerce affiche le taux de sinistralité le plus élevé, à 15,6% contre 15,7% en 2024, suivi de l'industrie manufacturière avec 15,3% après 16,1% en 2024. L'hôtellerie enregistre un taux de 14,3%, en légère amélioration par rapport à 14,4% une année auparavant, bien qu'il demeure en deçà de la moyenne décennale de 22%. Le BTP affiche, quant à lui, un taux de 14,1% contre 14,8% en 2024, tandis que le secteur de l'agriculture et de la pêche enregistre une hausse à 13,2% après 10,4% en 2024, reflétant une vulnérabilité structurelle liée aux aléas climatiques.

Les créances en souffrance des ménages ont pour leur part, atteint 36 milliards de dirhams, en hausse de 4,3% par rapport à l'année précédente, portant le taux de sinistralité à 10,9% contre 10,7% en 2024.

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



Source : BAM

La structure des créances en souffrance met en évidence une prédominance des créances compromises représentant 81% du total de l'encours, en retrait de 360 points de base. Leur encours a enregistré une hausse limitée de 0,7%, s'établissant à 82,9 milliards de dirhams.

¹⁴ Disponible pour les banques conventionnelles seulement.

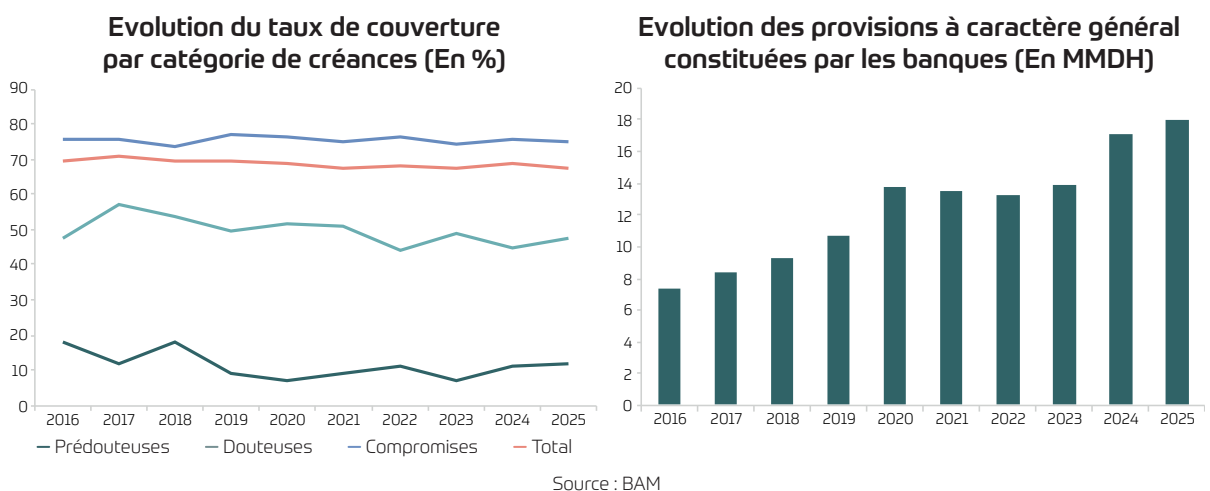
Les créances douteuses ont, pour leur part, enregistré une forte hausse de 68,3%, portant leur encours à 14,8 milliards de dirhams, soit une part de 14,4% du total contre 9% une année auparavant.

Les créances pré-douteuses ont cumulé un encours de 5 milliards de dirhams, en baisse de 1,5 milliard de dirhams par rapport à l'exercice précédent, soit un repli de l'ordre de 23,4%, ramenant leur part à 4,9% du total contre 6,7% en 2024.

Une couverture des créances en souffrance par les provisions maintenue à un niveau adéquat

Les provisions pour créances en souffrance ont atteint 70 milliards de dirhams à fin 2025, enregistrant une progression de 3,8% après 4,6% une année auparavant. Le taux de couverture global de ces créances s'est établi à 68%, couvrant un taux de 27,3% au niveau des banques participatives. La déclinaison par catégorie de risque fait ressortir un taux de 75% pour les créances compromises, 47% pour les créances douteuses et 12% pour les créances pré-douteuses. Pour les trois établissements à caractère systémique, ce taux s'est établi à 68,9% contre 69,2% à fin 2024.

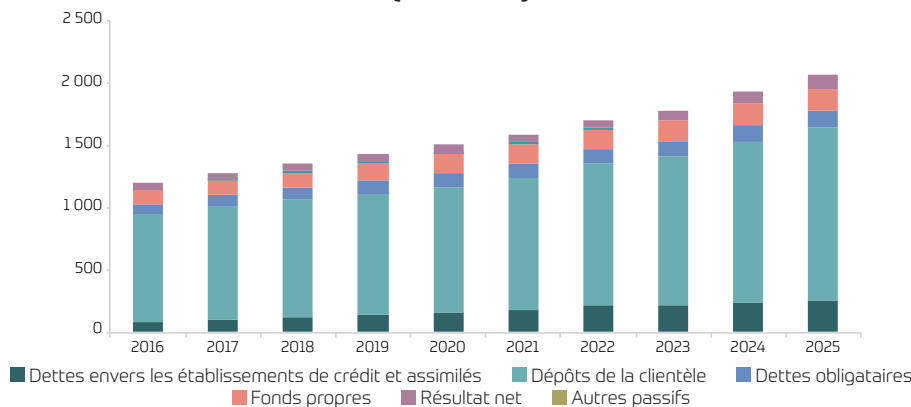
En sus de ces provisions spécifiques, les banques ont mobilisé des provisions à caractère général d'un montant de 18 milliards de dirhams, en progression de 5% comparativement à l'année précédente, traduisant une approche prospective dans la gestion du risque de crédit, alignée sur les exigences normatives internationales. Ces provisions constituent, conjointement aux fonds propres prudentiels, un coussin destiné à contribuer au renforcement de la résilience globale du système bancaire face aux chocs de crédit.



Une structure de financement qui se consolide dans un contexte de détente des taux

L'encours global des ressources bancaires a atteint 2 088 milliards de dirhams, en progression de 7,2%, contre 8,9% enregistrés l'année précédente. Cette évolution s'inscrit dans un contexte favorable de détente de la courbe des taux, initiée au second semestre de l'année précédente et s'est poursuivie au premier semestre 2025, qui a contribué à la réduction du coût des ressources bancaires tout en préservant la stabilité de leur structure.

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



Les dépôts de la clientèle demeurent le principal pilier de cette structure, avec un encours de 1 390 milliards de dirhams, représentant 66,6% des ressources bancaires, en hausse de 7,7% contre 9,4% en 2024. Cette progression intègre les dépôts de la clientèle des banques participatives, dont l'encours s'est établi à 18,3 milliards de dirhams contre 15,7 milliards de dirhams en 2024.

Les dettes envers les établissements de crédit et assimilés, deuxième poste des ressources bancaires, totalisent 260 milliards de dirhams en hausse de 6,8%, comparable à celle enregistrée l'année précédente, totalisant une part de 12,4% du total des ressources. Ces montants incluent les dettes contractées par les banques participatives auprès des établissements de crédit qui se sont élevées à hauteur de 4 milliards de dirhams contre 3,6 milliards en 2024.

À l'inverse, les dettes obligataires ont reculé de 4,6%, revenant à 125 milliards de dirhams contre 131 milliards un an auparavant, leur part dans les ressources totales se réduisant à 6% contre 6,7% en 2024.

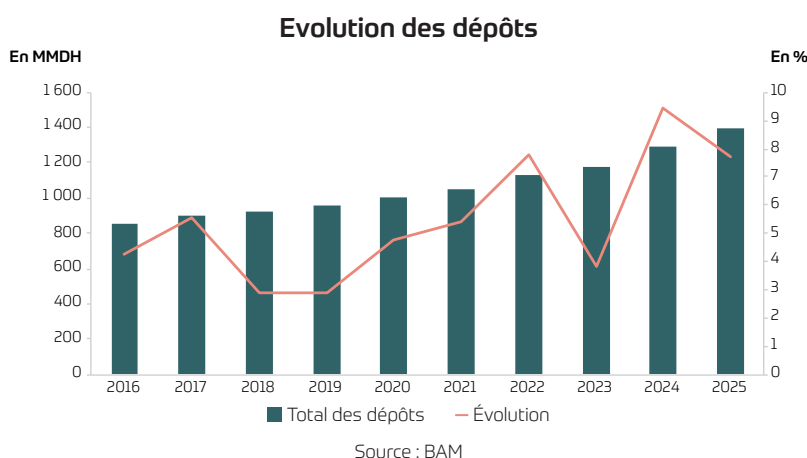
Le renforcement progressif des fonds propres et l'amélioration de la rentabilité contribuent à la résilience du système bancaire

Les banques ont continué de renforcer leurs fonds propres comptables s'établissant à 181 milliards de dirhams contre 170 milliards de dirhams en 2024 en hausse de 6,2%.

Le résultat net des banques a atteint 19,4 milliards de dirhams en hausse de 22,7% contre une hausse de 24,8% en 2024.

Une collecte de dépôts de la clientèle qui poursuit sa dynamique positive

L'encours des dépôts de la clientèle¹⁵ a continué de croître à un rythme soutenu en 2025, atteignant 1 390 milliards de dirhams, soit une progression de 7,7% sur un an. Malgré une décélération par rapport à la hausse de 9,4% enregistrée en 2024, cette évolution témoigne de la bonne dynamique de collecte du secteur bancaire. Dans ce total, les dépôts des banques participatives se sont élevés à 18,3 milliards de dirhams, en augmentation de 16%, contre 30% une année auparavant.



L'analyse par catégorie de dépôts confirme les grandes tendances structurelles observées ces dernières années, caractérisées par une concentration croissante des ressources à vue au détriment des placements à terme.

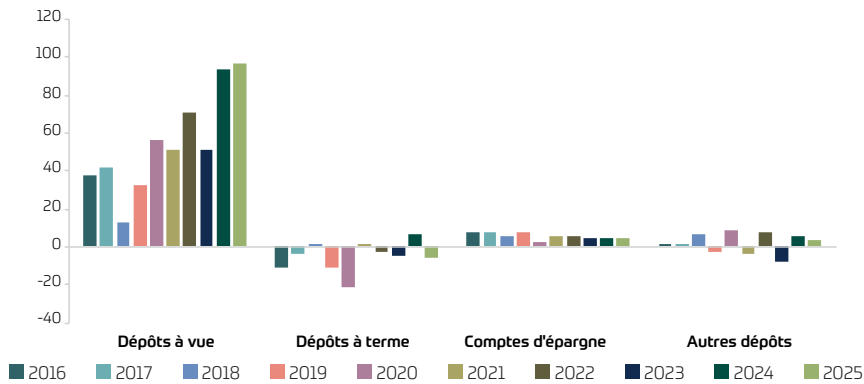
Les dépôts à vue ont progressé de 10,5% pour atteindre 1 019 milliards de dirhams, après une hausse de 11,3% en 2024, portant leur part à 73% du total des dépôts. Les comptes d'épargne ont, quant à eux, enregistré une progression de 2,5%, à 192 milliards de dirhams, représentant 14% de l'encours global, contre une moyenne de 16% observée sur la période 2015-2024.

A l'inverse, les dépôts à terme¹⁶ poursuivent leur repli, affichant un recul de 4,4% après la progression de 5,1% enregistrée en 2024, pour s'établir à 132 milliards de dirhams. Leur poids dans la structure des dépôts a ainsi poursuivi son érosion, revenant à 9% en 2025, contre 22% il y a dix ans. Les autres catégories de dépôts ont atteint 46 milliards de dirhams, soit près de 3% de l'encours total, en hausse d'environ 4 milliards de dirhams par rapport à l'année précédente.

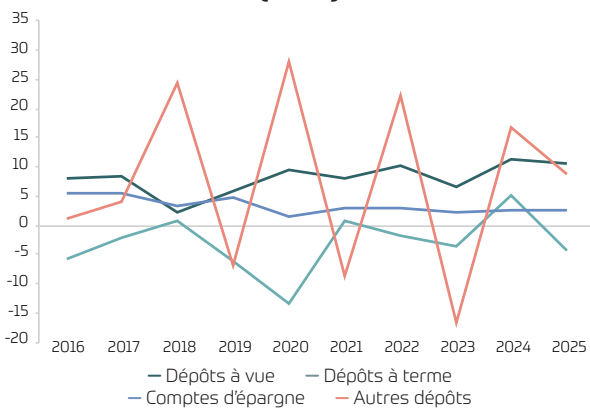
¹⁵ Des banques conventionnelles et participatives

¹⁶ Incluent les dépôts d'investissement des banques participatives de 4,6 MMDH

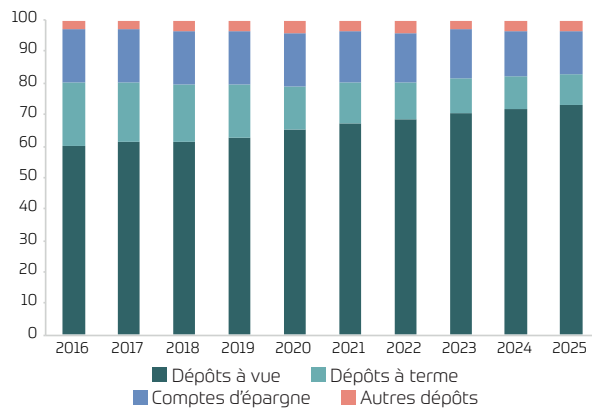
Additionnel des dépôts d'une année à l'autre par catégorie (En MMDH)



Evolution des dépôts bancaires par catégorie (En %)



Structure des dépôts par catégorie (En %)

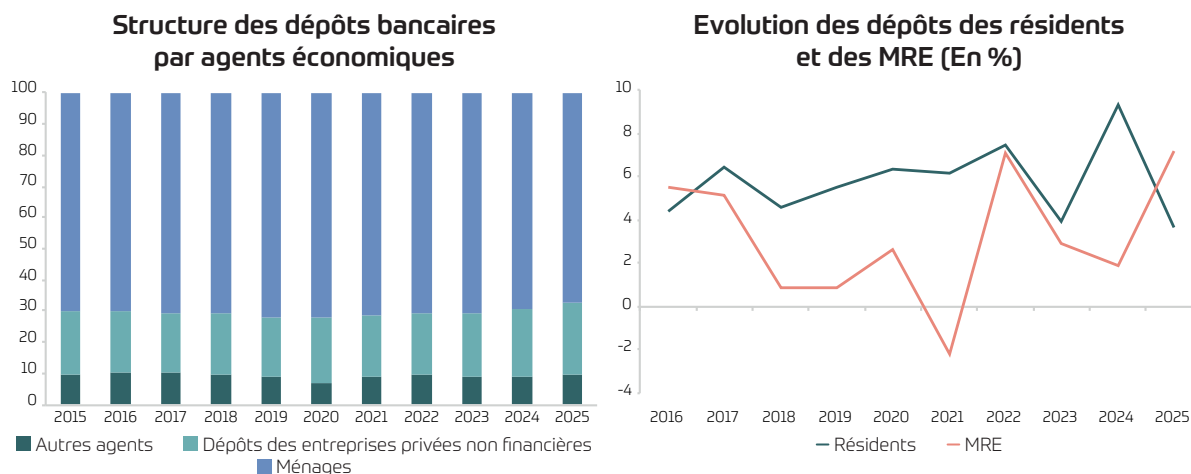


Source : BAM

Par catégorie de déposants, les particuliers résidents demeurent la principale source de collecte bancaire, avec un encours de 712 milliards de dirhams à fin 2025, en progression de 3,7% après une hausse de 9,4% en 2024. Ils concentrent ainsi 76% des dépôts des ménages et 51% de l'ensemble des dépôts de la clientèle. Les dépôts détenus par cette catégorie auprès des banques participatives se sont établis à près de 12 milliards de dirhams.

Les dépôts des Marocains Résidant à l'Étranger (MRE) ont poursuivi leur progression pour atteindre 223 milliards de dirhams, en hausse de 7,1% sur un an. Leur part dans les dépôts des ménages s'est maintenue à près de 24%. Les encours collectés auprès de cette clientèle par les banques participatives se sont établis à 783 millions de dirhams.

Les entreprises non financières privées ont, pour leur part, enregistré une augmentation de leurs dépôts de 13,4%, portant leur encours à 312 milliards de dirhams, soit une décélération par rapport à la croissance de 14,8% observée en 2024.

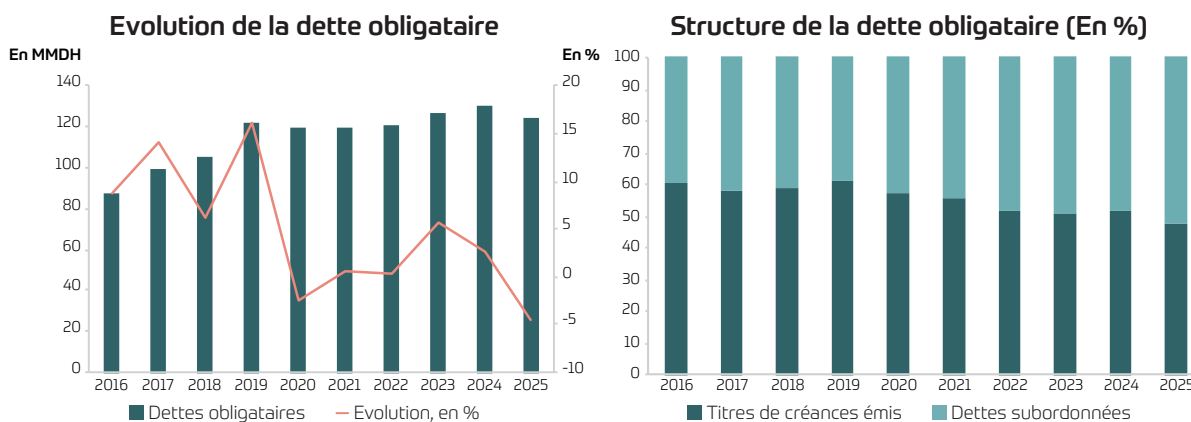


Source : BAM

Un marché obligataire en léger repli

L'encours des dettes obligataires émises par les banques s'est établi à 125 milliards de dirhams en 2025, en recul de près de 6 milliards de dirhams par rapport à l'année précédente. Cette évolution correspond à une baisse de 4,6%, après un ralentissement de la croissance à 2,6% en 2024. La part de ces instruments dans le total des ressources bancaires a ainsi poursuivi sa tendance baissière, revenant à 6%, après 6,7% en 2024 et une moyenne de 7,6% sur la période 2014-2023.

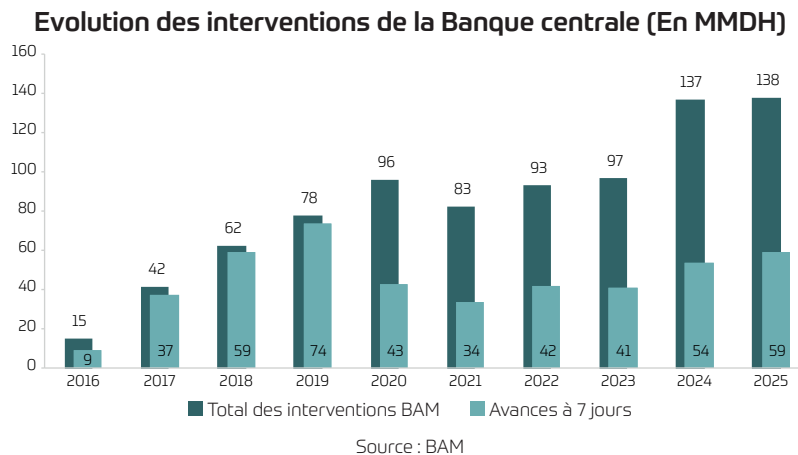
Cette évolution reflète principalement le repli des émissions de titres de créance, dont l'encours a diminué de 12,2% pour s'établir à 59 milliards de dirhams. À l'inverse, les dettes subordonnées ont progressé de 3,6%, après une hausse de 0,9% en 2024, pour atteindre 65 milliards de dirhams. Ce rythme demeure toutefois nettement inférieur à la croissance moyenne de 10,5% enregistrée sur la période 2014-2023.



Source : BAM

Poursuite du creusement du besoin de liquidité des banques en 2025

Le besoin de liquidité des banques s'est creusé en 2025. Bank Al-Maghrib a ainsi porté le volume de ses injections à 138 milliards, niveau assez comparable à celui de l'année précédente. Ces interventions ont été réparties principalement entre des avances à 7 jours à hauteur de 59 milliards, des opérations de pensions livrées pour un montant de 45 milliards et des opérations de prêts garantis pour un montant de 32,5 milliards.



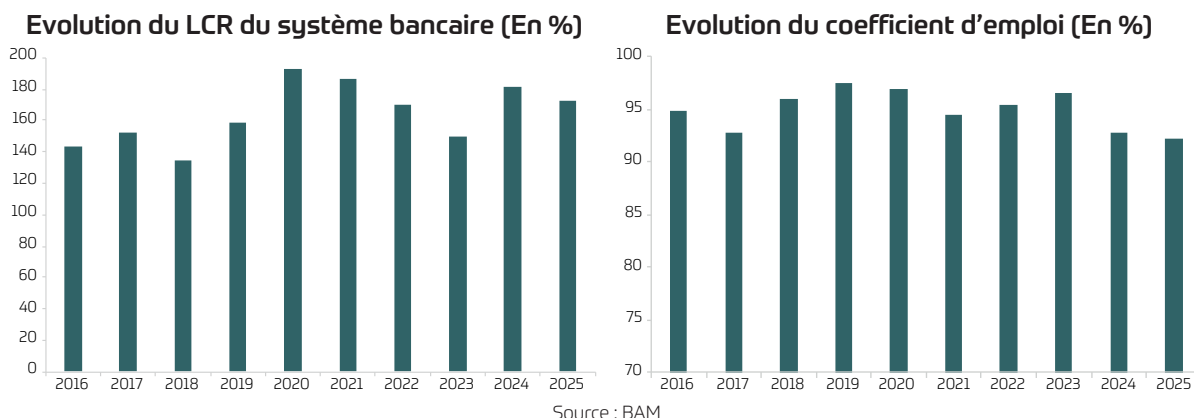
Les ressources bancaires¹⁷ ont enregistré un additionnel net de 135 milliards de dirhams, tiré principalement par les dépôts de la clientèle, qui ont progressé de 96 milliards de dirhams. Cette hausse a été supérieure à celle des crédits distribués, qui a atteint 86 milliards de dirhams. Ce différentiel de croissance entre ressources et emplois a ramené le niveau du coefficient moyen d'emploi¹⁸, indicateur qui mesure la part des dépôts mobilisée pour le financement par le crédit, à 92,2% au lieu de 92,7% en 2024.

Le ratio de liquidité à court terme (LCR) des banques conventionnelles, défini comme le rapport entre les actifs liquides de haute qualité (HQLA) et les sorties nettes de trésorerie sur un horizon de 30 jours, s'est établi en moyenne à 172% en 2025 contre 182% une année auparavant, se situant toujours largement au-dessus du seuil réglementaire minimum de 100%.

Parallèlement, le ratio structurel de liquidité à long terme (NSFR), entré en vigueur pour les banques marocaines le 1^{er} janvier 2025, s'est élevé à 133,2% en 2025. Ce niveau dépasse largement le seuil réglementaire minimal de 100%, attestant d'une structure de financement globalement confortable pour le secteur bancaire.

¹⁷ Des banques conventionnelles et participatives.

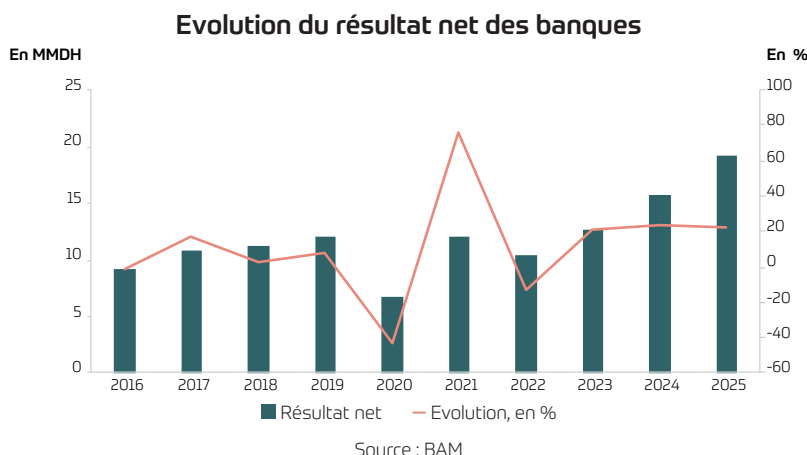
¹⁸ Pour les banques conventionnelles seules, ce coefficient s'est établi à 95,2% en 2025 contre 94,1% une année auparavant.



Bonne performance de la rentabilité bancaire pour la troisième année consécutive

Le résultat net bénéficiaire global des banques conventionnelles, calculé sur base sociale, s'est établi à 19,2 milliards de dirhams, prolongeant les bonnes performances observées ces deux dernières années. Sa croissance s'élève à 22,2%, après 24,1% en 2024 et 20,4% en 2023. Cette progression tient principalement à la combinaison d'une hausse du produit net bancaire et d'une diminution du coût du risque.

Le produit net bancaire (PNB) s'est élevé à 74 milliards de dirhams, en progression de 8,7%. Bien que ce rythme marque une décélération, il intervient après deux années successives de croissance soutenue, supérieure à 16%, en 2023 et 2024. Cette évolution résulte d'une accélération de la marge d'intérêt et de la marge sur commissions, dont l'effet a été partiellement atténué par le ralentissement des revenus issus des opérations de marché.

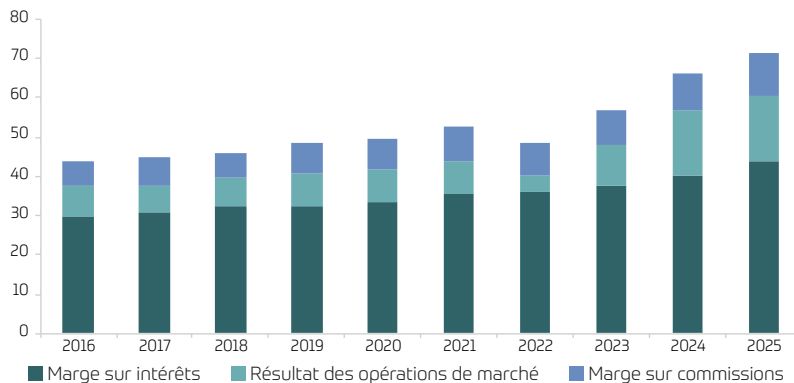


La marge d'intérêt s'est établie à 44 milliards de dirhams, en progression de 8,9% après une hausse de 7,3% une année auparavant, maintenant sa part dans le PNB à 59% au même niveau que l'année dernière.

La marge sur commissions a quant à elle affiché une accélération de son rythme de croissance à 10,5%, contre 7,8% en 2024, pour atteindre 10,7 milliards de dirhams.

S'agissant des activités de marché, leur résultat s'est établi à 16,7 milliards de dirhams, en progression modérée de 1,6%, après la hausse significative de 58,5% enregistrée une année auparavant. Leur contribution au PNB s'est ainsi réduite, passant de 24,2% en 2024 à 22,6%. Son évolution recouvre des dynamiques différenciées selon les segments. En effet, le résultat des opérations sur titres de transaction a accusé un repli de 15,2%, s'établissant à 9 milliards de dirhams. En revanche, les opérations de change ont poursuivi leur progression avec une croissance de 7,8%, pour un résultat de 6,4 milliards de dirhams. Les opérations sur titres de placement, pour leur part, ont affiché une hausse de 37,3%, portant leur résultat à 1,2 milliard de dirhams. Enfin, les opérations sur produits dérivés ont connu un retournement favorable, leur résultat passant d'un solde déficitaire de 875 millions de dirhams à un excédent de 201 millions.

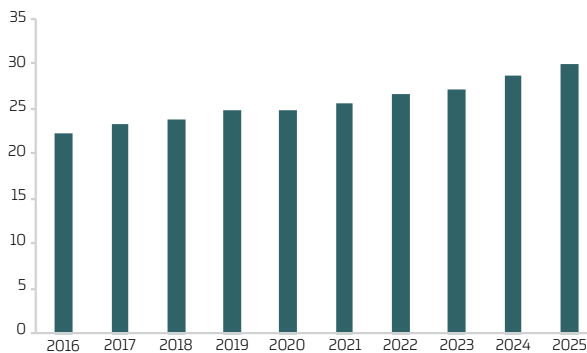
Evolution des composantes du PNB des banques (En milliards de dirhams)



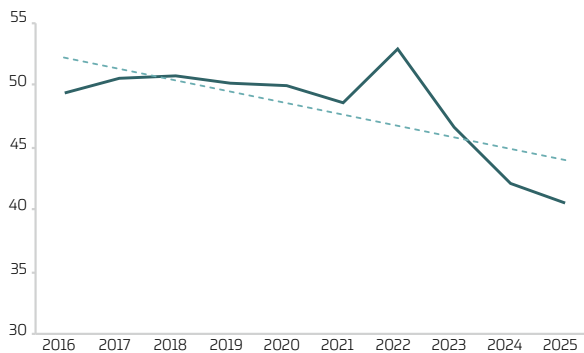
Source : BAM

Les charges générales d'exploitation se sont élevées à 30 milliards de dirhams, en augmentation de 4,7% contre 5,1% une année auparavant. Le coefficient moyen d'exploitation, rapportant ces charges au PNB, s'est établi à 40,6%, en amélioration de 1,5 points par rapport à l'exercice précédent.

Charges générales d'exploitation



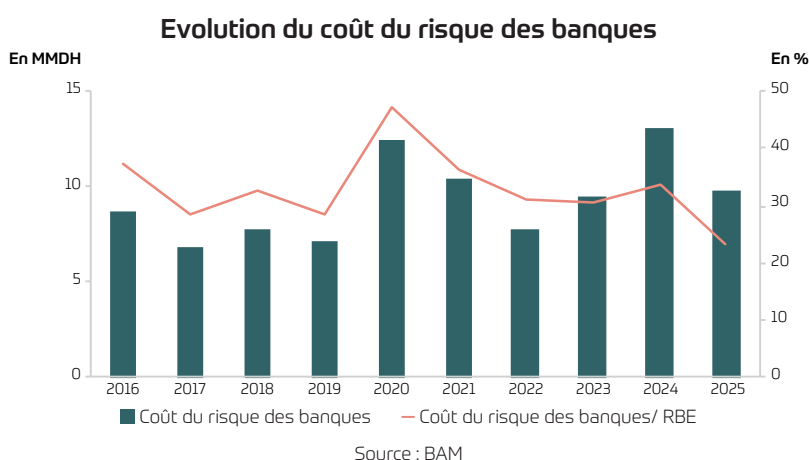
Coefficient moyen d'exploitation (En %)



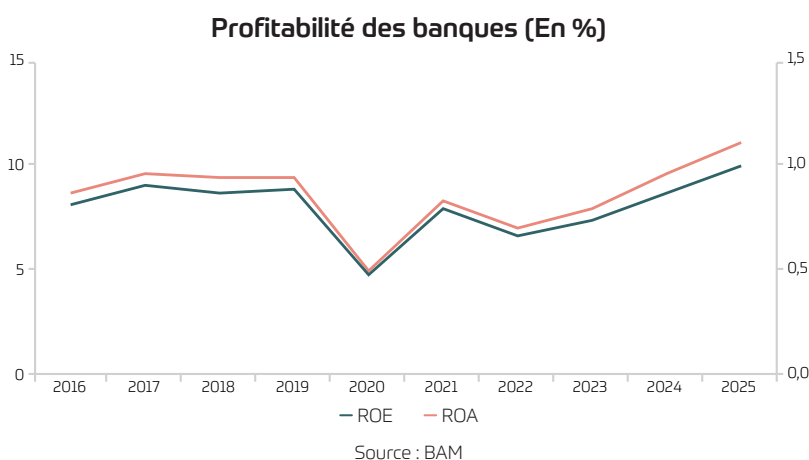
Source : BAM

Le résultat brut d'exploitation (RBE)¹⁹ a atteint 43 milliards de dirhams en 2025, en hausse de 9,3%, après son rythme beaucoup plus soutenu enregistré en 2024 et 2023 de 26,6% et 24,6% respectivement. Le résultat courant, pour sa part, a maintenu une progression similaire aux deux années précédentes de l'ordre de 26,8% au lieu de 21,3% en 2024 et 25,5% en 2023.

Parallèlement, le coût du risque²⁰ a enregistré un net repli de 25,1%, s'établissant à 9,8 milliards de dirhams, soit une baisse de 3,3 milliards de dirhams par rapport à l'exercice précédent. Rapporté à l'encours des crédits, il ressort en recul de 0,3 point pour se situer à 0,8%. Sa part dans le RBE s'est également réduite, passant de 33,6% à 23%, traduisant un allègement de la pression du risque sur la rentabilité d'exploitation des banques.



Ces évolutions se sont traduites par un rendement des actifs (ROA) qui s'est maintenu aux alentours de 1%, tandis que le rendement des fonds propres (ROE) s'est situé à près de 11,1%.



¹⁹ Le RBE est obtenu en ajoutant au produit net bancaire les produits non bancaires, déduction faite des charges non bancaires et des charges générales d'exploitation, y compris les dotations aux amortissements et aux provisions des immobilisations corporelles et incorporelles.

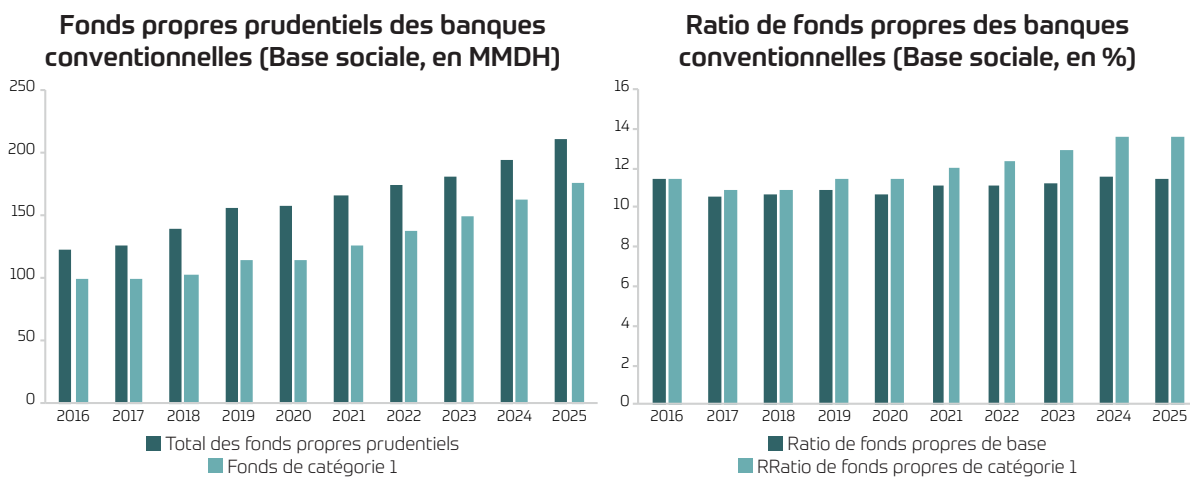
²⁰ Le coût annuel du risque des banques correspond au total des dotations nettes des reprises aux provisions.

Une assise prudentielle renforcée, largement au-dessus des exigences réglementaires

Les fonds propres prudentiels des banques conventionnelles se sont établis à 210 milliards de dirhams, en augmentation de 8,6 milliards par rapport à 2024. Les fonds propres de catégorie 1 en constituent la composante prépondérante avec un montant de 176 milliards de dirhams, soit 83,9% du total, dont 84,4% au titre des fonds propres de base. Les fonds propres de catégorie 2 s'élèvent quant à eux à 34 milliards de dirhams.

Les ratios prudentiels des banques conventionnelles se sont inscrits en amélioration par rapport à l'exercice précédent. Le ratio de solvabilité moyen, qui mesure la capacité des banques à couvrir leurs risques au moyen de leurs fonds propres, s'est établi à 16,1% contre 16,2% en 2024. Le ratio de fonds propres de catégorie 1 s'est maintenu autour de 13,5%, alors que le ratio de fonds propres de base, qui constitue l'indicateur de référence de la capacité d'absorption des pertes en période de tensions, s'est renforcé à 11,4% contre 11,26% en 2024.

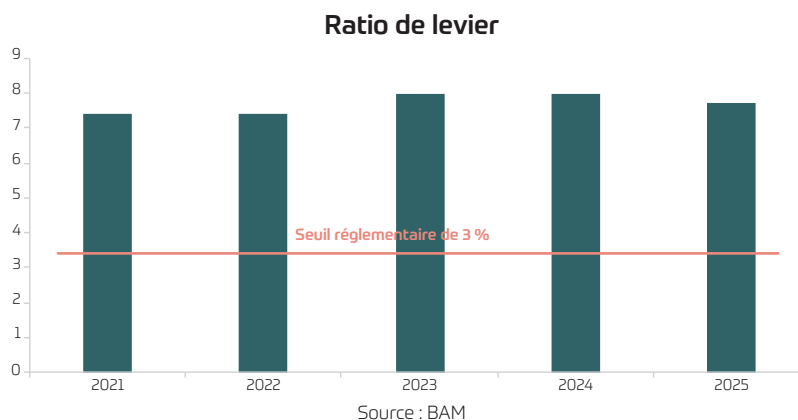
S'agissant des banques participatives, leurs ratios moyens de solvabilité et de fonds propres de catégorie 1 se sont établis à 13,7% et 13,5% respectivement.



Source : BAM

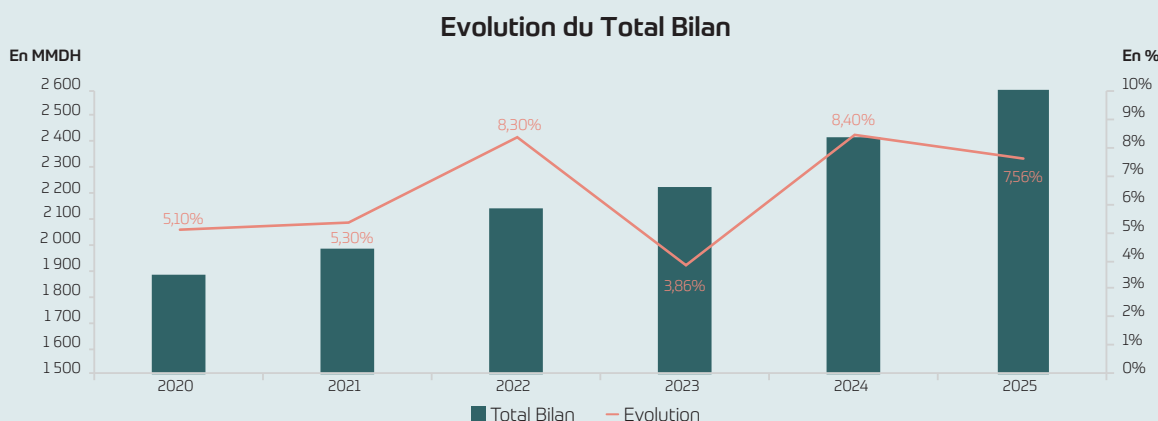
Le ratio réglementaire de levier, instauré par Bank Al-Maghrib en 2021, rapporte les fonds propres de catégorie 1 à l'ensemble des expositions bancaires, qu'elles soient inscrites au bilan ou en hors-bilan. Calibré à un minimum de 3% sur base sociale et consolidée, en ligne avec les standards internationaux, il vise à encadrer le niveau d'endettement des établissements bancaires.

À fin 2025, le ratio de levier moyen du secteur s'est établi à 7,73%, soit un niveau trois fois supérieur au seuil réglementaire minimal.

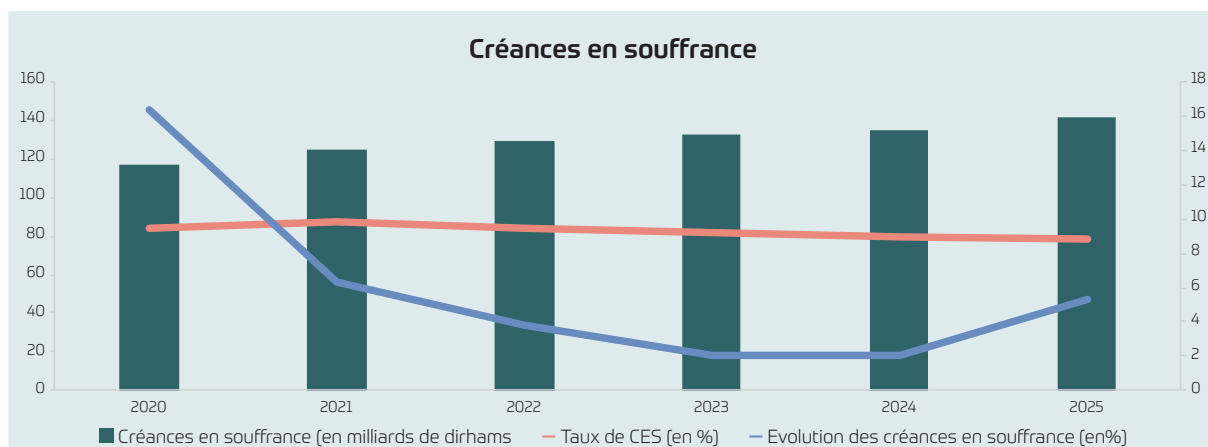


Encadré n° 6 : Évolution des principaux indicateurs du secteur bancaire, sur base consolidée

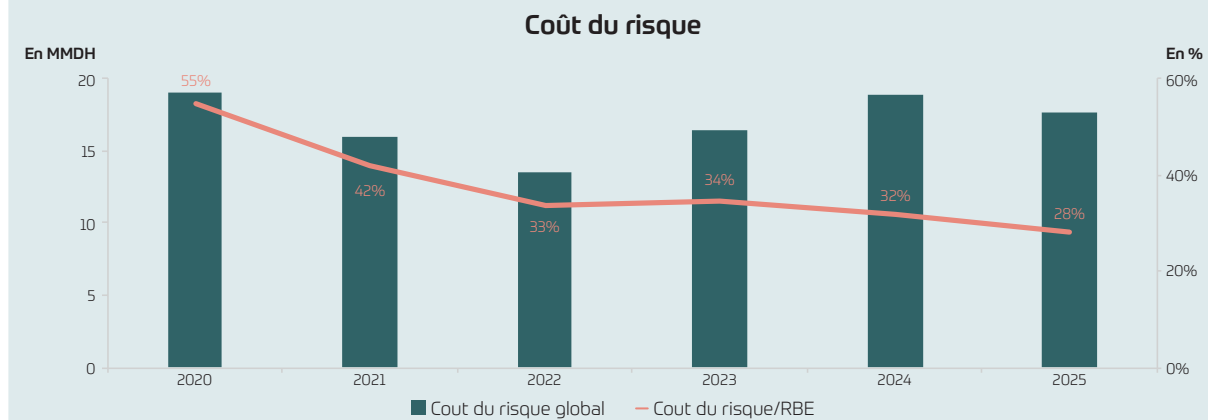
Sur base consolidée, le total du bilan agrégé des onze groupes bancaires s'est établi à 2 597 milliards de dirhams à fin 2025, en progression de 7,6% après une hausse de 8,4% en 2024. Les prêts et créances sur la clientèle demeurent la principale composante de l'actif, avec un encours de 1 485 milliards de dirhams, représentant 57,2% du total du bilan. Les autres actifs en constituent 13,4%, tandis que les actifs financiers évalués à la juste valeur par résultat en représentent 12,6%. Les actifs financiers évalués à la juste valeur par capitaux propres s'élèvent, quant à eux, à 95 milliards de dirhams, soit 3,7% du total des actifs.



S'agissant de la qualité du portefeuille de crédit consolidé, les créances en souffrance sur la clientèle se sont établies à 142 milliards de dirhams à fin 2025, en progression de 5,3% par rapport à l'année précédente. Malgré cette hausse en valeur absolue, le taux des créances en souffrance poursuit sa tendance baissière, revenant de 9,8% en 2021 à 8,8% en 2025, sous l'effet d'une croissance plus soutenue des encours de crédit. Ces créances demeurent couvertes par des provisions à hauteur de 68,7% en moyenne. Par ailleurs, les créances sensibles, classées en stade 2 au sens de la norme IFRS 9, affichent un taux moyen de provisionnement de 17,2%, contre 16,9% en 2024, tandis que les créances saines, classées en stade 1, restent provisionnées à hauteur de 0,8%, soit un niveau inchangé par rapport à l'année précédente.



Sur le plan de la rentabilité, le résultat net part du groupe consolidé du secteur bancaire s'est établi à 24,7 milliards de dirhams en 2025, en hausse de 16% par rapport à l'année précédente. Cette évolution reflète notamment la baisse du coût du risque consolidé, qui est revenu de 18,9 milliards de dirhams en 2024 à 17,6 milliards en 2025. Rapporté au résultat brut d'exploitation, ce dernier s'est établi à 28%, contre 32% un an auparavant.



Sur le plan de la solvabilité, les fonds propres consolidés des groupes bancaires se sont élevés à 263 milliards de dirhams à fin 2025, dont près de 229 milliards de dirhams de fonds propres de catégorie 1. Les ratios prudentiels demeurent largement supérieurs aux exigences réglementaires, le ratio moyen de solvabilité s'établissant à 14% et le ratio moyen de fonds propres de catégorie 1 à 12,2%.

Les banques marocaines disposent de coussins de fonds propres adéquats pour amortir les chocs macroéconomiques

Bank AL-Maghrib a réalisé un nouvel exercice de macro-stress test de solvabilité, fondé sur les données à fin 2025 des huit principales banques²¹, afin d'évaluer leur résilience face aux chocs économiques.

Cet exercice a été réalisé sur la base de trois scénarios macroéconomiques reposant sur des hypothèses de chocs d'intensité croissante : (i) un scénario central (Baseline), aligné sur les prévisions macroéconomiques publiées en juin 2026, (ii) un scénario sévère mais plausible, caractérisé par une dégradation des conditions macroéconomiques, et (iii) un scénario extrême, fondé sur l'hypothèse d'une forte récession résultant de la combinaison de plusieurs chocs macro-financiers.

Dans le scénario central, la croissance économique poursuivrait sa bonne dynamique en 2026-2027 ; grâce aux conditions climatiques très favorables et au raffermissement des activités non agricoles.

Pour sa part, le scénario sévère repose sur l'hypothèse d'une intensification et d'un élargissement du conflit au Moyen-Orient, entraînant de nouvelles perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales ainsi qu'une forte hausse des prix des matières premières. Ces évolutions se traduiraient par une accélération marquée de l'inflation et un ralentissement significatif de l'activité économique, tant au niveau international que national.

En revanche, le scénario extrême suppose une forte contraction du PIB en 2026, consécutive à un arrêt brutal de l'activité économique, d'une ampleur comparable à celle observée durant la crise sanitaire. Ce choc serait aggravé par un épisode de sécheresse assez sévère en 2027, qui induirait une baisse de la production céréalière à environ 25 millions de quintaux et une détérioration des performances des autres cultures agricoles.

²¹ AWB, BCP, BOA, SAHAM BANK, BMCI, CDM, CAM et CIH, représentent près de 80% du total actif du secteur bancaire.

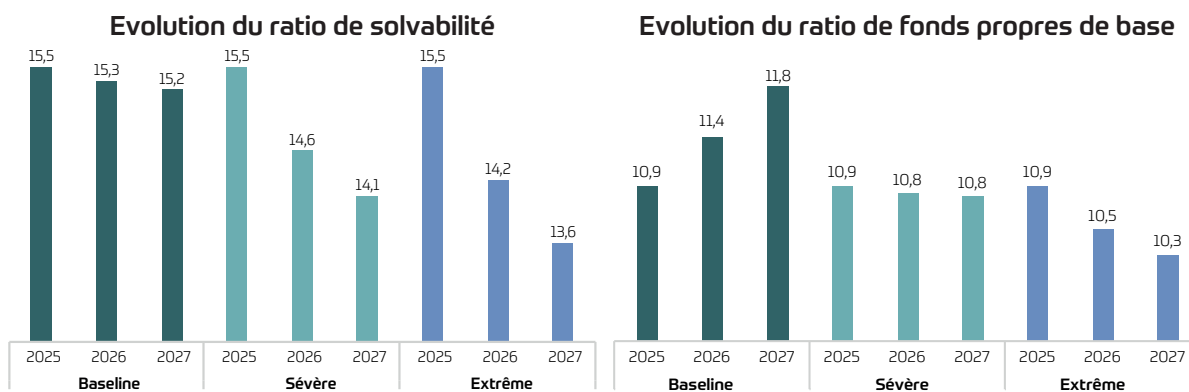
Scenarii macroéconomiques

		2025	2026	2027
DOMESTIQUE				
Croissance (%)	Baseline	4,9	5,2	3,1
	Sévère		0,6	0,3
	Extrême		-3,5	1,1
Inflation (%)	Baseline	0,8	1,5	2,1
	Sévère		3,9	5,3
	Extrême		0,4	1,6
Transferts des MRE (%)	Baseline	2,6	5,0	1,3
	Sévère		2,8	1,2
	Extrême		1,4	0,3
Recettes IDE (% du PIB)	Baseline	3,5	3,5	3,5
	Sévère		2,0	2,0
	Extrême		1,5	1,5
EXTERIEUR				
Croissance zone euro (%)	Baseline	1,2	1,1	1,2
	Sévère		-1,6	0,9
	Extrême		-4,6	4,8
Croissance Afrique subsaharienne (%)	Baseline	4,1	4,3	4,4
	Sévère		3,3	3,3
	Extrême		2,3	2,6
Prix du pétrole(\$/baril)	Baseline	69,0	82,6	67,2
	Sévère		112,6	107,5
	Extrême		70,9	74,7
Prix des matières premières hors énergie (%)	Baseline	2,7	2,8	-2,8
	Sévère		12,4	8,8
	Extrême		-2,5	2,6

Le scénario central, fondé sur une évolution favorable des conditions macro-financières, se traduirait par une stabilisation du taux moyen des créances en souffrance des huit principales banques à près de 9,8% sur la période 2025-2027. Parallèlement, la progression des marges d'intérêt et des commissions soutiendrait le résultat net des établissements soumis au stress test. Dans ce contexte, les banques préserveraient des niveaux confortables de fonds propres prudentiels, avec un ratio moyen de solvabilité, sur base sociale, avoisinant 15,2% et un ratio moyen de fonds propres de base s'établissant à 11,8% à fin 2027.

Dans le scénario sévère, la dégradation des conditions macroéconomiques affecterait la capacité de remboursement des ménages et des entreprises, se traduisant par une hausse du taux moyen des créances en souffrance, qui passerait de 9,1% en 2025 à 11,1% en 2027. Cette évolution contraindrait les banques à renforcer leurs provisions afin de couvrir l'augmentation du risque de crédit. Par ailleurs, le ralentissement des principales composantes du compte de résultat pèserait sur les fonds propres. Entre 2025 et 2027, le ratio de solvabilité reculerait d'environ 141 points de base, tandis que le ratio des fonds propres de base diminuerait de 10 points de base, à l'inverse du scénario central, qui prévoit un renforcement de ce ratio.

L'arrêt de l'activité économique stipulé dans le scénario extrême entraînerait une détérioration marquée de la situation financière des ménages et des entreprises non-financières, portant le taux moyen des créances en souffrance à 11,5% en 2026, puis à 12,8% en 2027. L'augmentation du coût du risque qui en résulterait, conjuguée à la contraction des marges d'intérêt et des commissions en 2026, se traduirait par une forte baisse du résultat net des banques. Bien que la reprise de l'activité en 2027 permette une amélioration partielle de leur rentabilité, les ratios moyens de fonds propres prudentiels et de fonds propres de base poursuivraient leur repli, pour s'établir respectivement à 13,6% et 10,3% à l'horizon 2027. Pour autant, les banques devraient, en moyenne, continuer de respecter les exigences réglementaires minimales en vigueur.

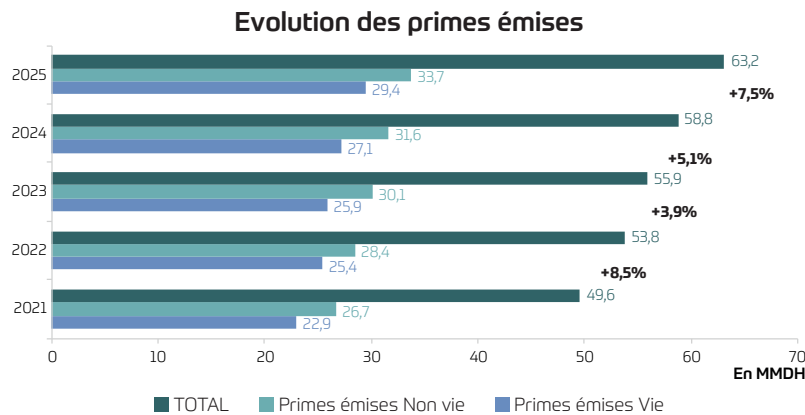


Source : BAM

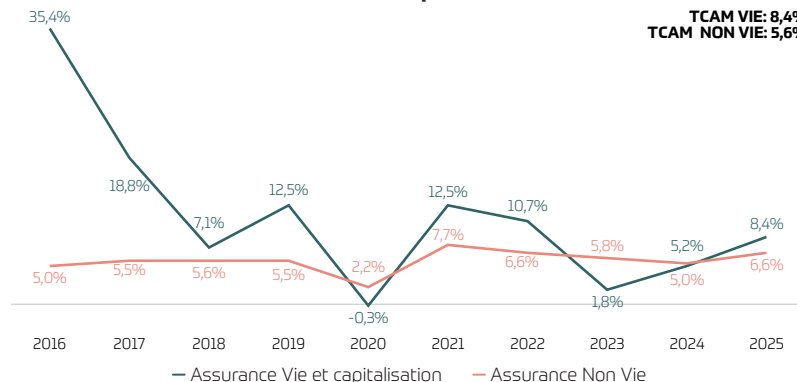
III.2. Secteur des assurances

Poursuite de la dynamique de croissance du secteur des assurances

En 2025, le secteur des assurances a poursuivi sa dynamique de croissance dans un contexte économique globalement favorable. Les primes émises se sont établies à 63,2 milliards de dirhams, en progression de 7,5% par rapport à l'exercice précédent, sous l'effet de la contribution positive des branches vie et non-vie.



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



Source ACAPS

La branche vie a enregistré un volume de primes de 29,4 milliards de dirhams, en hausse de 8,4%. Cette évolution reste principalement tirée par l'activité d'épargne, dont la collecte s'est établie à 25,8 milliards de dirhams, soit une progression de 8,9% par rapport à l'année précédente.

Dans le détail, les supports en dirhams continuent de concentrer l'essentiel de la collecte de l'épargne avec un chiffre d'affaires de 23,6 milliards de dirhams et une croissance de 6,5%.

Les contrats en unités de compte ont, pour leur part, poursuivi leur essor enregistrant des flux de 2,2 milliards de dirhams, en forte hausse de 43,3%. Bien que leur poids reste encore limité, leur croissance soutenue traduit une évolution progressive de la structure de l'épargne vers

ce type de supports, davantage sensible aux marchés financiers. Cette dynamique s'inscrit, dans un contexte de bonne tenue du marché financier et de recherche de rendement par les épargnants.

L'assurance décès a quant à elle enregistré un volume de primes de 3,6 milliards de dirhams, en progression de 5,1%, représentant près de 12% de la branche vie. Cette activité demeure principalement adossée au segment de l'assurance décès emprunteur, dont l'évolution reste étroitement liée à la dynamique du crédit bancaire.

S'agissant de la branche non-Vie, celle-ci a enregistré un volume de primes de 33,7 milliards de dirhams, en progression 6,6%. Cette progression est en phase avec la croissance de l'assurance automobile, qui demeure le principal vecteur de cette branche et dont le chiffre d'affaires s'est élevé à 16,2 milliards. Les catégories « Accidents corporels - Maladie - Maternité » et « Accidents du travail-Maladies Professionnelles » ont également contribué à la progression de ladite branche, avec des hausses respectives de 7,0% et 3,6%, pour des volumes de primes de 6,0 milliards et 2,9 milliards de dirhams. À elles seules, ces trois catégories concentrent 74,2% des primes non-vie.

Les autres catégories ont totalisé 8,7 milliards de dirhams de primes, soit 25,8% du portefeuille non vie, en progression de 7,5% par rapport à l'exercice précédent. Malgré cette évolution, leur poids demeure relativement limité dans la structure globale de la branche.

Cette configuration confirme la concentration persistante de l'activité non-vie autour d'un nombre restreint de segments, laissant entrevoir des marges de développement au niveau des catégories dont le poids demeure encore modeste.

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

	2024	2025
Assurances vie et capitalisation	46,2%	46,6%
Collecte épargne	40,3%	40,9%
Décès	5,9%	5,7%
Assurances non - vie	53,8%	53,4%
Garanties contre les conséquences d'évènements catastrophiques	1,1%	1,1%
Automobile	25,8%	25,6%
Accidents du Travail et Maladies Professionnelles	4,7%	4,5%
Accidents corporels	9,6%	9,5%
Incendie	4,2%	4,0%
Assistance - crédit - caution	3,2%	3,2%
Autres	5,3%	5,5%
Total	100%	100%

Source : ACAPS

Les acceptations en réassurance ont, pour leur part, enregistré une progression de 4,5% pour atteindre 4,4 milliards de dirhams. Cette activité demeure largement concentrée sur la branche non-vie, qui représente près de 94,9% du chiffre d'affaires des acceptations, et reste dominée par le réassureur exclusif, dont la part de marché dépasse 78%.

S'agissant de l'activité Takaful, celle-ci a généré un volume de primes de 141,9 millions de dirhams en 2025, en hausse de 49,5% par rapport à l'exercice précédent. La catégorie Takaful famille, qui regroupe l'assurance décès et l'investissement Takaful, a représenté 90,2% de ce total. L'assurance incendie et la couverture contre les événements catastrophiques n'ont représenté respectivement que 7,6% et 0,7%.

En ce qui concerne la réassurance de l'activité Takaful, les acceptations ont enregistré un chiffre d'affaires de 10 millions de dirhams, contre 18 millions une année auparavant.

Au total, le chiffre d'affaires global du secteur des assurances, incluant l'activité Takaful ainsi que les acceptations en réassurance, s'est établi à 67,7 milliards de dirhams en 2025, en progression de 7,3% par rapport à l'exercice précédent.

Avec un niveau de croissance du secteur proche de celui du PIB, le taux de pénétration en 2025 demeure stable à 3,7%.

Encadré n° 7 : Les leviers de développement du secteur de l'assurance au service de la résilience sociale et économique

En 2025, l'ACAPS a finalisé une étude portant sur les leviers de développement du secteur des assurances au Maroc. Menée selon une démarche participative impliquant l'ensemble des parties prenantes, cette initiative s'inscrit dans les efforts visant à renforcer le rôle de l'assurance dans l'économie, notamment à travers l'élargissement de la couverture assurantielle et l'amélioration du taux de pénétration. Elle a abouti à l'élaboration d'une feuille de route structurée autour de plusieurs chantiers majeurs destinés à soutenir le développement du secteur et à renforcer son rôle dans la protection des ménages et des biens.

L'un des principaux chantiers est consacré au renforcement de l'inclusion assurantielle. Avec un taux de pénétration de l'assurance de 3,7% du PIB, contre 7,3% à l'échelle mondiale, le marché marocain présente un potentiel de développement important. L'étude met ainsi en avant plusieurs leviers, notamment le développement de produits mieux adaptés aux besoins des populations insuffisamment couvertes ainsi que l'élargissement du champ des assurances obligatoires afin d'intégrer progressivement et systématiquement la couverture de certains risques majeurs.

Un autre chantier prioritaire porte sur le renforcement de la résilience du secteur face à l'évolution des risques. La montée des cybermenaces, l'intensification des catastrophes naturelles sous l'effet du changement climatique, ainsi que l'émergence de nouveaux risques appellent à une adaptation continue des mécanismes de couverture. L'étude préconise, à cet égard, le développement de solutions assurantielles adaptées à ces nouveaux aléas, tout en encourageant le renforcement des dispositifs de prévention afin d'accroître la capacité du secteur à absorber les chocs et à soutenir la résilience de l'économie.

Le déploiement des chantiers prévus par la feuille de route issue de cette étude, contribuera à renforcer le rôle du secteur des assurances, en tant qu'acteur clé de la résilience sociale et économique.

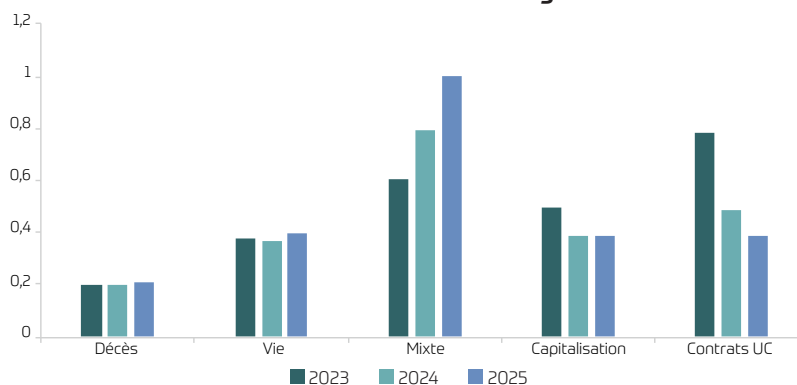
Une concentration marché globalement stable

La concentration du marché des assurances est restée globalement stable en 2025. L'indice Herfindahl-Hirschman (IHH), utilisé comme mesure de la concentration, s'est établi à 0,118, confirmant le maintien d'un niveau de concentration modéré du secteur.

Dans la continuité des années précédentes, la branche vie maintient un niveau de concentration relativement élevé, avec un indice IHH de 0,184. Cette configuration demeure liée au nombre limité d'entreprises présentes sur ce segment ainsi qu'à une répartition inégale des parts de marché, avec trois entreprises concentrant plus des deux tiers des primes émises de la branche.

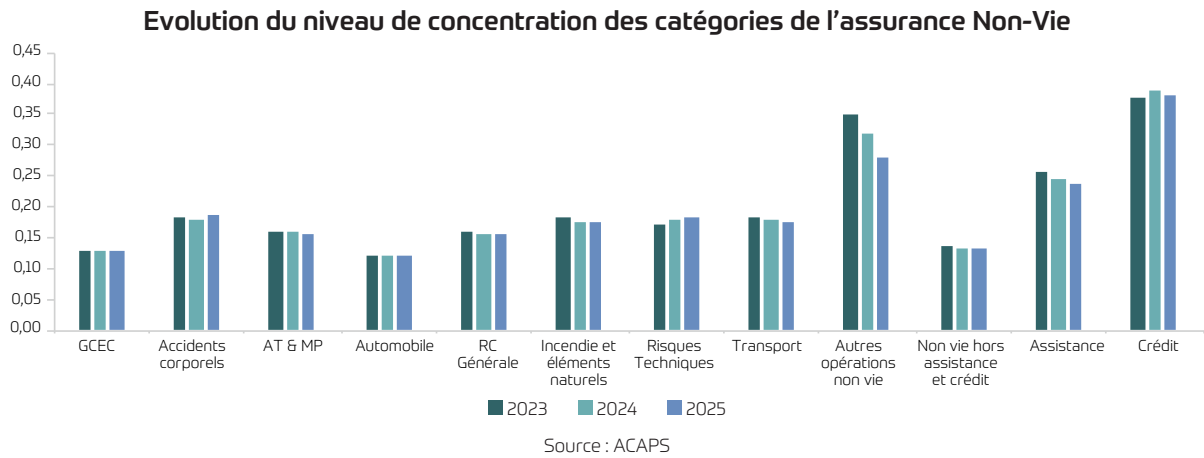
Ce constat de concentration élevé reste visible au niveau de toutes les catégories de l'assurance vie.

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



Source : ACAPS

Pour ce qui est de la branche non-vie, celle-ci conserve un niveau de concentration modéré, avec un indice IHH de 0,119. Cette situation demeure observée au niveau de la plupart des principales catégories de la branche, notamment l'automobile, les accidents du travail, la responsabilité civile générale et la GCEC. Certaines catégories continuent toutefois d'afficher des niveaux de concentration plus élevés, notamment l'assistance, le crédit-caution et les autres opérations d'assurance, commercialisés par un nombre limité d'opérateurs généralement spécialisés sur ces segments.

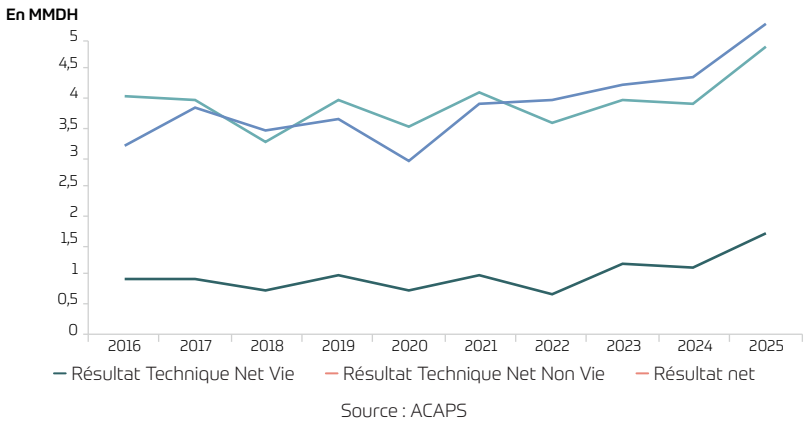


Une rentabilité en hausse, portée par la bonne tenue du résultat financier

En 2025, le secteur des assurances a consolidé sa rentabilité, profitant de la bonne tenue du marché financier. Le résultat net du secteur a ainsi progressé de 21,4% pour atteindre 5,3 milliards de dirhams. Cette progression a concerné aussi bien le résultat technique de la branche vie que celui de la branche non-vie.

Évolution des composantes du résultat technique net			
	2024	2025	Variation %
Résultat technique net vie	1 119,6	1 675,3	49,6%
Résultat technique net non-vie	3 903,7	4 907,1	25,7%
Résultat non technique	363,0	10,3	-97,2%
Résultat avant impôt	5 388,3	6 592,6	22,4%
Impôt sur les résultats	1 014,7	1 282,6	26,4%
Résultat net	4 373,6	5 310,0	21,4%

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



De son côté, la branche vie a contribué à cette évolution favorable, avec un résultat technique net de 1,7 milliard de dirhams, en hausse de 49,6%. Cette performance demeure principalement portée par l'activité décès, dont le résultat technique a atteint 1,4 milliard de dirhams, en progression de 17,6%. Cette activité continue de bénéficier d'une marge technique favorable (+15,8%), à laquelle s'ajoute une contribution positive du résultat financier (+24,7%).

L'activité épargne a, quant à elle, dégagé un résultat technique de 231,5 millions de dirhams principalement porté par le résultat financier dans le sillage de la bonne performance du marché financier.

Evolution des composantes du résultat technique net vie

	2024	2025	Variation %
Primes acquises	27 143,9	30 561,9	12,6%
Charges de prestations	26 684,4	30 238,8	13,3%
Charges d'acquisition et de gestion nettes	2 264,9	2 399,9	6,0%
Solde Financier	2 951,9	3 768,3	27,7%
Résultat technique brut	1 146,5	1 691,6	47,5%
Solde de réassurance	-26,9	-16,4	
Résultat technique net	1 119,6	1 675,3	49,6%

La branche non-vie qui demeure le principal contributeur à la rentabilité du secteur a dégagé un résultat technique net de 4,9 milliards de dirhams, en hausse de 25,7% par rapport à l'exercice précédent.

Cette progression résulte principalement de la performance du solde financier, qui a atteint 5,6 milliards de dirhams, en augmentation de 41,5%. Cette évolution a largement compensé le recul de la marge brute d'exploitation, ramenée à 2,2 milliards de dirhams (-10,5%) sous l'effet d'une sinistralité plus élevée. Elle a également permis d'atténuer l'impact défavorable du solde de réassurance, qui s'est établi à -2,9 milliards de dirhams au détriment des cédants.

Evolution des composantes du résultat technique net non-vie

	2024	2025	Variation %
Primes acquises	31 869,0	34 051,6	6,8%
Charges de prestations	21 193,8	23 256,6	9,7%
Charges d'acquisition et de gestion nettes	8 193,2	8 574,0	4,6%
Solde Financier	3 971,5	5 617,8	41,5%
Résultat technique brut	6 453,5	7 838,8	21,5%
Solde de réassurance	-2 549,8	-2 931,7	
Résultat technique net	3 903,7	4 907,1	25,7%

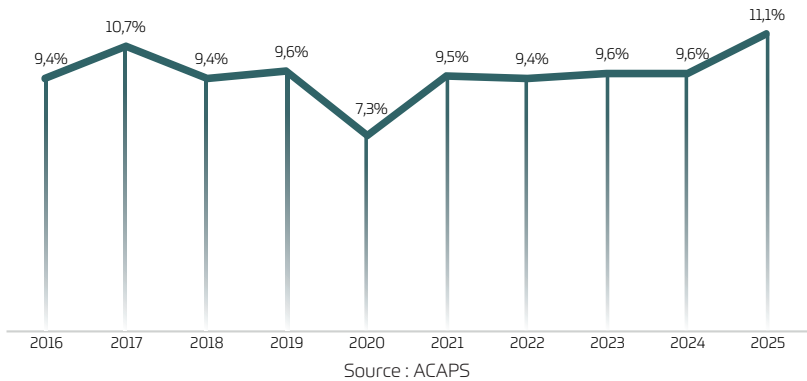
En contraste avec la dynamique favorable des composantes techniques du résultat, le résultat non technique a enregistré un net repli, passant de 363 millions de dirhams en 2024 à 10,3 millions de dirhams. Cette évolution reflète la contraction simultanée des éléments récurrents et non récurrents qui composent cette rubrique, réduisant ainsi significativement sa contribution à la rentabilité globale du secteur.

Évolution des composantes du résultat non technique

	2024	2025	Variation %
Produits non techniques nets courants	707,2	514,6	-192,6
Produits non techniques nets non courants	-344,2	-504,3	-160,1
Résultat non technique	363,0	10,3	-352,7

Dans l'ensemble, l'évolution favorable du résultat (+21,4%), largement supérieure à celle des fonds propre (+5,1%) a permis au secteur d'améliorer son ROE de 1,5 point pour le porter à 11,1%, soit le niveau le plus élevé observé au cours des dix dernières années.

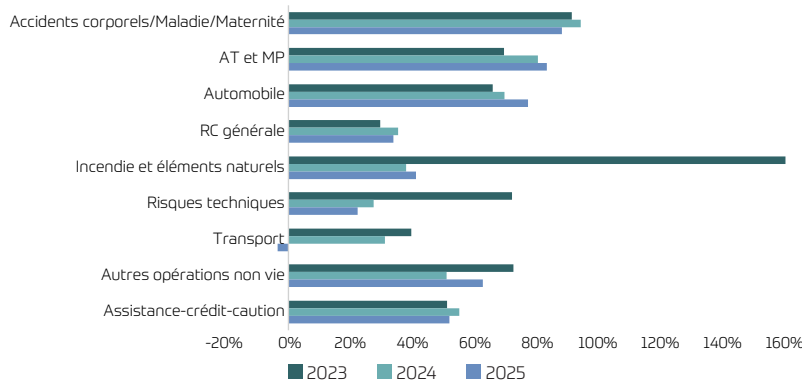
Evolution du retour sur fonds propres (ROE) des assureurs directs



Une sinistralité qui augmente

En 2025, la sinistralité du secteur des assurances s’est inscrite à la hausse. Le ratio de sinistralité brut s’est établi à 68,5%, contre 66,7% en 2024. Cette dégradation a été observée chez la majorité des entreprises d’assurances et a été principalement portée par des catégories clés de la branche non-vie. Il s’agit notamment de l’automobile, premier segment de cette branche, dont le ratio de sinistralité a augmenté de 7,6 points pour atteindre 76,9%. La hausse a également été observée au niveau de la catégorie « Accidents du travail -Maladies Professionnelles » avec un ratio S/P brut qui s’est accru de 2,9 points pour s’établir à 82,9%. À l’inverse, certaines catégories, notamment « Accidents corporels - Maladie - Maternité » ainsi que « Assurances des risques techniques » et « Transport », ont vu leur ratio de sinistralité reculer, contribuant ainsi à atténuer cette dégradation.

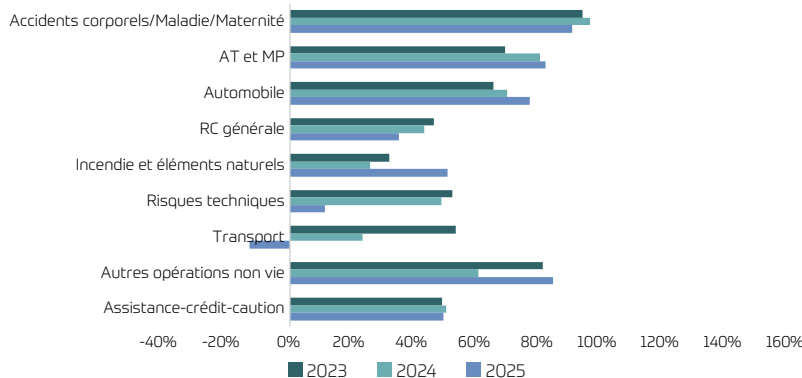
Evolution du S/P brut par catégorie non-vie des assureurs directs sur les trois dernières années



Source : ACAPS

L'analyse de la sinistralité nette de réassurance fait ressortir la même tendance. Le ratio net s'est ainsi établi à 73,5%, contre 70,9% en 2024. Il demeure toutefois supérieur au ratio brut, traduisant une contribution plus limitée de la réassurance au cours de l'exercice. Cette situation pourrait notamment s'expliquer par la baisse des sinistres majeurs sur certaines catégories fortement réassurées, limitant ainsi l'activation des couvertures en réassurance.

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

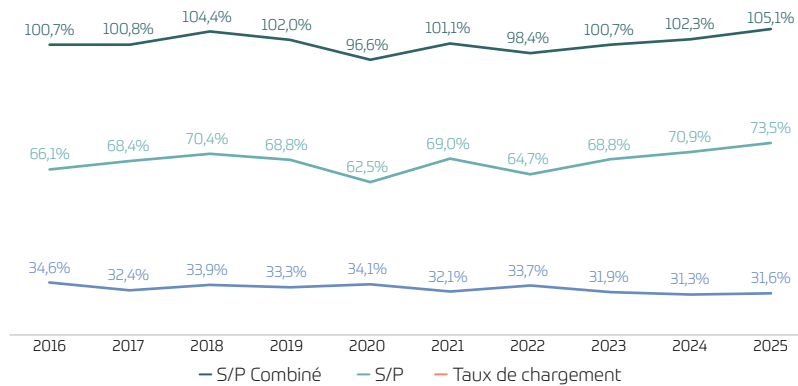


Source : ACAPS

Le ratio combiné, qui mesure la performance technique chargement²² compris, s'est également dégradé de 2,8 points pour atteindre 105,1%. Cette évolution reflète la hausse de la sinistralité, conjuguée à un niveau de taux de chargement resté stable par rapport à l'année précédente autour de 32%.

²² Les chargements comprennent les frais de gestion et d'acquisition.

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



Source : ACAPS

Encadré n° 8 : Révision du barème d'indemnisation des victimes des accidents de circulation

L'assurance automobile occupe une place centrale dans le marché marocain de l'assurance et constitue le principal segment de la branche non vie avec une part d'environ 47%. Cette importance s'explique notamment par le caractère obligatoire de l'assurance responsabilité civile automobile, dans un contexte marqué par la croissance continue du parc automobile national qui compte actuellement près de cinq millions de véhicules. Elle remplit ainsi une mission de protection sociale essentielle, en garantissant une indemnisation des dommages subis par les véhicules et les individus en cas d'accidents de circulation.

L'année 2025 a été marquée par l'achèvement des travaux d'amendement du dahir n° 1-84-177 du 2 octobre 1984 relatif à l'indemnisation des victimes d'accidents causés par des véhicules terrestres à moteur. Cette révision vise à adapter le système d'indemnisation des victimes aux évolutions socio-économiques intervenues depuis la promulgation dudit Dahir il y a plus de quarante ans, notamment pour tenir compte de l'augmentation continue du coût de la vie.

Parmi les principaux apports de cet amendement figure l'instauration d'un mécanisme systématique de révision des seuils minimum et maximum du salaire de référence servant au calcul des indemnités. Il vient ainsi remplacer l'ancien mécanisme indexé sur le régime des rémunérations de la fonction publique par un système plus dynamique, reposant sur une actualisation périodique par voie réglementaire tous les cinq ans.

En parallèle de ces mesures visant à renforcer la protection des victimes, l'Autorité a engagé un chantier d'élargissement des critères tarifaires de la garantie responsabilité civile automobile. Cette initiative a pour objectif de favoriser l'innovation, de promouvoir une tarification plus adaptée au profil de risque des assurés et d'encourager le développement d'une offre assurantielle plus diversifiée et compétitive.

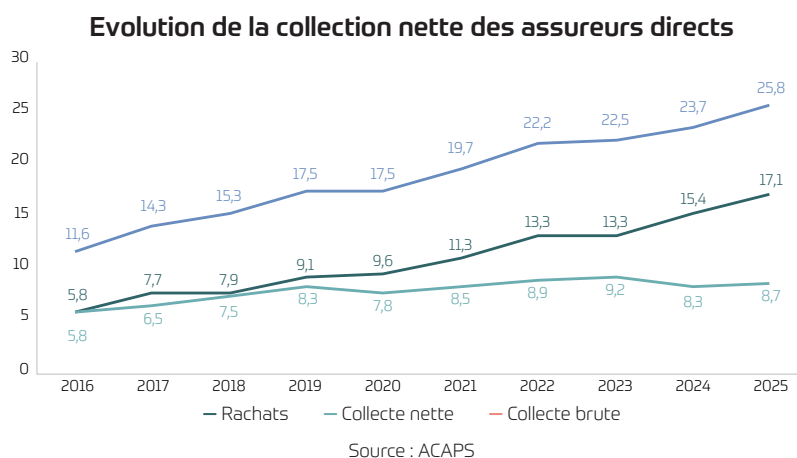
Ces évolutions, bien qu'elles constituent des leviers importants de modernisation du marché de l'assurance, devraient toutefois s'accompagner d'un renforcement des dispositifs de gestion du risque de souscription des entreprises d'assurances. Une telle démarche est essentielle pour préserver l'équilibre technique et financier de cette catégorie, garantir sa pérennité et assurer la protection durable des assurés.

Une collecte nette qui renoue avec la croissance

En 2025, la collecte nette du secteur des assurances s'est établie à 8,7 milliards de dirhams, contre 8,3 milliards une année auparavant, soit une progression de 5,2%. Cette évolution, qui intervient après le recul observé en 2024, résulte d'une croissance de la collecte épargne (+8,9%) conjuguée à une progression des rachats (+10,9%). Dans l'ensemble, cette situation reflète un niveau de rachats globalement contenu, qui, combiné à une dynamique positive de la collecte, a contribué au maintien d'une situation de liquidité équilibrée.

Dans le détail, l'amélioration observée de la collecte nette est principalement attribuable aux contrats en unités de compte, dont la collecte nette a progressé de 47,1% pour atteindre 1,3 milliard de dirhams.

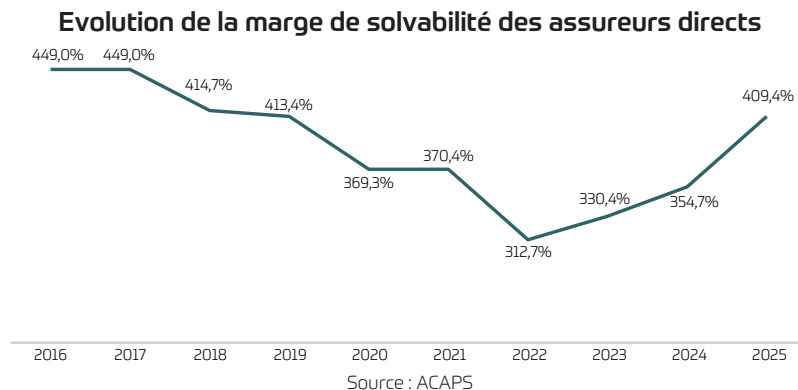
Les supports en dirhams ont, quant à eux, affiché une collecte nette de 7,4 milliards de dirhams, en légère hausse de 0,1% par rapport à l'exercice précédent.



Une marge de solvabilité en nette amélioration

En 2025, le taux moyen de la marge de solvabilité du secteur des assurances a poursuivi son amélioration pour atteindre 409,4%, contre 354,7% une année auparavant. Cette évolution résulte principalement de la hausse marquée des plus-values latentes, soutenue par les conditions favorables observées sur le marché financier.

La grande majorité des entreprises du secteur présentent des niveaux de couverture confortables, avec des ratios de solvabilité largement supérieurs au seuil réglementaire de 100% prévu par le référentiel prudentiel en vigueur.



Des placements qui restent concentrés autour des actions et des actifs de taux

En 2025, la valeur d'inventaire des placements des entreprises d'assurances a progressé de 7,1% pour s'établir à 262,9 milliards de dirhams. Cette évolution reflète une hausse de 6,5% des placements affectés aux opérations d'assurance, qui ont atteint 233,4 milliards de dirhams, ainsi qu'une progression plus soutenue des placements libres (+12,1%), à 29,5 milliards de dirhams.

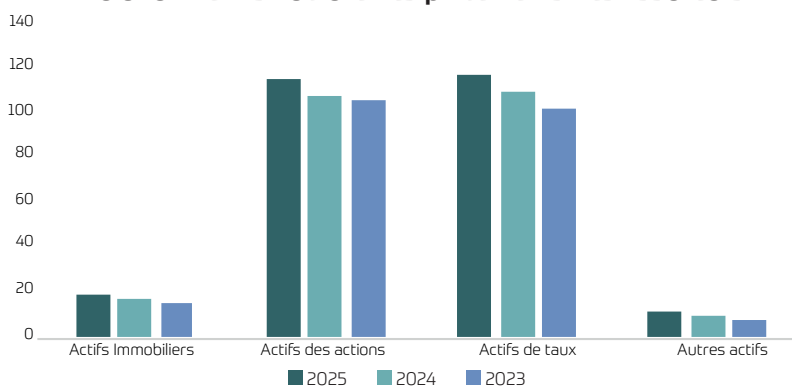
Dans l'ensemble, la structure des placements est restée globalement stable, largement concentrée autour des actifs de taux et actions, qui représentent respectivement 44,7% et 44,0% de l'encours total des placements. Les actifs immobiliers conservent une part plus limitée, à environ 7%.

Dans le détail, les placements en actions ont poursuivi leur progression dans un contexte marqué par la bonne tenue du marché boursier. Leur encours a atteint 115,6 milliards de dirhams, en hausse de 6,5%. Cette poche d'actifs demeure dominée par les actions cotées, qui représentent 51,7% dudit encours, suivies des actions non cotées (20,5%) et des parts d'OPCVM actions (14,4%).

S'agissant de l'actif de taux, dont l'encours s'élève à 117,5 milliards de dirhams, sa composition s'articule principalement autour des OPCVM obligataires (46,7%) et des obligations détenues directement (46,1%). Ces dernières, constituées en grande partie de bons du Trésor, traduisent la tendance des assureurs à privilégier des actifs peu risqués.

Les actifs immobiliers ont, quant à eux, totalisé un encours de 18,5 milliards de dirhams, en hausse de 8,8% par rapport à l'année précédente. Au sein de cette poche, les OPCI représentent à eux seuls une part de 60,5%, mettant en évidence la préférence des assureurs pour ce véhicule d'investissement immobilier.

Evolution de la structure des placements des assureurs



Source : ACAPS

	Valeur d'inventaires en MMDH	Poids en VI
Actifs Actions	115,6	44,00%
Actions cotées	59,8	22,7%
Actions non cotées	23,7	9,0%
Actions et parts des autres OPCVM ACTIONS	27,1	10,3%
Reste du poste Actions et Parts Sociales	5,0	1,9%
Actifs taux	117,5	44,7%
Obligations souveraines	30,4	11,6%
Obligations Privées émises par les banques	2,4	0,9%
Obligations Privées émises par d'autres émetteurs	18,2	6,9%
Titres de créances négociables	2,8	1,1%
OPCVM Obligataire	54,9	20,9%
Dépôts en comptes indisponibles	8,5	3,2%
Titres hypothécaires	0,3	0,1%
Actifs immobiliers	18,5	7,0%
Dont OPCI	11,2	4,3%
Autres actifs	11,2	4,3%
Total	262,9	100%

Source : ACAPS

Des plus-values latentes en nette progression

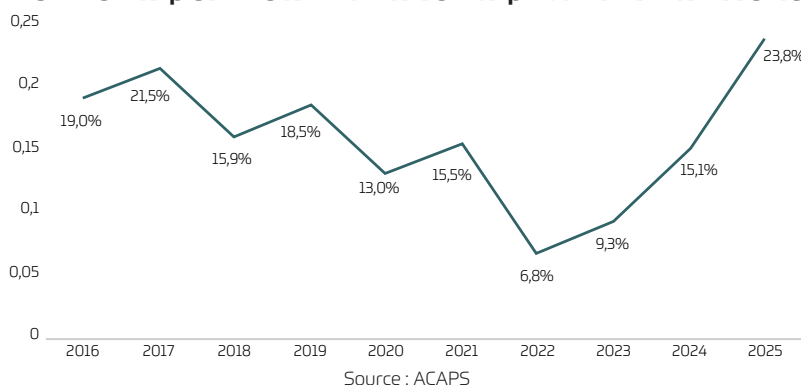
En 2025, les plus-values latentes des entreprises d'assurances se sont fortement renforcées dans le sillage de la bonne tenue du marché financier. Elles ont ainsi progressé de 68,6% pour atteindre 62,5 milliards de dirhams, portant le taux de PVL à 23,8%, soit le niveau le plus élevé observé au cours des dix dernières années.

Cette progression a été principalement portée par les placements en actions, dont les plus-values latentes ont atteint près de 53 milliards de dirhams. La composante cotée a particulièrement contribué à cette évolution, bénéficiant de la poursuite de la dynamique favorable du marché boursier, marquée par deux années consécutives de forte progression de l'indice MASI (+22,2% en 2024 et +27,6% en 2025). Les actions non cotées ont, à leur tour, contribué au renforcement des plus-values latentes de cette classe d'actifs.

Les actifs de taux ont également participé à cette amélioration, enregistrant des plus-values latentes de 7,4 milliards de dirhams, en hausse de 37,3% par rapport à l'exercice précédent. Cette évolution s'explique notamment par la baisse observée sur les taux d'intérêt.

Les actifs immobiliers ont, quant à eux, dégagé des plus-values latentes de l'ordre de 2,1 milliards de dirhams, en progression de 15,7%, confirmant la poursuite de l'appréciation de cette poche d'actifs.

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

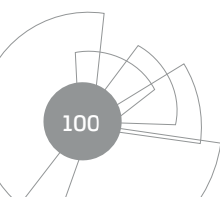


Une résilience confirmée face aux chocs « taux » et « actions »

Les tests de sensibilité réalisés sur les poches taux et actions confirment la solidité du secteur et sa capacité à respecter les exigences minimales en matière de solvabilité, même dans des scénarios de stress.

Les simulations réalisées portant sur des hausses de taux d'intérêt de +100 pbs et +200 pbs ont conduit à des taux moyens de marge de solvabilité respectivement de 397% et 383%.

De même, les scénarios de baisse appliqués à la poche « actions » de 10% et 20%, ont fait ressortir des taux moyens de marge de solvabilité de respectivement de 365% et 319%.



Risque de contrepartie globalement maîtrisé

Exposition vis-à-vis des réassureurs

L'analyse de l'exposition des assureurs au risque de contrepartie envers les réassureurs montre que les engagements continuent à être transférés à des réassureurs bien notés.

Sur un total d'engagements cédés de 9,0 milliards de dirhams, en baisse de 2,4% par rapport à l'année passée, 46,0% desdits engagements sont couverts par des dépôts auprès des cédantes représentant 4,2 milliards de dirhams.

Le montant des engagements net de dépôts, qui s'est établi à 4,9 milliards se répartit entre le réassureur national et les réassureurs internationaux avec des montants respectivement de 4,2 milliards et 724,5 millions de dirhams.

Les cessions effectuées auprès du réassureur national incluent 2,2 milliards de dirhams qui se rapportent à la cession légale bénéficiant de la garantie de l'Etat. L'analyse des programmes de rétrocession du réassureur exclusif national montre que ce dernier continue à transférer majoritairement son risque à des réassureurs disposant d'une notation BBB et plus.

De la même façon, les cessions opérées à l'international par les assureurs se font en grande partie auprès des réassureurs notés BBB et plus.

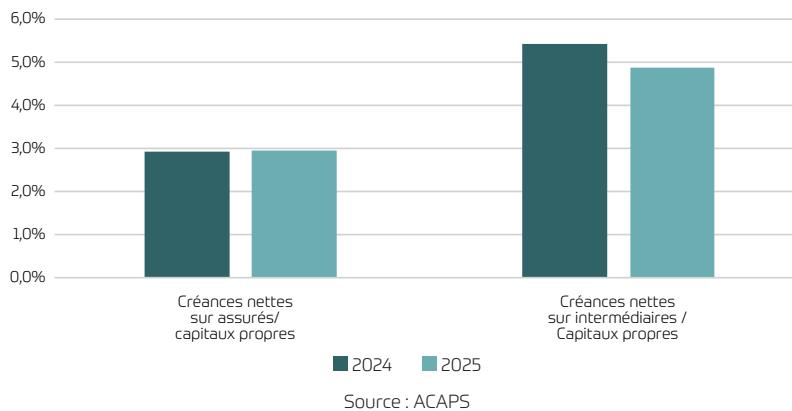
Exposition vis-à-vis des intermédiaires d'assurances et des assurés

A fin 2025, le ratio global évaluant le risque de contrepartie vis-à-vis des intermédiaires d'assurances et des assurés a poursuivi son amélioration pour s'établir à 7,8% contre 8,3% une année auparavant. Cette évolution favorable résulte principalement du renforcement des fonds propres du secteur des assurances (+5,1%), conjugué à une diminution des créances nettes (-1,5%), traduisant une meilleure maîtrise du risque de contrepartie.

Envers les intermédiaires d'assurances, le ratio de ce risque a reculé de 0,6 point pour atteindre 4,9%. Cette évolution résulte d'une baisse de 5,6% des créances nettes, face à des fonds propres en progression de 5,1%.

Le ratio dudit risque vis-à-vis des assurés est, pour sa part, resté globalement stable à 2,9%, malgré une progression des créances nettes sur les assurés (+6,2%) légèrement supérieure à celle des fonds propres (+5,1%).

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

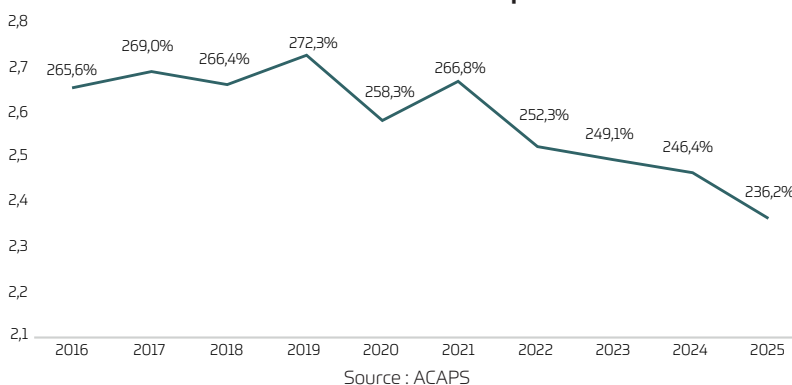


Rapportées au chiffre d'affaires, les créances sur les assurés et les intermédiaires représentent respectivement 2,2 mois et 1,6 mois, des niveaux globalement stables par rapport à l'exercice précédent.

Un niveau de liquidité qui se maintient à un niveau confortable

Le ratio de liquidité, mesuré par le rapport entre les actifs liquides et les passifs exigibles, s'est établi à 236,2% contre 246,4% une année auparavant. Le niveau de ce ratio demeure toutefois confortable et témoigne de la capacité du secteur à faire face à ses besoins en liquidité à court terme.

Evolution du ratio de liquidité



Les tests de chocs macroéconomiques démontrent la résilience du secteur

Un exercice²³ de macro-stress tests est réalisé sur un horizon de deux ans couvrant les années 2026 et 2027. Cet exercice a été effectué sur la base des données relatives à l'année 2025 marquée par une bonne performance du marché financier.

²³ Cet exercice est réalisé sur un échantillon de 8 assureurs représentant plus de 86% du total actif du secteur.

Cet exercice comprend un scénario de base et un scénario extrême :

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

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

Variables	2026	2027
Taux	Pas de changement	Pas de changement
Inflation	+1,5%	+2,1%
Cours Bourse	Même niveau du MASI	Même niveau du MASI
Mortalité	Même niveau de mortalité	Même niveau de mortalité
Rachat	Même niveau de rachat	Même niveau de rachat

Source : ACAPS

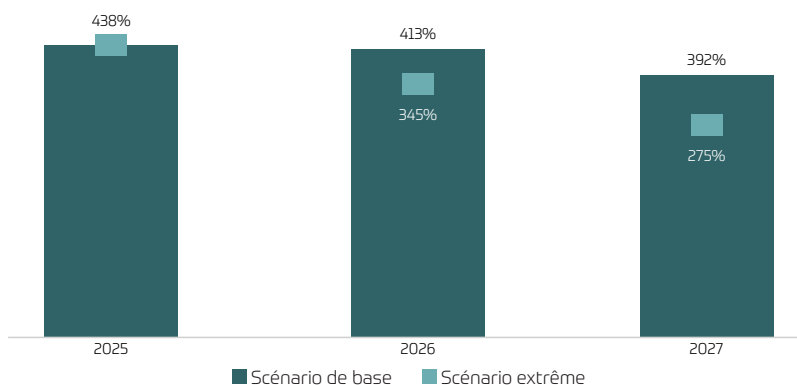
- Le scénario extrême supposant la détérioration des conditions économiques et financières et une aggravation des facteurs de risques assurantiels :

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

Variables	2026	2027
Taux	+25 pts de base	Pas de changement
Inflation	+3,9%	+5,3%
Cours Bourse	-16%	-14%
Mortalité	+30%	+30%
Rachat	+20%	+20%

Source : ACAPS

Les résultats des macro-stress tests confirment globalement la résilience des assureurs de l'échantillon face à des situations de choc extrêmes. En moyenne, le taux de la marge de solvabilité s'établirait à 413% en 2026 et à 392% en 2027 dans le scénario de base. Ce taux sera amené à baisser en scénario extrême à 345% en 2026 et à 275% en 2027.



Source : ACAPS

III.3. Régimes de retraite

Les cotisations des régimes de retraite²⁴, collectées auprès d'une population de 5,1 millions de cotisants, ont atteint 73,0 milliards de dirhams en 2025, en hausse de 9,3% par rapport à 2024. Les prestations, qui ont bénéficié à 1,5 million de pensionnés, ont enregistré, quant à elles, une progression de 5,8% et se sont élevées à 75,3 milliards de dirhams.

Les cotisations du régime CMR-RPC ont enregistré une hausse de 11,7% pour se situer à 35,6 milliards de dirhams contre 31,9 milliards en 2024. Cette progression est portée par la mise en œuvre de la seconde échéance de l'augmentation salariale du dialogue social, à partir de juillet 2025. Les prestations du régime ont progressé de 4,7% atteignant 41,1 milliards de dirhams. Le déficit technique s'est ainsi résorbé, passant de -7,3 milliards de dirhams à -5,4 milliards. Grâce à un solde financier de 3,6 milliards de dirhams, le solde global du régime s'est amélioré pour atteindre -2,0 milliards de dirhams au lieu de -4,1 milliards en 2024.

Le régime RCAR-RG a également enregistré une progression notable de ses cotisations en hausse de 8,7% pour atteindre 3,8 milliards de dirhams. Cette évolution s'explique également par les revalorisations salariales opérées au sein des établissements publics, ainsi que pour les agents non titulaires de l'État et des collectivités territoriales. Les prestations ont, quant à elles, progressé de 3,6% pour s'établir à 8,4 milliards de dirhams. Le déficit technique du régime est resté quasi stable aux alentours de -4,5 milliards de dirhams. Toutefois, et grâce à un solde financier de 4,9 milliards de dirhams, le régime a enregistré un solde global du régime excédentaire de 221 millions de dirhams.

La branche long terme de la CNSS a enregistré, en 2025, un excédent global de 2,4 milliards de dirhams, en retrait par rapport à 4,0 milliards enregistrés en 2024. Les cotisations collectées ont atteint 20,3 milliards de dirhams, en hausse de 5,2% par rapport à 2024, tandis que les prestations se sont élevées à 18,3 milliards de dirhams, en progression de 8,8%, pesant sur le solde technique qui s'établit à 2,0 milliards de dirhams contre 2,4 milliards de dirhams en 2024.

En ce qui concerne la CIMR, le régime a enregistré en 2025 une hausse des cotisations de 9,9%, s'élevant à 13,2 milliards de dirhams. Les prestations ont progressé à 7,5 milliards de dirhams, soit une hausse de 7,2%. Cette dynamique a permis une amélioration du solde technique, qui progresse de 4,9 milliards de dirhams à 5,7 milliards. Combiné à un solde financier de 4,1 milliards de dirhams, le solde global du régime s'établit à 8,9 milliards de dirhams, en progression de 8,0% par rapport à 2024.

²⁴ Il s'agit du CMR-RPC, de la branche long-terme de la CNSS, de la CIMR et du régime général du RCAR.

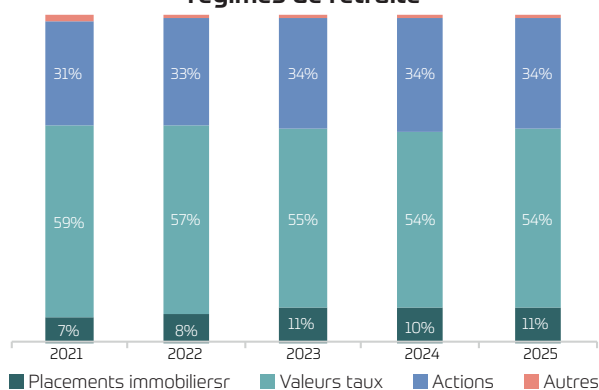
Evolution des cotisations, des prestations et des soldes techniques et globaux des régimes de retraite (En millions de dirhams)

	Cotisations		Prestations		Solde technique ²⁵		Solde global ²⁶	
	2024	2025	2024	2025	2024	2025	2024	2025
CMR RPC	31 921	35 642	39 226	41 072	-7 305	-5 430	-4 079	-2 037
RCAR	3 536	3 844	8 100	8 388	-4 564	-4 545	1 212	221
CNSS-LT	19 312	20 316	16 865	18 344	2 446	1 972	4 013	2 386
CIMR	12 016	13 201	7 034	7 539	4 982	5 662	8 243	8 908
Total	66 785	73 002	71 226	75 344	-4 441	-2 342	9 389	9 479

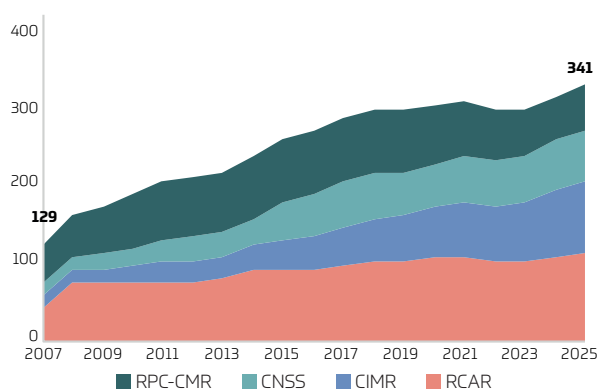
Source : ACAPS

Les réserves constituées par les régimes de retraite ont atteint 340,8²⁷ milliards de dirhams à fin 2025, en augmentation de 4,3% par rapport à 2024. Sur les cinq dernières années, ces réserves ont enregistré une progression annuelle moyenne de 1,5%. Hormis les dépôts auprès de la CDG de la branche long terme de la CNSS d'un montant de 69,0 milliards de dirhams, ces réserves sont représentées à hauteur 54,3% de titres de taux, de 33,9% d'actions et de 10,7% de placements immobiliers.

Evolution de la structure des placements des régimes de retraite



Evolution des réserves des régimes de retraite



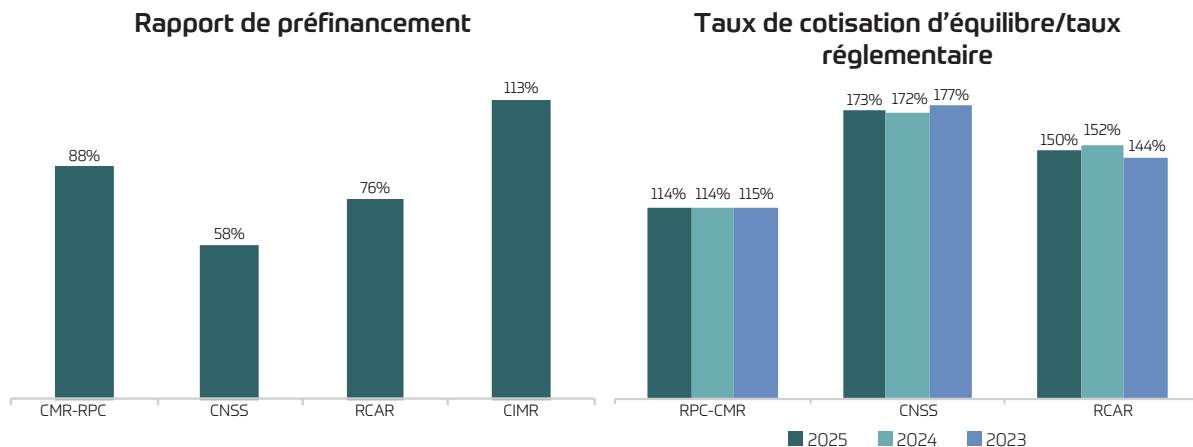
Source : ACAPS

Les projections financières des deux régimes du pôle public sur la base des données de l'exercice 2025 confirment les prévisions précédentes.

²⁵ Solde technique = cotisations - prestations

²⁶ Solde global = solde technique + produits financiers nets - frais de gestion.

²⁷ En valeur nette comptable. Ce montant n'intègre, pour la CNSS, que les dépôts auprès de la Caisse de dépôts et de gestion au titre de la branche L.T.



Pour le régime CMR-RPC, l'horizon de viabilité se situe entre 5 et 6 années. En outre, si les flux financiers supplémentaires induits par les augmentations des salaires n'ont pas permis d'allonger significativement l'horizon de viabilité du régime, ils ont, néanmoins, contribué à améliorer ses indicateurs d'équilibre à long terme. En effet, le taux de cotisation d'équilibre²⁸ se situerait à 32% contre 35% avant les augmentations salariales, soit quatre points de plus par rapport au taux de cotisation en vigueur au lieu de 7 points auparavant. Par ailleurs, le régime bénéficie également d'une tarification équilibrée, instaurée à la suite de la réforme paramétrique de 2016.

Le régime du RCAR-RG bénéficie d'un horizon de viabilité relativement confortable de 29 ans, soutenu notamment par une assise financière importante et renforcée par les récentes revalorisations salariales. Toutefois, ces augmentations, combinées à la sous-tarification structurelle du régime, induisent une dégradation des indicateurs d'équilibre à long terme.

Dans ce contexte, le retard de la mise en place de la réforme systémique du pôle public risque de réduire les marges de manœuvre disponibles et d'accroître le coût de sa mise en œuvre.

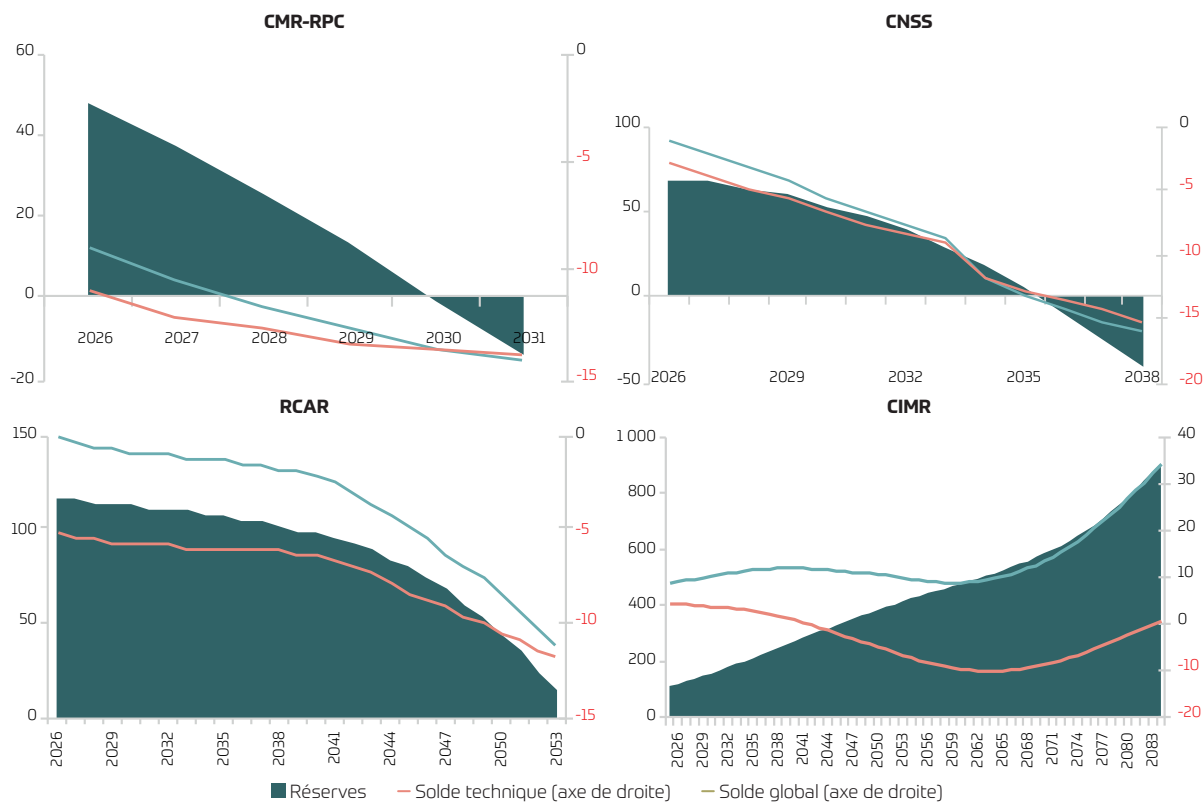
Les évaluations prospectives de la branche long terme de la CNSS révèlent un horizon de viabilité limité à 10 ans et un taux de préfinancement²⁹ de 58%, traduisant une sous-tarification structurelle des droits octroyés. La préservation de la viabilité financière à long terme de cette branche nécessite la mise en place d'ajustements paramétriques portant notamment sur le taux de cotisation, l'âge de départ à la retraite et l'adaptation du mécanisme d'acquisition des droits.

En ce qui concerne la CIMR, les évaluations actuarielles confirment la viabilité de la caisse sur l'ensemble de l'horizon des projections, ses réserves poursuivant leur tendance haussière.

²⁸ Le taux de cotisation permettant d'avoir des réserves excédentaires jusqu'à l'horizon des projections (2085)

²⁹ Somme des réserves disponibles à l'année de base et des recettes actualisées, rapportée au total des futures dépenses également actualisées sur un horizon de 60 ans.

Évolution des réserves, du solde technique et du solde global, en MMDH



III.4. Instruments de la politique macroprudentielle

Bank Al-Maghrib poursuit le développement et la mise en œuvre du dispositif macroprudentiel destiné à prévenir l'apparition de risques systémiques et à renforcer la résilience du secteur financier. Ce dispositif repose sur un suivi continu des vulnérabilités cycliques et structurelles, ainsi que sur l'utilisation d'instruments visant à limiter l'accumulation des risques et à accroître la capacité d'absorption des chocs par les établissements financiers.

A la lumière des analyses présentées dans les sections précédentes, les principaux indicateurs utilisés pour le calibrage des instruments macroprudentiels font l'objet d'une évaluation régulière. Ces instruments concernent notamment le coussin de fonds propres contracyclique, les exigences applicables aux banques d'importance systémique et les autres outils en cours d'approfondissement dans le cadre de la feuille de route de stabilité financière.

A. Coussin de fonds propres contracyclique (CCyB)

Le coussin de fonds propres contracyclique (Countercyclical Capital Buffer – CCyB) constitue l'un des principaux instruments macroprudentiels destinés à renforcer la résilience du secteur bancaire face aux risques systémiques cycliques. Son objectif est d'inciter les banques à constituer des fonds propres supplémentaires durant les phases d'expansion excessive du crédit afin de disposer de marges de sécurité pouvant être mobilisées lorsque le cycle se retourne.

Conformément aux recommandations du Comité de Bâle, le calibrage du CCyB s'appuie principalement sur le gap crédit/PIB, indicateur permettant d'apprécier les déséquilibres liés au cycle du crédit. L'expérience internationale a toutefois montré que cet indicateur, utilisé isolément, peut présenter certaines limites, notamment en raison de sa sensibilité aux méthodes statistiques retenues et aux fluctuations du PIB.

Dans ce contexte, Bank Al-Maghrib a procédé à une révision de son cadre de calibrage du CCyB, afin de renforcer le processus décisionnel tout en restant conforme aux principes du dispositif de Bâle III. Le gap crédit/PIB demeure l'indicateur de référence, mais son analyse est désormais complétée par un ensemble cohérent d'indicateurs permettant d'appréhender les différentes dimensions des vulnérabilités cycliques.

Encadré n° 9 : Renforcement du cadre de calibrage du coussin de fonds propres contracyclique (CCyB)

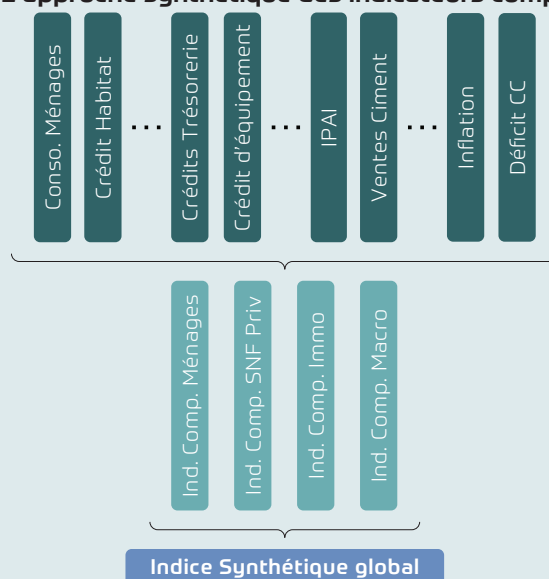
Une approche multidimensionnelle des risques cycliques

Le nouveau dispositif repose sur l'analyse conjointe :

- des évolutions du crédit aux ménages et aux sociétés non financières ;
- du marché immobilier et des prix des actifs ;
- des conditions de financement ;
- ainsi que de plusieurs variables macroéconomiques reflétant l'environnement conjoncturel.

Afin de faciliter l'examen de l'ensemble de ces indicateurs, Bank Al-Maghrib a développé une **Heatmap macroprudentielle**, complétée par des **indices composites** construits à partir de l'analyse en composantes principales (ACP), permettant de résumer l'évolution des vulnérabilités relatives aux ménages, aux entreprises, au marché immobilier et aux conditions macroéconomiques, dans des sous-indices et par la suite dans un seul indice synthétique global des vulnérabilités cycliques

Schéma 1 : L'approche synthétique des indicateurs complémentaires



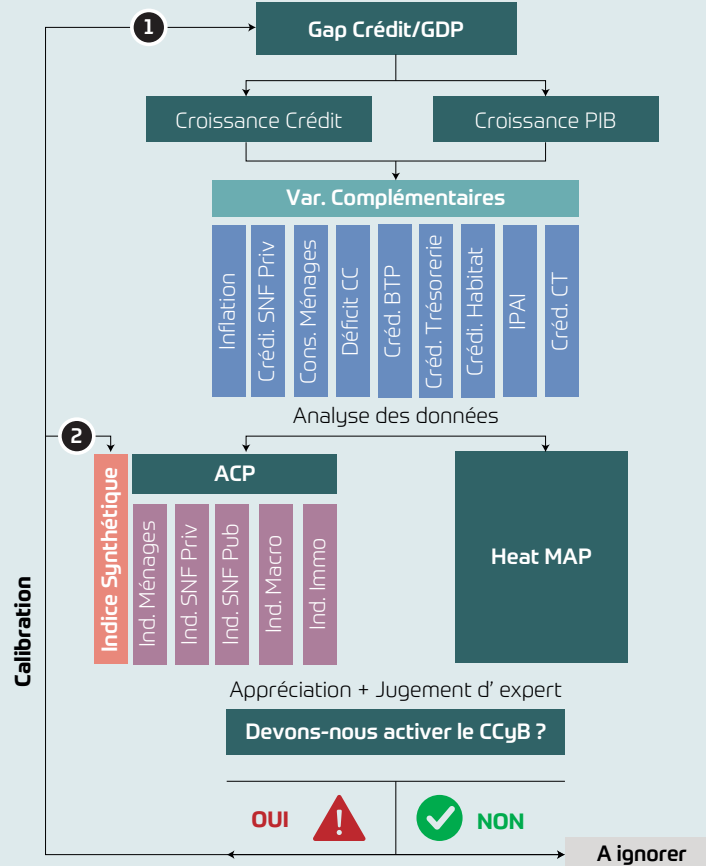
Un processus de décision renforcé

Le calibrage du CCyB s'inscrit désormais dans un processus combinant :

1. l'analyse du gap crédit/PIB et de son évolution récente ;
2. l'évaluation des indicateurs complémentaires à travers la Heatmap et les indices composites ;
3. le jugement d'expert permettant d'intégrer les informations qualitatives et les risques émergents.

Cette approche vise à améliorer la capacité du cadre macroprudentiel à détecter précocement les phases d'accumulation des risques systémiques et à réduire le risque de faux signaux pouvant résulter de l'utilisation d'un indicateur unique.

Schéma 2 : Arbre de décision de calibrage du CCyB



Les résultats du calibrage

Les estimations réalisées sur la base des projections macroéconomiques de Bank Al-Maghrib montrent que, sur l'horizon 2026-2027, le **gap crédit/PIB** demeurerait inférieur au seuil d'activation retenu dans le cadre de Bâle III. Les indicateurs complémentaires, de même que l'indice synthétique des vulnérabilités cycliques, ne mettent pas non plus en évidence d'accumulation excessive des risques.

Ces résultats suggèrent que **les conditions ne justifient pas, à ce stade, l'activation du coussin de fonds propres contracyclique**, dont le taux demeure fixé à **0%**.

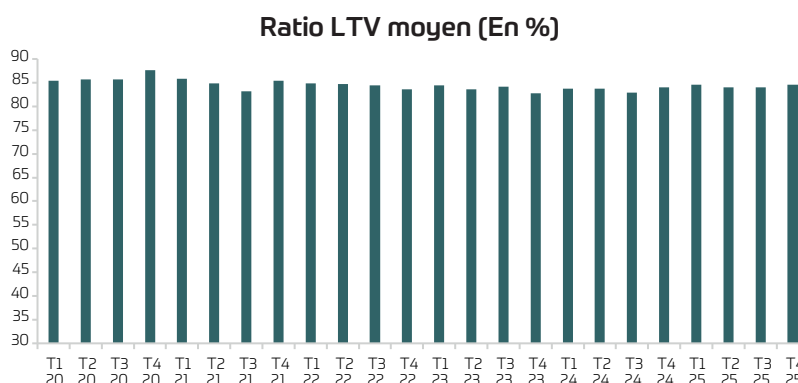
B. Surcharge en fonds propres pour les banques d'importance systémique

Conformément aux standards internationaux en matière d'identification et de supervision des établissements d'importance systémique, Bank Al-Maghrib procède annuellement à la mise à jour du classement des banques selon leur degré de systémicité, sur la base d'une méthodologie reposant sur des indicateurs quantitatifs reflétant leur taille, leur interconnexion et leur complexité. Cet exercice s'accompagne d'une réévaluation de l'adéquation des exigences en fonds propres supplémentaires applicables à ces établissements.

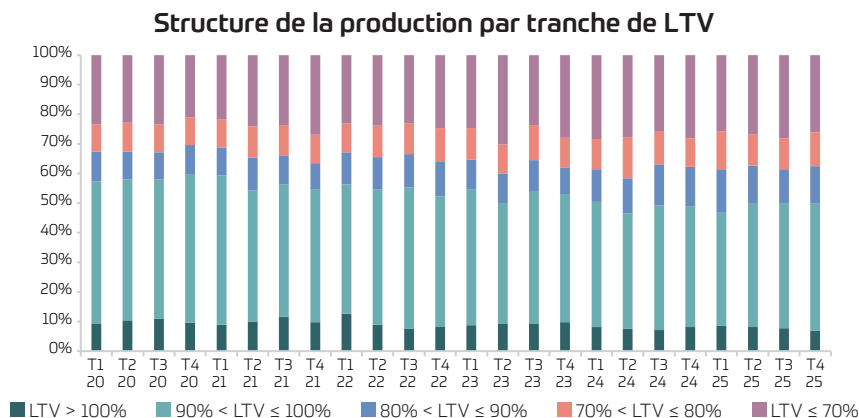
L'exercice conduit sur la base des données arrêtées à fin décembre 2025 confirme (i) la stabilité de la liste des banques d'importance systémique nationale et (ii) l'adéquation de la surcharge en fonds propres de 2% qui leur est appliquée. Ces établissements demeurent ainsi soumis à une exigence minimale de fonds propres de catégorie 1 de 11% des actifs pondérés par les risques.

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

Le ratio moyen LTV s'est établi autour de 84% en 2025, un niveau qui demeure comparable à celui observé les années antérieures.



L'analyse de la distribution de la production de crédit à l'habitat selon le ratio LTV à l'octroi en 2025 confirme la poursuite de la baisse de la part des financements à quotité. La tranche [90%-100%], bien que toujours majoritaire, s'établit à 41%, soit un niveau proche de celui enregistré en 2024 mais largement inférieur au taux de 48% observé en 2020. Parallèlement, la part des crédits assortis d'un apport personnel supérieur à 30%, correspondant à un ratio LTV $\leq$ 70%, atteint 27% en 2025, contre 23% cinq ans plus tôt. Cette évolution traduit un renforcement graduel des dossiers présentant une marge de couverture plus élevée entre le montant du crédit et la valeur du bien financé. Les tranches intermédiaires [80%-90%] et [70%-80%] représentent respectivement 13% et 11% de la production en 2025, contribuant à une répartition plus diversifiée des nouveaux crédits selon le niveau de LTV. Enfin, les crédits en surfinancement, correspondant à un ratio LTV supérieur à 100%, poursuivent leur recul pour s'établir à 8% en 2025 contre 10% en 2020. Cette baisse contribue à contenir l'exposition des banques aux situations où le montant du financement excède la valeur du bien financé à l'octroi.



D. Le ratio « Debt Service To Income - DSTI » relatif au crédit à l'habitat

Le ratio DSTI (Debt-Service-to-Income) mesure la part du revenu d'un emprunteur consacrée au service de l'ensemble de ses dettes, en principal et en intérêts. Cet indicateur est retenu, dans de nombreuses juridictions, parmi les indicateurs les plus pertinents pour l'analyse de l'endettement des ménages et de la vulnérabilité des portefeuilles bancaires aux chocs de revenus.

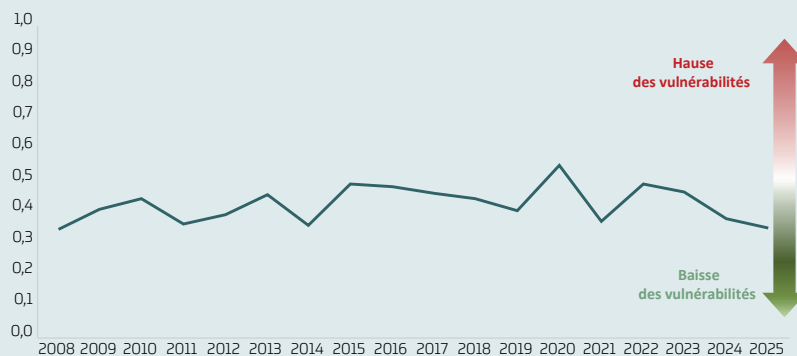
À ce stade, cet indicateur fait l'objet d'un suivi analytique régulier sur la base des données collectées annuellement auprès des établissements de crédit, afin d'apprécier l'évolution des vulnérabilités liées à l'endettement des ménages et d'alimenter les travaux préparatoires à la mise en place d'un encadrement réglementaire. Les principaux résultats de cette analyse sont présentés dans l'encadré n°2 du chapitre 2.

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

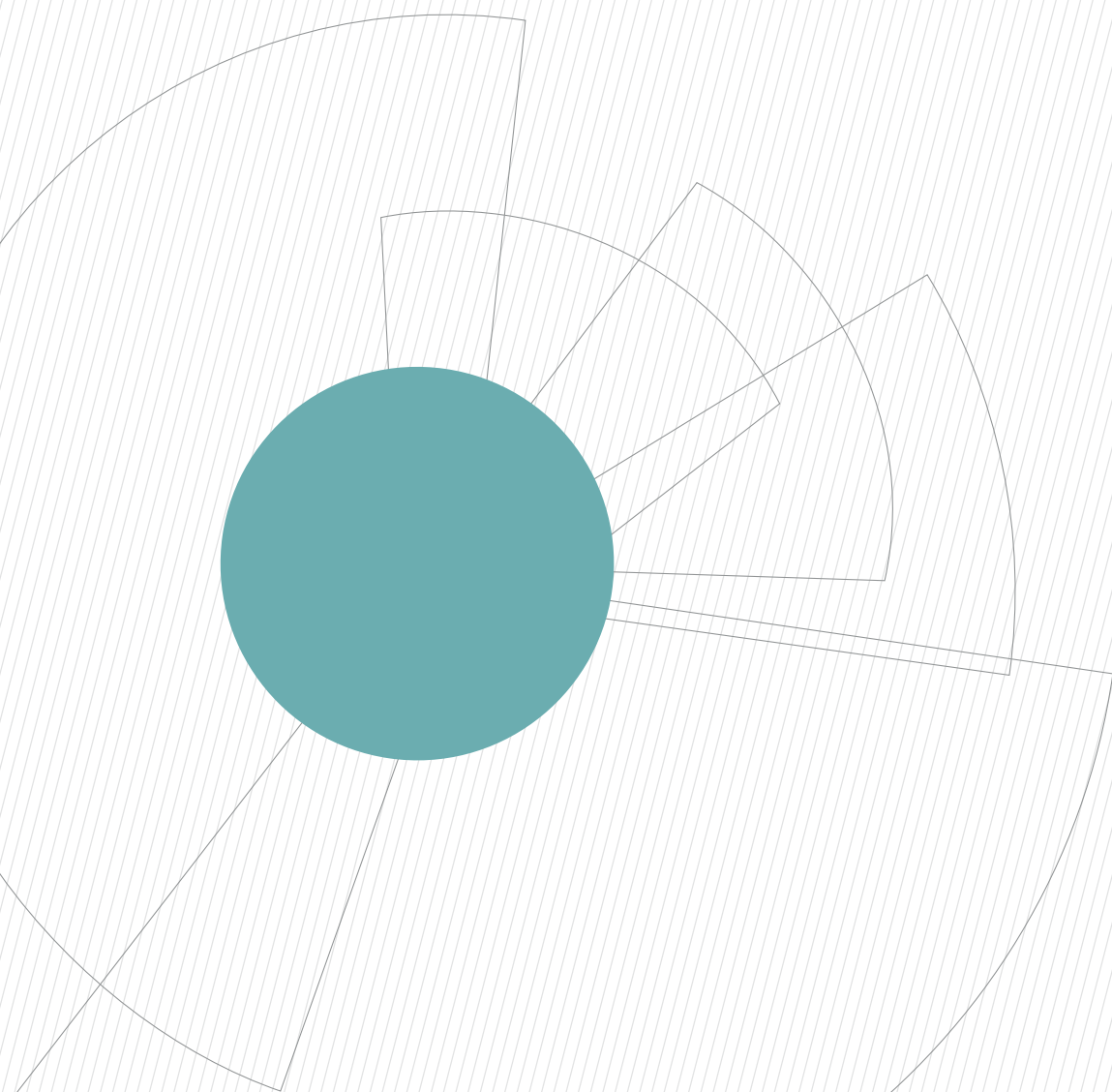
L'indice de stabilité financière a poursuivi sa trajectoire baissière pour la troisième année consécutive, s'établissant à 0,35 en 2025 après 0,38 en 2024**, traduisant le maintien d'un niveau globalement modéré des risques pesant sur le système financier marocain. Cette évolution s'explique principalement par :

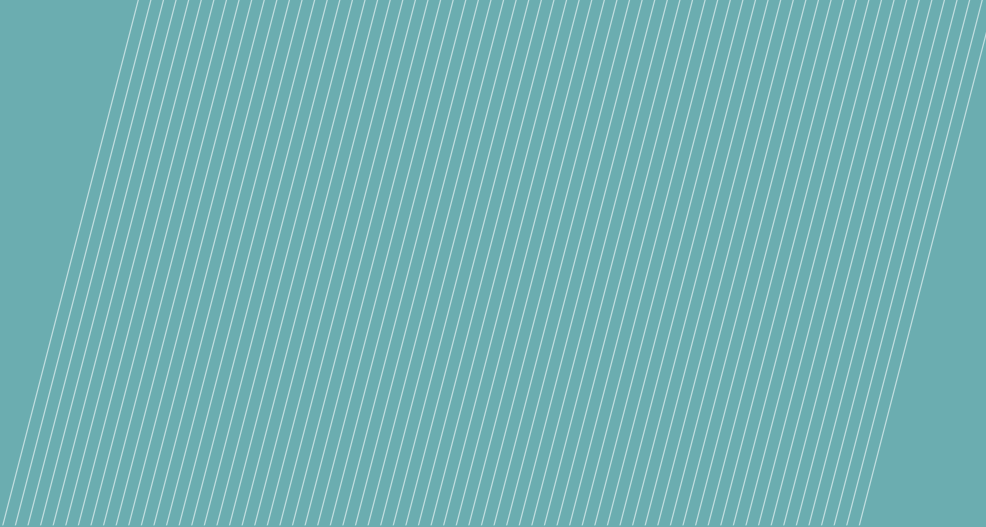
- L'amélioration des conditions macroéconomiques, illustrée notamment par l'accélération de la croissance non agricole, l'atténuation du déficit budgétaire et le recul de l'inflation ;
- Les évolutions favorables sur les marchés financiers, marquées par la performance du marché boursier et la détente observée sur les marchés obligataire et de change ;
- La poursuite du redressement du marché immobilier, après plusieurs années de faible dynamisme ;
- Le renforcement de la rentabilité et de la solvabilité des institutions financières, en particulier des secteurs bancaire et assurantiel ;
- Le maintien d'un niveau de risque très limité au sein des infrastructures de marché financier.

Évolution de l'indice de stabilité financière



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





Marché de capitaux, infrastructures de marché et monnaie fiduciaire



Chapitre

APERÇU

En 2025, le déficit de liquidité du secteur bancaire s'est établi à près de 132 milliards de dirhams en 2025 contre 128 milliards une année auparavant. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté le volume de ses injections à 138 milliards de dirhams, en moyenne quotidienne, soit un volume comparable à celui de 2024.

Sur le marché obligataire, les émissions de Bons du Trésor se sont établies à 162 milliards de dirhams, contre 172 milliards en 2024. Compte tenu des levées réalisées et des remboursements intervenus au cours de l'année, l'encours des BDT s'est élevé à 787 milliards de dirhams à fin 2025. Le marché de la dette privée a, pour sa part, poursuivi sa progression, avec des émissions atteignant 117,7 milliards de dirhams, en hausse de 16% par rapport à l'année précédente, principalement soutenues par le dynamisme des émissions obligataires (+113%). L'encours de la dette privée s'est ainsi établi à 308 milliards de dirhams, en progression de 10%.

Les indicateurs financiers des sociétés non financières émettrices de dette privée demeurent globalement solides, malgré une légère hausse de leur ratio d'endettement. En effet, leur endettement net a atteint 243,95 milliards de dirhams en 2025, tandis que leurs fonds propres se sont établis à 275,78 milliards de dirhams. Dans ce contexte, leur ratio d'endettement net rapporté aux fonds propres (gearing) a enregistré une légère hausse, passant de 86,8% en 2024 à 88,8% en 2025.

Le marché boursier a poursuivi sa dynamique positive en 2025. L'indice MASI a enregistré une progression annuelle de 27,57%, portée par l'amélioration des perspectives économiques et la progression des résultats des sociétés cotées. Cette évolution s'est accompagnée d'un renforcement de la liquidité du marché, avec un volume annuel des transactions atteignant 137,3 milliards de dirhams, ainsi que d'une hausse significative des levées de capitaux, qui se sont élevées à 10,37 milliards de dirhams, contre 6,26 milliards un an auparavant. Toutefois, la volatilité du MASI a sensiblement augmenté, passant de 8,27% en 2024 à 14,62% en 2025, en lien avec le dynamisme du marché et l'augmentation des volumes échangés au cours de l'année.

Les acteurs de l'intermédiation boursière ont continué d'évoluer dans des conditions financières satisfaisantes. Les opérations de prêts de titres ont atteint un volume de 435,6 milliards de dirhams, en hausse de 25%. L'encours des avoirs conservés par le dépositaire central s'est établi à 3 015 milliards de dirhams, en progression de 19%. Les infrastructures de marché ont par ailleurs maintenu des niveaux élevés de disponibilité opérationnelle.

L'industrie de la gestion d'actifs a poursuivi son développement. L'actif net global des OPCVM a progressé de 20,2% pour atteindre 785 milliards de dirhams à fin 2025, soutenu par les souscriptions des investisseurs et les performances favorables des marchés financiers. Les OPCI ont également maintenu leur dynamique de croissance, avec un actif net global en hausse de 23% à 133,9 milliards de dirhams. Le marché de la titrisation a, quant à lui, connu une forte expansion, avec une progression marquée des émissions et des encours.

Dans l'ensemble, les évolutions enregistrées en 2025 traduisent la poursuite de l'approfondissement du marché financier marocain et le renforcement de son rôle dans le financement de l'économie.

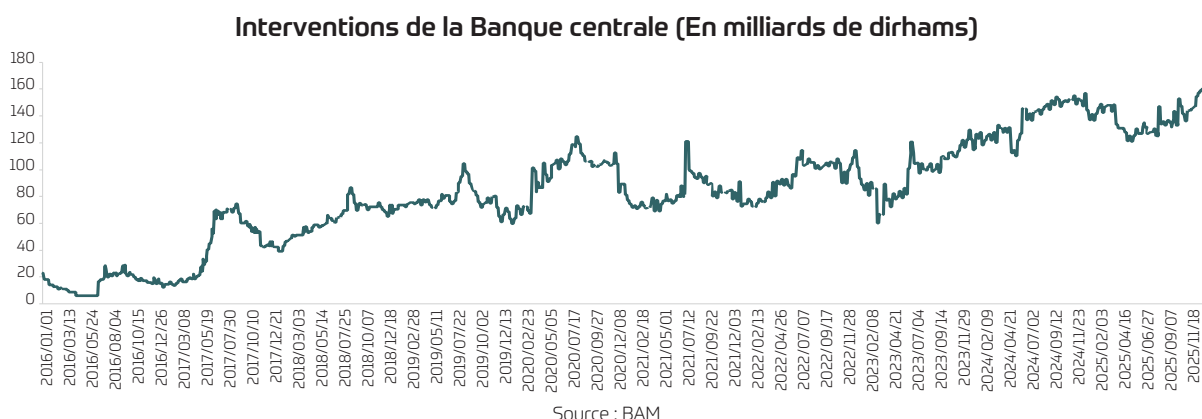
Elles témoignent également de la résilience des principaux acteurs et infrastructures de marché, dans un environnement marqué par une activité soutenue sur les différents segments financiers et le maintien de conditions globalement favorables à la stabilité financière.

IV.1. Marché de capitaux

A. Marchés monétaire et obligataire

Repli du déficit de liquidité bancaire et maintien d'un soutien élevé de Bank Al-Maghrib

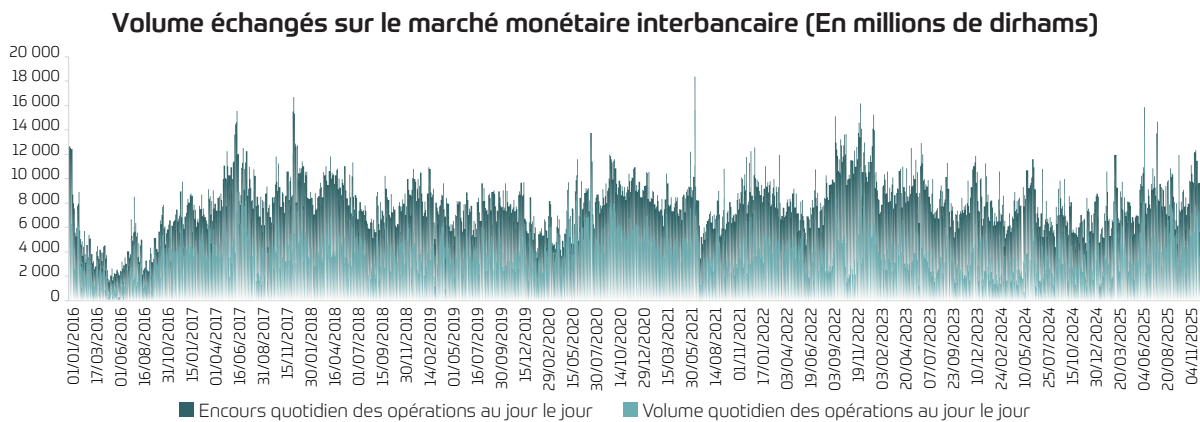
Le déficit de liquidité des banques s'est établi à près de 132 milliards de dirhams en 2025 contre 128 milliards une année auparavant. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté le volume de ses injections à 138 milliards de dirhams, en moyenne quotidienne, soit un volume comparable à celui de 2024.



Hausse des volumes échangés sur le marché monétaire interbancaire

Le volume moyen quotidien des transactions sur le marché monétaire interbancaire s'est établi à près de 7,9 milliards de dirhams en 2025, contre 6,9 milliards une année auparavant, soit une progression de 13,7%. Cette évolution s'inscrit dans un contexte de renforcement des ressources des établissements de crédit, reflété notamment par une augmentation des dépôts bancaires d'environ 96 milliards de dirhams au cours de l'année.

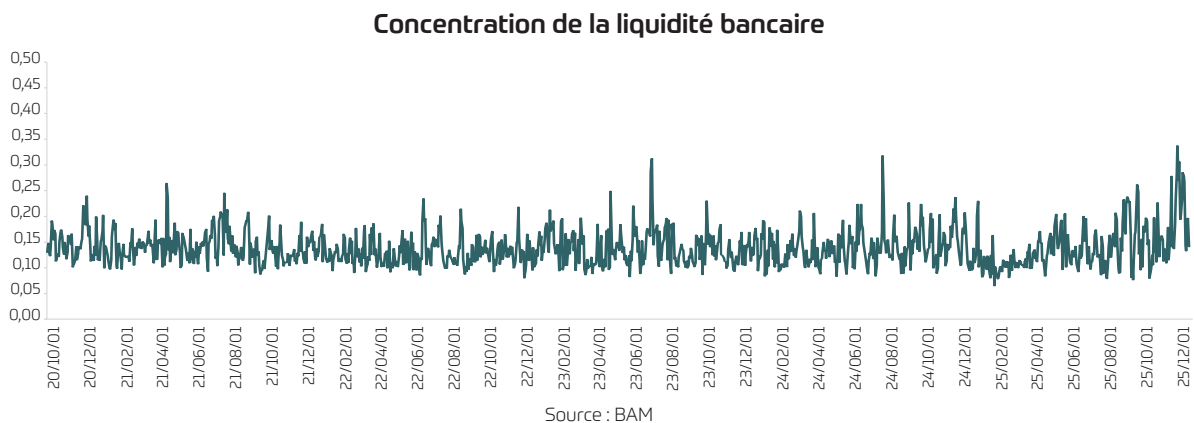
L'accroissement de l'activité sur le marché interbancaire est principalement attribuable au dynamisme des opérations au jour le jour, dont le volume moyen quotidien a progressé de 59,3% pour atteindre près de 4 milliards de dirhams, après un recul de 26,3% en 2024. Ces opérations ont ainsi représenté près de 52% des transactions réalisées sur ce marché en 2025. En revanche, les opérations à terme ont poursuivi leur repli, leur volume moyen quotidien diminuant de 12,3% pour s'établir à près de 3,8 milliards de dirhams.



Source : BAM

Concentration persistante du marché monétaire

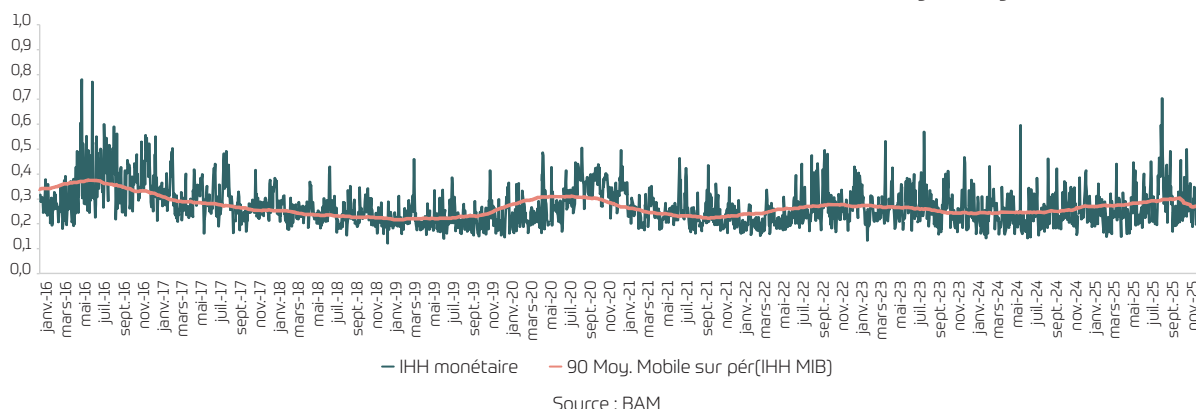
La concentration de la liquidité bancaire est restée élevée en 2025. L'indice de Herfindahl-Hirschman (IHH) de la liquidité s'est maintenu autour de 0,14, traduisant une concentration des excédents de liquidité entre un nombre limité d'établissements. Cette situation traduit une répartition inégale des excédents de liquidité au sein du système bancaire, susceptible d'accroître les besoins de redistribution de la liquidité sur le marché interbancaire.



Le marché monétaire interbancaire en blanc (MIB) est resté fortement concentré en 2025. L'indice de Herfindahl-Hirschman (IHH), qui mesure le degré de concentration des transactions, s'est établi en moyenne à 0,27, retrouvant son niveau de 2023 après la légère amélioration observée en 2024.

Cette évolution reflète une concentration accrue aussi bien des opérations de prêts que d'emprunts. L'IHH des prêts est ainsi passé de 0,24 à 0,27, témoignant d'une concentration plus marquée des excédents de liquidité entre un nombre limité d'établissements. De même, celui des emprunts a progressé de 0,25 à 0,27, confirmant que les besoins de refinancement à court terme restent principalement le fait d'un nombre restreint de banques.

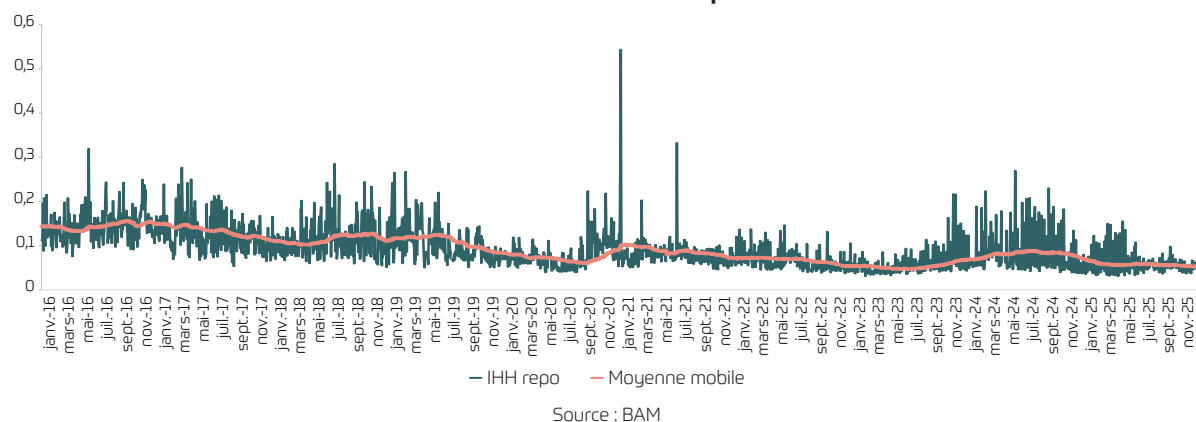
Concentration du marché monétaire interbancaire en blanc au jour le jour



Le marché de la pension livrée demeure caractérisé par un niveau de concentration sensiblement inférieur à celui des autres compartiments du marché monétaire. L'indice de Herfindahl-Hirschman (IHH) s'est établi en moyenne à 0,052 en 2025, contre 0,055 une année auparavant, confirmant une légère baisse de la concentration.

Cette évolution est attribuable à l'élargissement progressif de la base des intervenants, en particulier à la participation croissante des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM). L'intégration de ces acteurs a contribué à diversifier les contreparties sur ce marché, favorisant une meilleure circulation de la liquidité et un fonctionnement plus efficient du compartiment de la pension livrée.

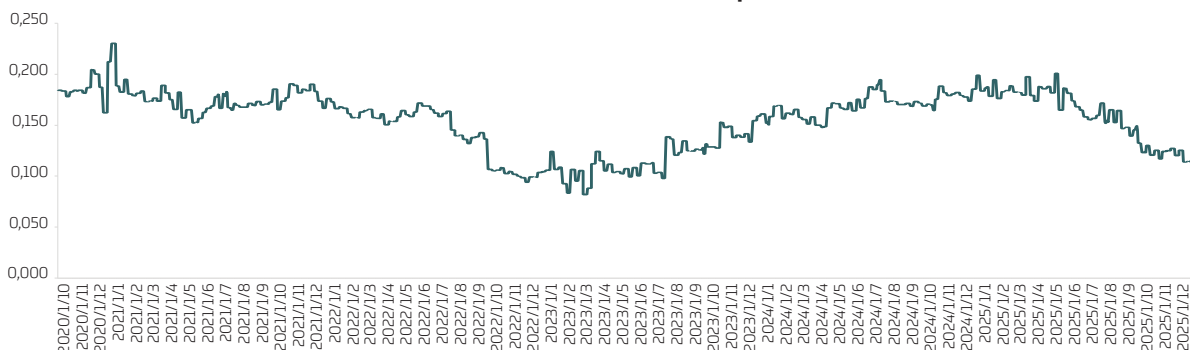
Concentration du marché de la pension livrée



Concentration toujours élevée du refinancement auprès de Bank Al-Maghrib

Les opérations de refinancement de Bank Al-Maghrib ont continué de bénéficier principalement à un nombre limité d'établissements de crédits en 2025. L'indice de Herfindahl-Hirschman (IHH) des injections de liquidité s'est toutefois replié à 0,16, après 0,17 une année auparavant, traduisant une légère diversification des bénéficiaires de ces opérations. Cette évolution n'altère cependant pas le caractère structurellement concentré des besoins de liquidité du secteur bancaire.

Concentration du refinancement auprès de BAM

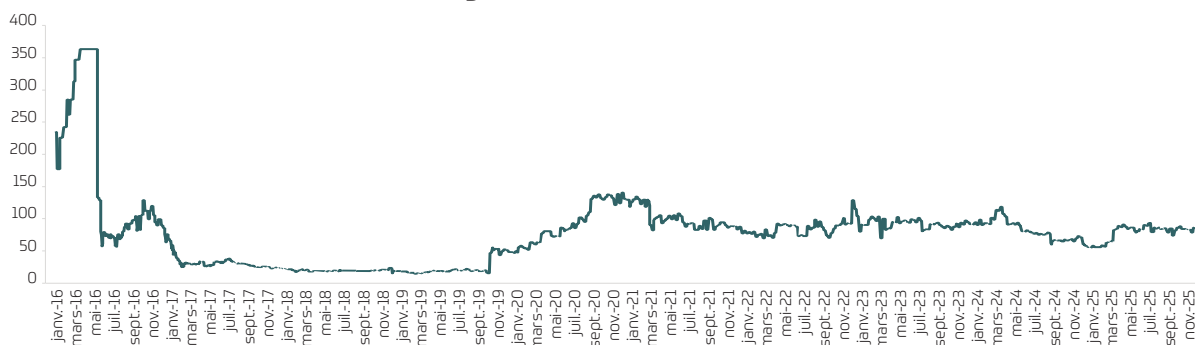


Source : BAM

Raccourcissement de la maturité moyenne des interventions de Bank Al-Maghrib

La maturité moyenne des interventions de Bank Al-Maghrib a poursuivi son repli en 2025, revenant à 2,6 mois après 2,9 mois une année auparavant. Cette évolution s'inscrit dans un contexte d'assouplissement de la politique monétaire, marqué par l'abaissement³⁰ du taux directeur, tandis que le volume des injections de liquidité est demeuré globalement stable par rapport à 2024.

Durée moyenne des interventions de BAM



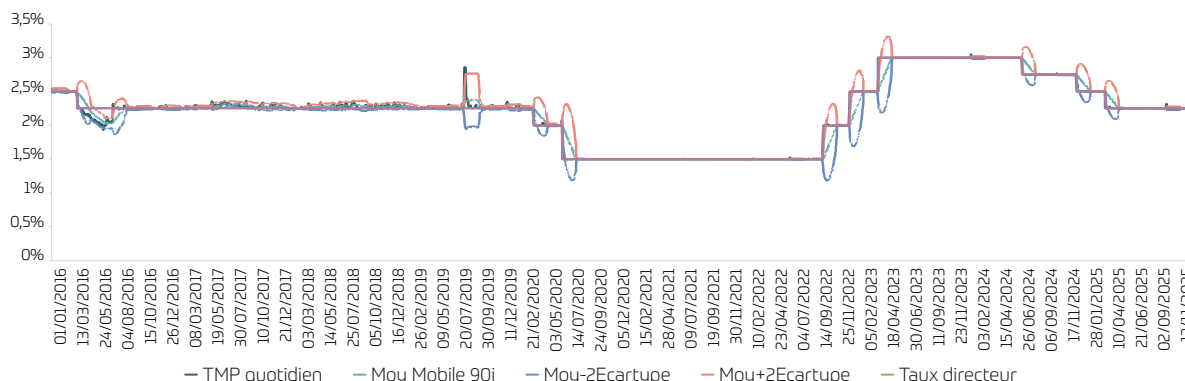
Source : BAM

Dans ce contexte, le taux moyen pondéré (TMP) des opérations au jour le jour sur le marché interbancaire s'est établi à 2,30% en moyenne, contre 2,86% en 2024, soit une baisse de 56 points de base. Parallèlement, les volumes échangés sur ce marché ont progressé d'environ un milliard de dirhams.

³⁰ Taux directeur à 2,25% le 18 mars 2025 - deuxième baisse consécutive, troisième depuis juin 2024.

Le taux de financement au jour le jour est, par ailleurs, demeuré étroitement aligné sur le taux directeur tout au long de l'année, avec un écart moyen limité à 0,1 point de base. Cette évolution suggère une transmission satisfaisante des décisions de politique monétaire aux conditions de financement sur le marché monétaire.

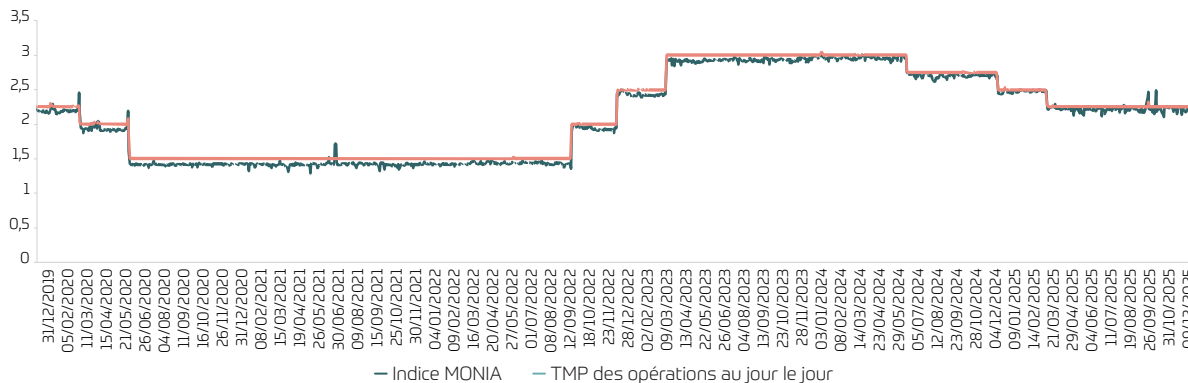
TMP interbancaire : tendance et volatilité



Dans le sillage de l'assouplissement de la politique monétaire, les taux du marché monétaire ont enregistré un net repli en 2025. L'indice MONIA s'est établi en moyenne annuelle à 2,3%, contre 2,8% en 2024 et 2023, soit une baisse de 50 points de base. De même, le taux moyen pondéré des opérations au jour le jour (TMP JJ) est revenu à 2,3%, reflétant l'ajustement des conditions de financement de très court terme aux décisions de politique monétaire.

Parallèlement, le rapprochement des conditions de financement sur les segments garanti et non garanti du marché monétaire s'est poursuivi. Après avoir diminué de 7,3 à 4,3 points de base entre 2023 et 2024, l'écart entre ces deux compartiments s'est de nouveau resserré en 2025. L'alignement du MONIA et du TMP JJ à un niveau moyen de 2,3% traduit ainsi une atténuation de la prime associée au financement non garanti et une plus grande homogénéité des conditions de financement sur le marché monétaire.

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

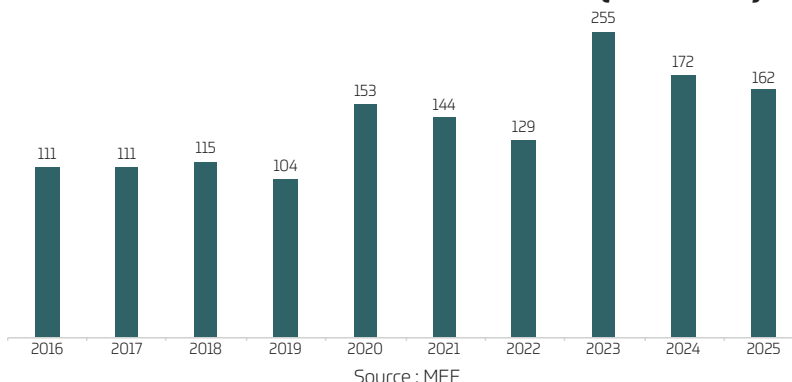


Source : BAM

Marché primaire des bons du Trésor

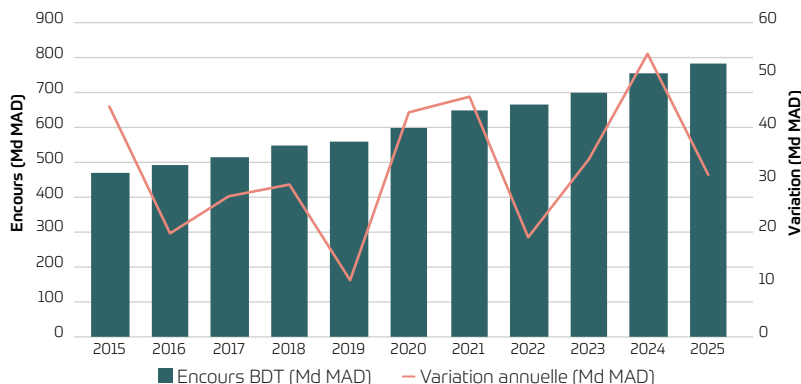
En 2025, les émissions de bons du Trésor se sont établies à 162 milliards de dirhams, confirmant la tendance baissière observée entamée depuis 2023. Ce niveau ressort en retrait de 5,8% par rapport à l'année 2024, au cours de laquelle les émissions avaient atteint 172 milliards de dirhams.

Evolution des émissions des Bons du Trésor (En Md MAD)



L'encours des Bons du Trésor s'est établi en 2025 à 787 milliards de dirhams, contre 754 milliards de dirhams en 2024, enregistrant ainsi une progression annuelle de 4%.

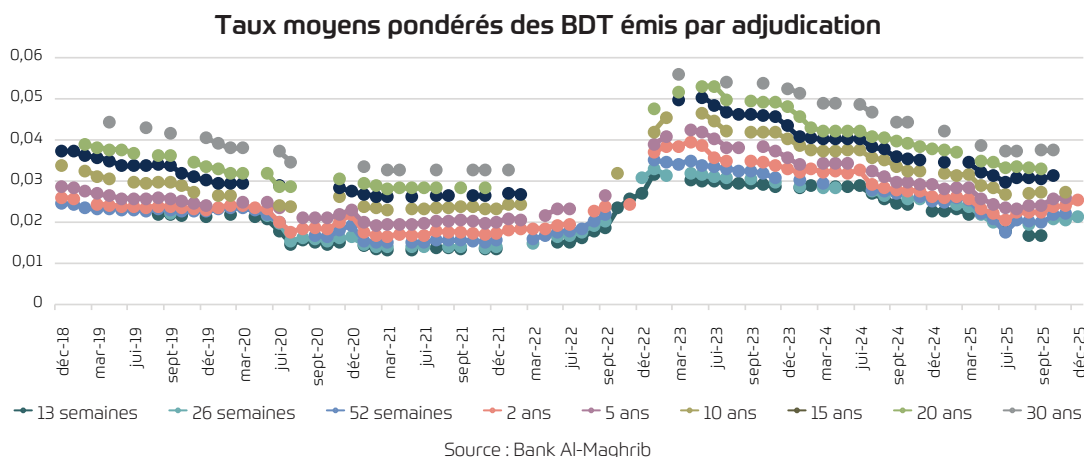
Encours des BDT et variation annuelle



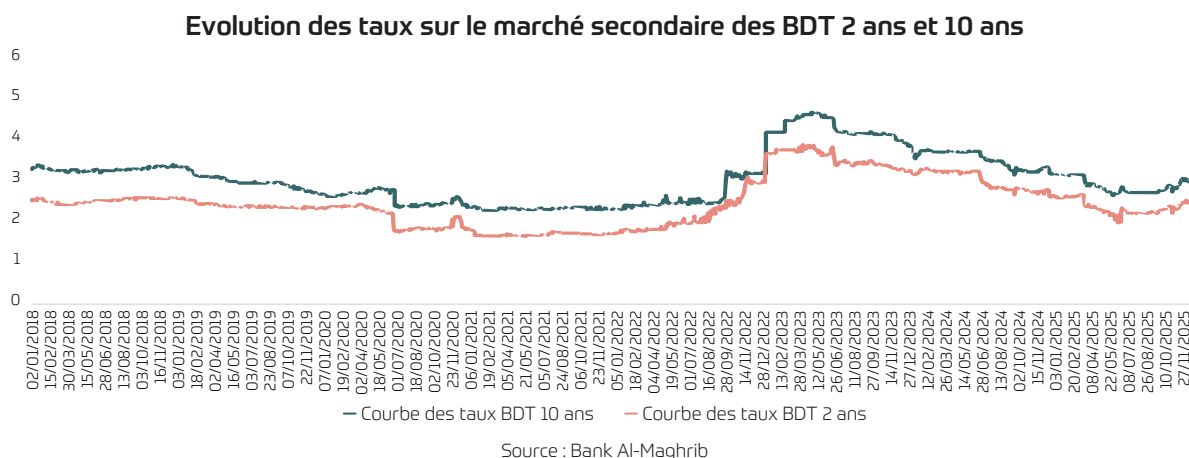
Poursuite de la détente des taux obligataires en 2025, dans un contexte de desserrement monétaire

L'année 2025 a été caractérisée par la poursuite de la détente des taux obligataires, dans le prolongement du cycle d'assouplissement monétaire engagé par Bank Al-Maghrib. Cette tendance, amorcée au second semestre 2023 puis consolidée au cours de l'exercice 2024, s'est maintenue en 2025 dans un contexte d'anticipations inflationnistes contenues. Les taux ont atteint leur point bas au milieu de l'année, avant d'enregistrer un léger rebond sur certaines maturités en fin d'exercice.

Sur le marché primaire, les taux moyens pondérés des Bons du Trésor ont affiché, à fin 2025, des baisses différenciées selon les maturités. Celles-ci ont atteint 7,2 points de base pour les BDT à 2 ans, 60,4 points de base pour les BDT à 13 semaines, 40 points de base pour les BDT à 15 ans et 69 points de base pour les BDT à 30 ans.



Sur le marché secondaire, les taux des BDT à 2 ans et à 10 ans ont clôturé l'année 2025 à respectivement 2,45% et 2,96%, correspondant à des baisses annuelles de 18 et 22 points de base.

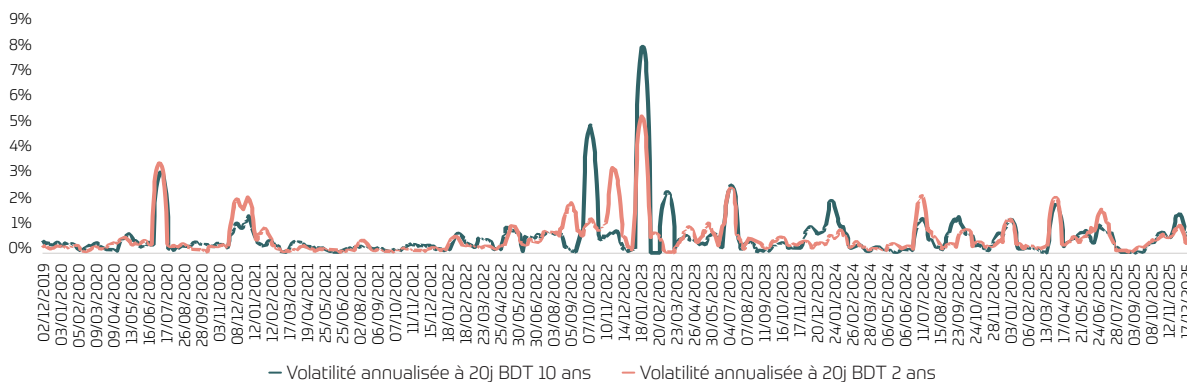


En moyenne annuelle, les taux des BDT à 2 ans et à 10 ans ont également poursuivi leur repli en 2025, enregistrant des diminutions respectives de 65 et 64 points de base. Ils se sont ainsi établis à 2,376% et 2,899%, contre 3,024% et 3,541% en 2024.

Maintien des niveaux de volatilité modérés des taux obligataires sur le marché secondaire en 2025.

Après l'épisode de forte volatilité observé au début de l'année 2023, le marché obligataire a confirmé, en 2024 puis en 2025, son retour à des niveaux de volatilité modérés. À fin 2025, la volatilité annualisée à 20 jours des taux des BDT à 2 ans et à 10 ans s'est établie respectivement à 0,505% et 0,764%. Cette modération s'explique principalement par la poursuite de la détente des pressions inflationnistes ainsi que par le maintien du taux directeur à 2,25%.

Evolution de la volatilité annualisée à 20j des taux des BDT 2 ans et 10 ans



Sources : BAM et calculs AMMC

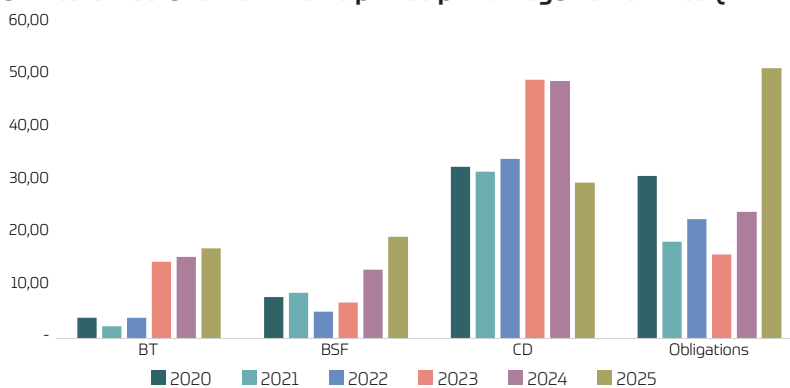
Hausse des émissions sur le marché de la dette privée.

Les montants levés sur le marché de la dette privée restent sur une dynamique haussière avec une progression de 16% en 2025 et ce, après une hausse de 17% enregistrée un an auparavant.

Les émissions se sont établies à 117,7 milliards de dirhams en 2025 contre 101,7 milliards de dirhams en 2024.

Cette augmentation s'explique par la forte hausse des émissions obligataires de 113% avec un volume de 51,45 milliards de dirhams, ainsi que celles des bons de sociétés de financement de 48% soit un volume de 19,4 milliards de dirhams. Les billets de trésorerie ont enregistré une hausse de 11% tandis que les certificats de dépôt ont subi une baisse de 39%.

Evolution des émissions de la dette privée par catégorie de titres (En Mds MAD)



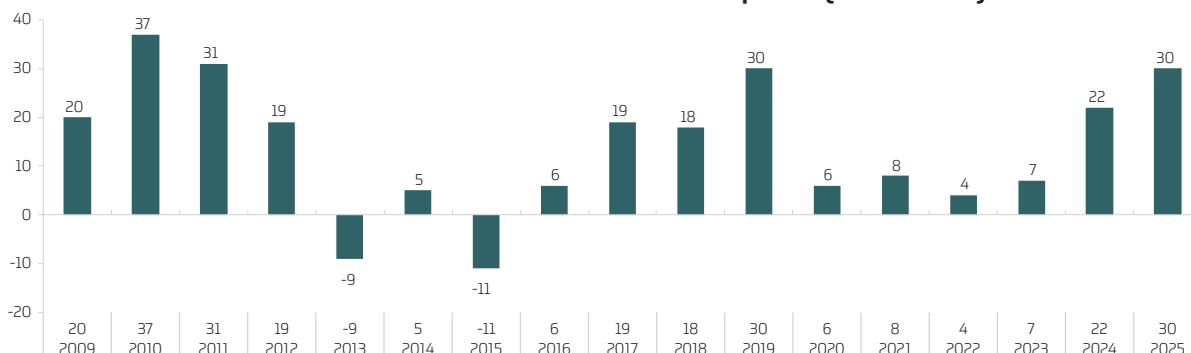
Sources : Maroclear et Calculs AMMC

La ventilation par instrument des volumes d'émission en 2025 confirme la position des TCN comme principal instrument de financement sur le marché de la dette privée.

L'encours de la dette privée s'inscrit en 2025 en progression à 308 milliards de dirhams.

L'encours de la dette privée a atteint en 2025 un volume de 308 milliards de dirhams contre 278 milliards de dirhams fin 2024 et ce, compte tenu de l'augmentation du volume d'émissions.

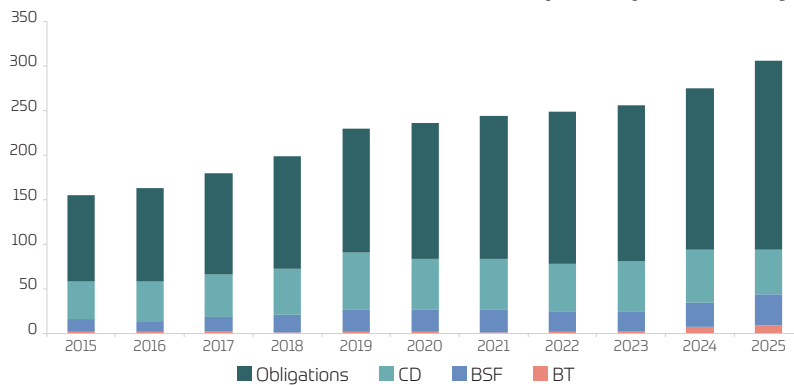
Variation annuelle de l'encours de la dette privée (En Md MAD)



Sources : Maroclear et Calculs AMMC

Cette progression de l'encours de la dette privée est tirée essentiellement par la hausse enregistrée de l'encours des obligations (17%) et celle des bons de sociétés de financement (30%).

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



Sources : Maroclear et Calculs AMMC

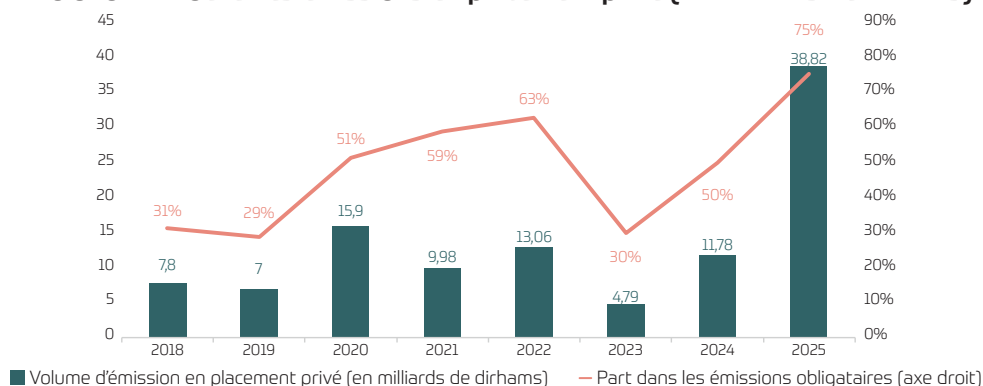
Hausse des émissions obligataires par voie de placement privé.

Parallèlement à la hausse du nombre d'opérations enregistrées (20 en 2024 contre 35 en 2025), le volume d'émissions obligataires, par voie de placement privé, a augmenté de 229,5%, atteignant 38,82 milliards de dirhams contre 11,78 milliards de dirhams l'année précédente.

En conséquence, la part des opérations de placement privé représente 75,45% du volume global des émissions obligataires contre 50% enregistrée en 2024.

La forte progression des émissions obligataires par placement privé en 2025 s'explique notamment par le recours des établissements et entreprises publics (EEP) à ce mode de financement pour soutenir leurs programmes d'investissement et couvrir leurs besoins de financement dans un contexte de détente des conditions de marché.

Evolution annuelle des émissions en placement privé (En milliards de dirhams)



Sources : AMMC

Le ratio d'endettement des émetteurs non-financiers de dette privée en hausse

L'endettement net des sociétés non-financières émettrices de dette privée ayant fait appel public à l'épargne s'élève à 243,95 milliards de dirhams en 2025, en hausse de 10,8% par rapport à l'exercice précédent.

Les fonds propres de ces sociétés ressortent, pour leur part, en progression de 8,7% à 275,78 milliards de dirhams.

De ce fait, le gearing global des sociétés non-financières émettrices de dette privée ayant fait appel public à l'épargne a légèrement progressé, passant de 86,8% en 2024 à 88,8% en 2025.

Au sein de cette catégorie d'émetteurs, le gearing des entreprises publiques s'est établi à 93,3% en 2025 (contre 90,6% en 2024) tandis que celui des entreprises privées est demeuré stable à 67,5% (le même niveau qu'en 2024).

Quant au niveau de l'endettement net global de toutes les sociétés non-financières faisant appel public à l'épargne, il est passé de 264,5 milliards de dirhams en 2024 à 279,3 milliards de dirhams au terme de l'année 2025, soit une hausse de 5,6%. Les fonds propres de ces émetteurs s'établissent à 401 milliards de dirhams en 2025 en progression annuelle de 10,47%. Le ratio d'endettement net rapporté aux fonds propres (gearing) s'est donc établi à 69,7% en 2025. Ce ratio ressort à 91,1% pour les entreprises publiques et à 41,3% pour les entreprises du secteur privé.

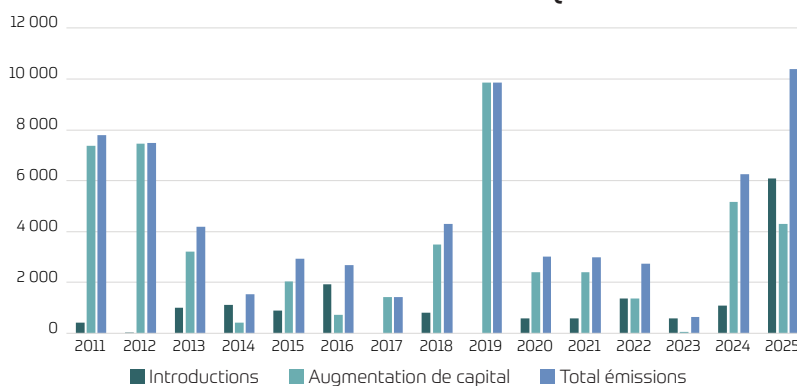
B. Marchés actions

Hausse du volume des émissions en titres de capital sur le marché boursier en 2025.

Les levées de capitaux en actions sur le marché boursier en 2025 ont atteint un volume de 10,37 milliards de dirhams, en hausse de 65% par rapport à l'année 2024.

Trois introductions en bourse ont été réalisées en 2025 : VICENNE, CASH PLUS S.A et SGTM pour un montant global de 6 milliards de dirhams, en hausse de 452,46% par rapport à 2024.

Evolution des émissions sur le Marché Boursier (En millions de dirhams)



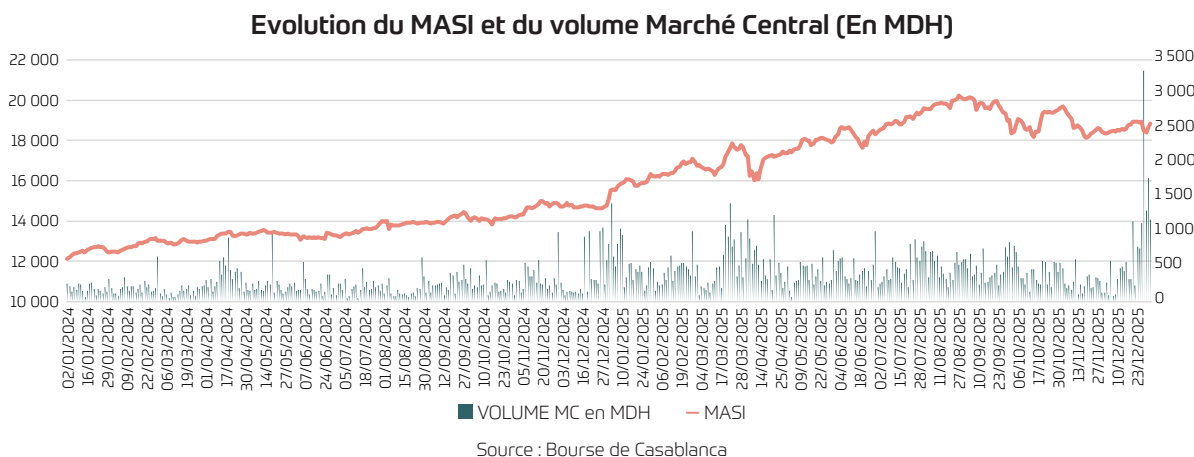
Sources : Bourse de Casablanca - Calculs AMMC

Evolution positive de l'indice MASI en 2025, en lien avec l'amélioration de la conjoncture économique.

L'indice MASI a évolué de 27,57% en passant de 14 773,19 points au 31 décembre 2024 à 18 846,35 points au 31 décembre 2025. Cette performance a été soutenue par l'amélioration des résultats des sociétés cotées et des perspectives économiques.

Le volume transactionnel est passé de 89,5 milliards de dirhams en 2024 à 137,3 milliards de dirhams en 2025 et ce, suite à une augmentation de 98% du volume au niveau du marché central. Ce dernier s'est établi à 121 milliards de dirhams contre 60 milliards de dirhams un an auparavant.

Le marché de blocs en 2025 s'est établi à 16,3 milliards de dirhams, enregistrant ainsi une baisse de 43% (28,7 milliards de dirhams en 2024).



La valorisation globale du marché en fin 2025 est passée au-dessous de sa moyenne durant les cinq dernières années.

Le PER global de la Bourse de Casablanca³¹ a baissé de 21,7x à fin 2024 à 20x à fin 2025. Ce niveau de PER global de la Bourse de Casablanca à fin 2025 place la valorisation de la bourse de Casablanca en dessous du niveau de sa moyenne des cinq dernières années³², soit 22,13x.

³¹ PER : Ratio de valorisation calculé sur la base de la capitalisation boursière quotidienne divisée par les résultats des entreprises cotées réalisée dans la même année.

³² Période 2019-2024 hors 2020 année exceptionnelle marquée par la pandémie COVID.

Price Earning Ratio Global du marché : Evolution 2015 à 2025



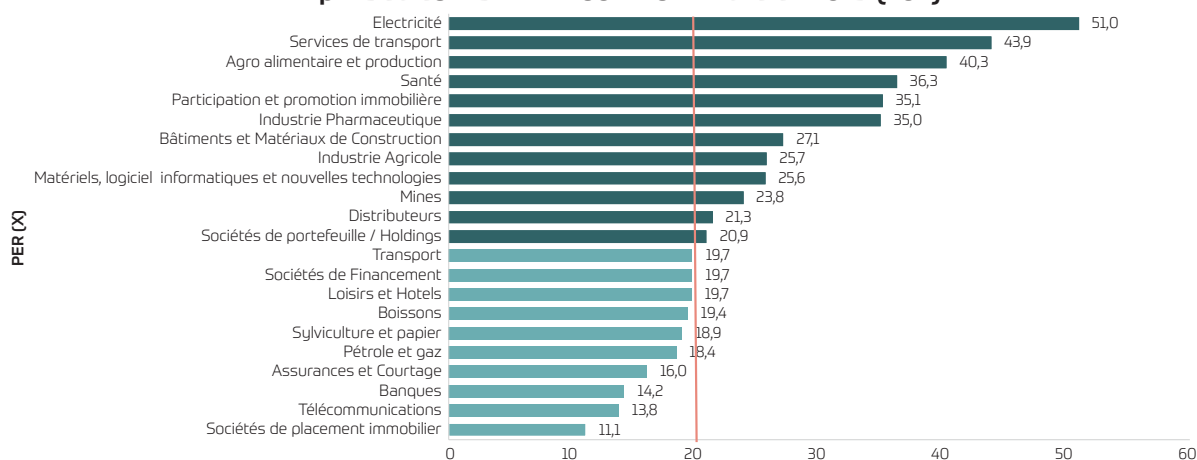
Sources : Données émetteurs et bourse de Casablanca - Calculs AMMC

Valorisations sectorielles à fin 2025 : des écarts significatifs entre secteurs

Avec un PER global de 20x à fin 2025, le marché présente des écarts de valorisation importants entre secteurs. Les multiples s'échelonnent de 11,09x pour l'immobilier à 50,99x pour l'électricité, illustrant l'hétérogénéité des anticipations de croissance et des profils de risque.

Les secteurs de l'électricité, des services de transport, de la santé et de l'industrie pharmaceutique se négocient à des niveaux supérieurs à la moyenne du marché, tandis que les télécommunications, les banques, les assurances et l'immobilier affichent des décotes relatives, reflétant des perspectives de croissance plus limitées et une plus grande maturité de ces activités.

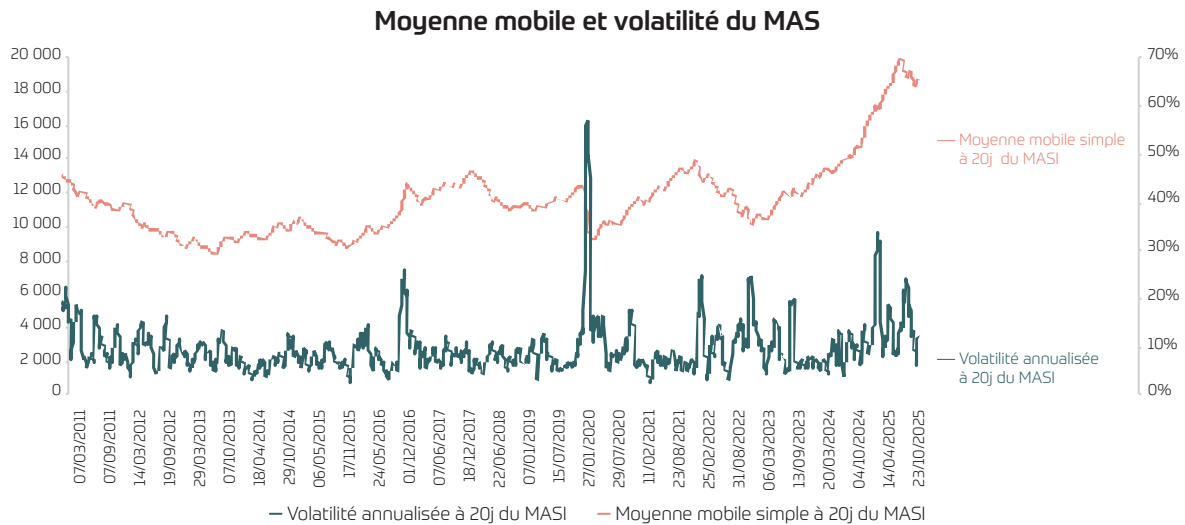
PER par secteur vs PER Global du marché en 2025 (20x)



Source : Données émetteurs et bourse de Casablanca - Calculs AMMC

Le marché boursier a été globalement volatile en 2025

La volatilité du Masi marque une hausse nette en passant de 8,27% en 2024 à 14,62% en 2025, traduisant ainsi une intensification des fluctuations.

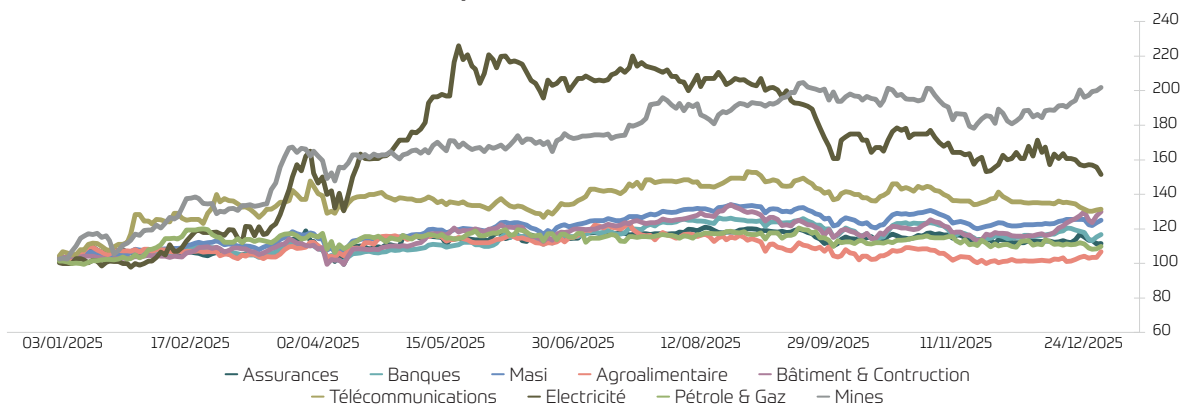


Source : Calculs AMMC³³

Progression quasi généralisée des indices sectoriels en 2025, dans un contexte de regain de volatilité

En 2025, la majorité des huit principaux secteurs en termes de capitalisation dans le marché boursier a enregistré des hausses importantes. Le secteur « Electricité » se distingue par sa hausse significative de 51,4%.

Evolution des principaux indices sectoriels en 2025



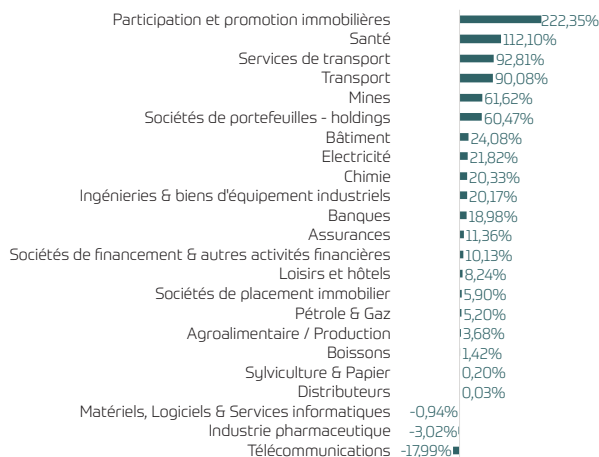
Source : Calculs AMMC

³³ Idem 3

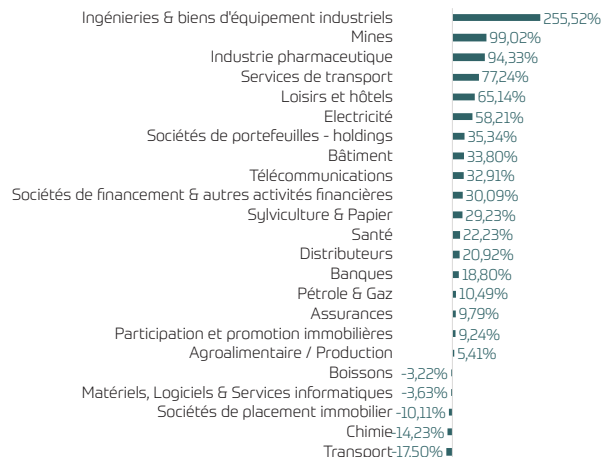
Sur l'ensemble des vingt-trois secteurs représentés à la Bourse de Casablanca, dix-neuf secteurs d'activité économiques ont enregistré une performance positive en 2025 contre vingt en 2024.

La hausse a été particulièrement marquée dans les secteurs suivants : « Ingénieries & biens d'équipement industriels », avec +255,52% en 2025 contre +20,17% en 2024 ; « Mines », qui affiche +99,02% en 2025, après une hausse de 61,62% en 2024 ; et « Industrie pharmaceutique », qui augmente de 94,33% après une baisse de 3,02% l'année précédente.

Palmarès des performances sectorielles en 2024

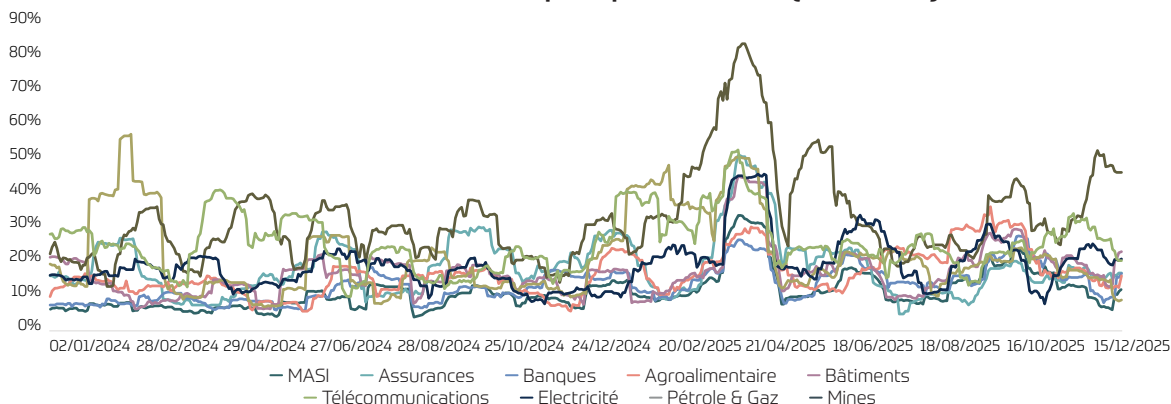


Palmarès des performances sectorielles en 2025



Source : Bourse de Casablanca

Volatilité du MASI et des principaux secteurs (2024-2025)



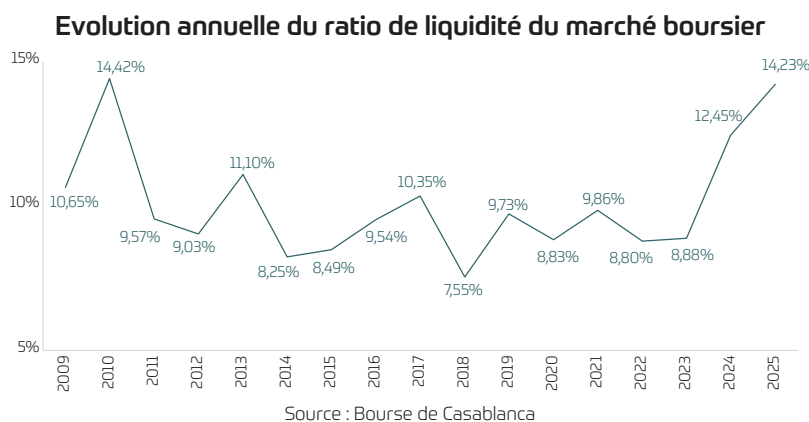
Source : Calculs AMMC

L'évolution de la volatilité sectorielle traduit une dynamique globalement contenue, avec des mouvements relativement synchronisés entre les secteurs. Le pic observé au deuxième trimestre 2025 reflète principalement l'impact d'un environnement international plus incertain, marqué notamment par les tensions géopolitiques et les fluctuations des marchés énergétiques.

En dehors de cet épisode, les niveaux de volatilité demeurent modérés, témoignant d'un retour progressif à des conditions de marché plus stables. Le secteur de l'Électricité constitue toutefois une exception, affichant une volatilité plus prononcée en fin de période, liée à des facteurs propres au secteur.

La liquidité du marché boursier poursuit son amélioration en 2025 et retrouve des niveaux historiques

Le ratio de liquidité du marché boursier a poursuivi sa progression en 2025 pour atteindre 14,23%, contre 12,45% en 2024. Il retrouve ainsi un niveau comparable à celui observé au début des années 2010, témoignant de l'amélioration des conditions de liquidité du marché.



Encadré N° 11 : Evolution du secteur de l'intermédiation boursière

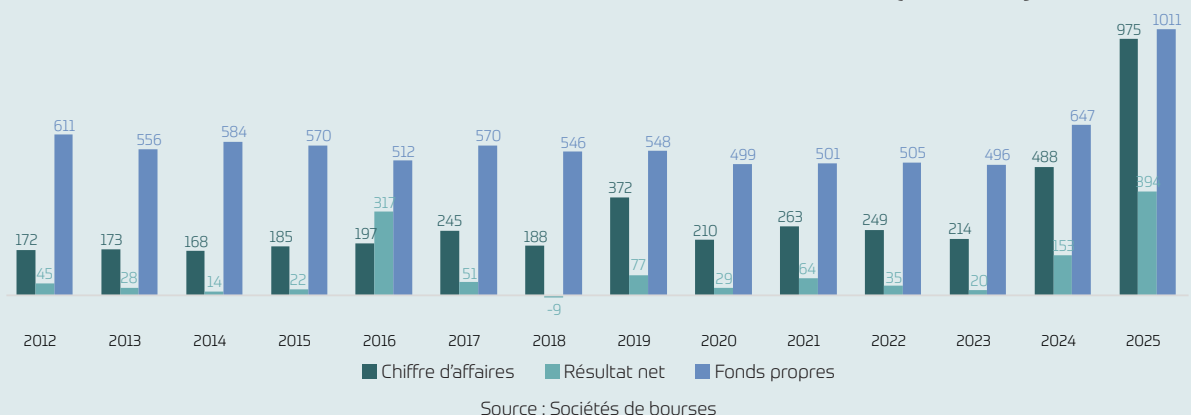
Les quinze sociétés de bourse ont toutes enregistré des résultats nets positifs passant de 153 millions de dirhams en 2024 à 394 millions de dirhams en 2025, soit une progression de 157,7%.

Le chiffre d'affaires total du secteur de l'intermédiation boursière a atteint 974 millions de dirhams en 2025, soit une progression annuelle de l'ordre de 95% par rapport à l'exercice de 2024. Dans ce contexte de forte croissance, il convient de relever que le secteur demeure relativement concentré avec 5 sociétés sur 15 réalisant 68,33% du total du chiffre d'affaires.

Quant à leurs structures financières, les sociétés de bourse jouissent dans l'ensemble d'une bonne assise financière avec des fonds propres consolidés qui se sont améliorés en 2025 de 56,22% par rapport à 2024 en s'établissant autour d'un milliard de dirhams contre 647 millions de dirhams en 2024.

Les 8 sociétés de bourses filiales d'établissements bancaires réalisent 66% du chiffre d'affaires du secteur de l'intermédiation, contre 34% de parts de marché réalisées par les 7 sociétés indépendantes.

Evolution des indicateurs financiers des sociétés de bourse (En MMAD)



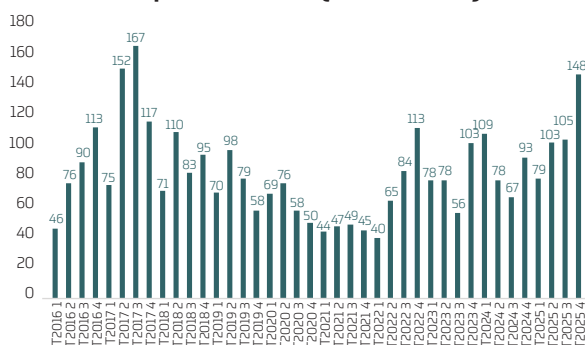
C. Marché des prêts de titres

Hausse du volume des opérations de prêt de titres en 2025

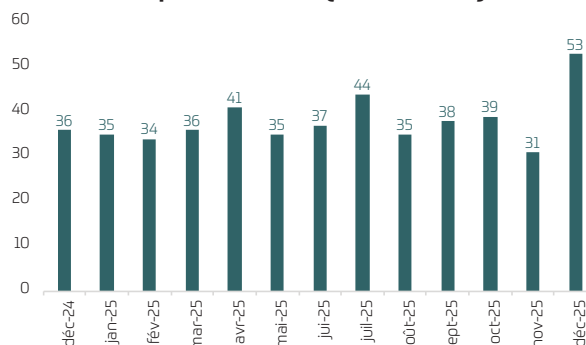
L'activité de prêt de titres a connu une évolution de 25% en 2025 avec un volume d'opérations qui a atteint 435,6 milliards de dirhams contre 347 milliards de dirhams en 2024.

Pour sa part, l'encours des opérations de prêt de titres à fin 2025 a enregistré une augmentation annuelle de 47%, avec un volume de 53 milliards de dirhams contre 36 milliards de dirhams en 2024.

Volume trimestriel des opérations de prêt de titres (En Md MAD)



Encours fin de mois des opérations de prêt de titres (En Md MAD)



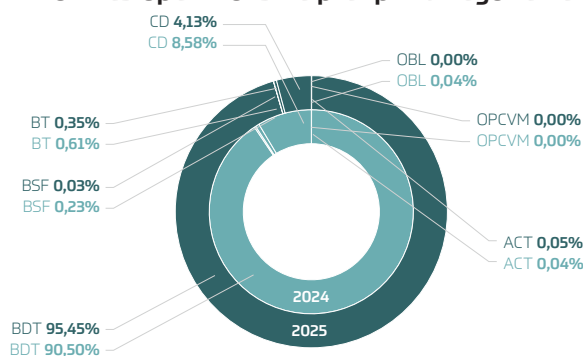
Sources : Banques et Calculs AMMC

Les opérations de prêt de titres restent dominées par les BDT.

Les opérations de prêt de titres restent dominées par les Bons du Trésor qui représentent près de 95,45% des titres prêtés en 2025 contre 90,50% en 2024 et ce, en raison notamment de l'utilisation importante des BDT empruntés par les banques comme garantie des opérations de refinancements auprès de la Banque Centrale (les avances à 7 jours).

Le reste des opérations porte essentiellement sur les titres de dette privée dont la part ressort en baisse à 4,55% en 2025 contre 9,50% en 2024, en raison principalement de la diminution de la part des certificats de dépôts qui passe de 8,58% à 4,13%.

Ventilation des opérations de prêt par catégorie de titres



Sources : Banques et Calculs AMMC

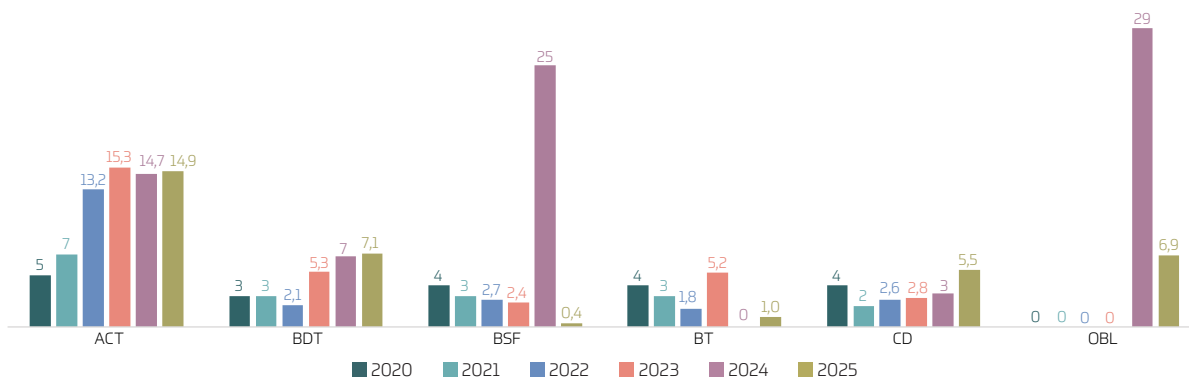
Evolution de la durée moyenne des opérations de prêts par catégorie de titres.

La durée moyenne des opérations de prêt de titres a augmenté pour certaines catégories de titres avec une durée maximale de 14,9 semaines.

Concernant les bons du Trésor qui représentent près de 95,45% des titres prêtés, la durée moyenne des prêts s'est stabilisée à 7,1 semaines en 2025.

S'agissant des certificats de dépôt, des bons de sociétés de financement et des actions, leurs durées de prêt respectives sont passées de 3 semaines, 25 semaines et 14,7 semaines en 2024 à 5,5 semaines, 0,4 semaines et 14,9 semaines en 2025.

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

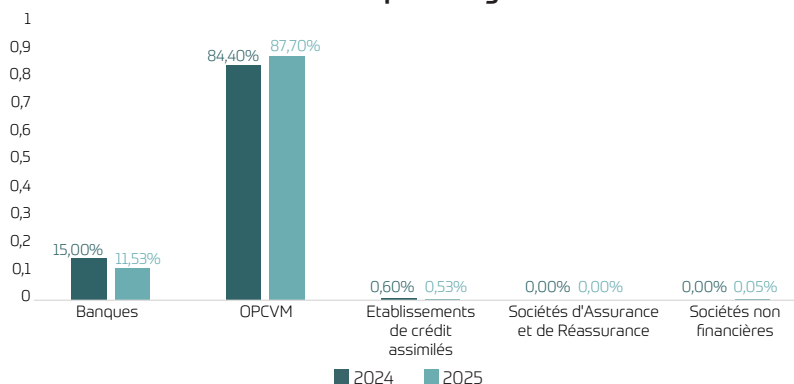


Sources : Banques et Calculs AMMC

Les OPCVM et les banques demeurent les principaux acteurs sur le marché de prêt de titres.

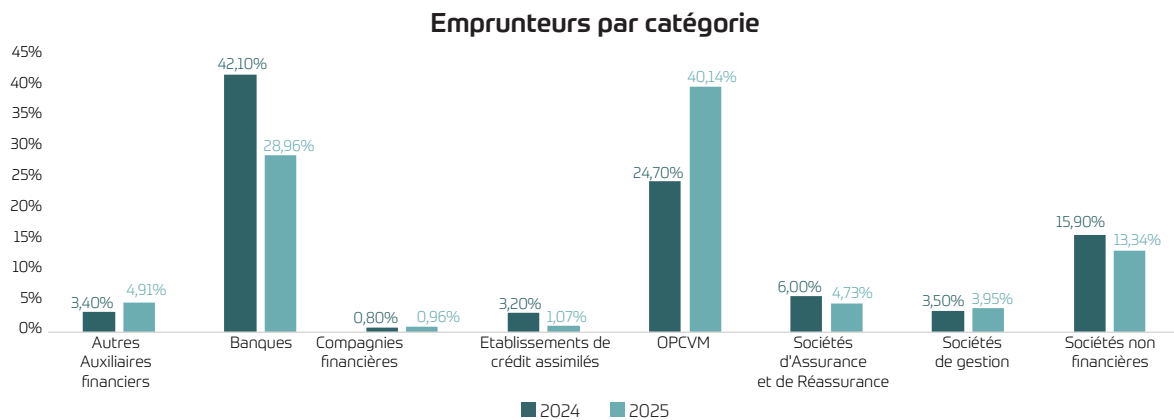
Les prêteurs restent dominés par les OPCVM avec une part de marché qui passe de 84,40% en 2024 à 87,70% en 2025. Ils sont suivis par les banques qui enregistrent une baisse en passant d'une part de 15% en 2024 à 11,53% en 2025.

Prêteurs par catégorie



Sources : Banques et Calculs AMMC

Côté emprunteurs, à fin 2025, les OPCVM arrivent en tête avec 40,14% contre 24,70% un an auparavant. Quant aux banques, elles sont passées de 42,10% en 2024 à 28,96% en 2025. La part des Sociétés non financières a baissé de 15,9% en 2024 à 13,34% en 2025.



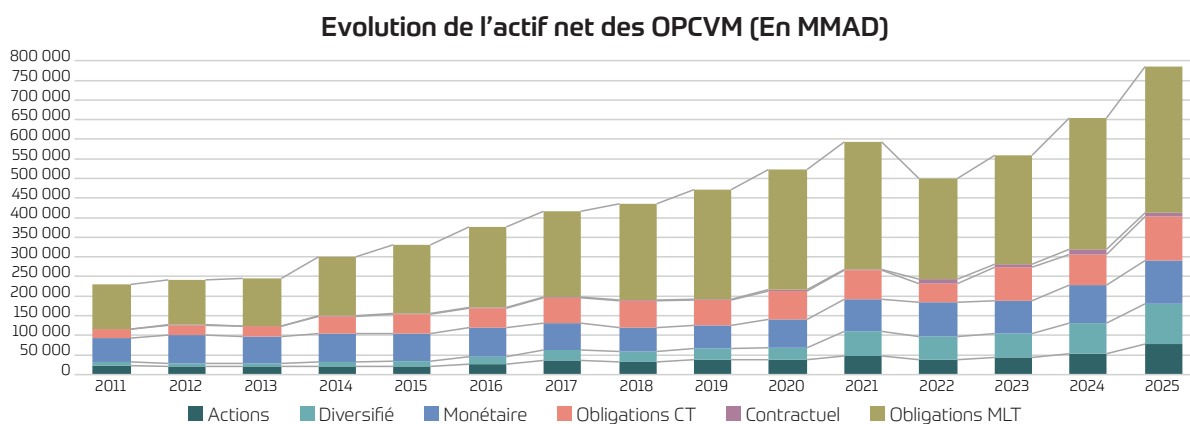
Sources : Banques et Calculs AMMC

D. Activité de la gestion d'actifs

L'actif net des OPCVM poursuit sa dynamique haussière en 2025.

L'actif net global des OPCVM a poursuivi sa tendance haussière en passant de 653,2 milliards de dirhams à fin 2024 à 785 milliards de dirhams à fin 2025, soit une hausse de 20,2%.

Les trois catégories ayant contribué le plus à ladite hausse sont celles des OPCVM « Obligations à moyen et long terme » (OMLT), « Obligations à court terme » (OCT) et OPCVM « Diversifiés » dont les encours ont augmenté de 39,57 milliards de dirhams, 34,48 milliards de dirhams et de 26,28 milliards de dirhams respectivement.



Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et calculs AMMC

Le nombre de fonds a poursuivi sa hausse avec la création de 20 OPCVM en 2025 contre 12 OPCVM en 2024.

Sur les 20 fonds créés, 7 appartiennent à la catégorie « OMLT », 4 à la catégorie « Diversifiés » et 4 à la catégorie « OCT ». Les fonds « Actions » enregistrent 3 créations, tandis que l'on décompte deux nouveaux fonds « Monétaires ».

Au 31 décembre 2025, le nombre total des fonds OPCVM a ainsi atteint 609 fonds contre 589 une année auparavant. Avec une part de 35% desdits fonds, soit 211 fonds, la catégorie « OMLT » reste la catégorie la plus prisée, du fait de son profil de risque-rendement plus équilibré correspondant aux besoins des investisseurs institutionnels.

Répartition par catégorie d'OPCVM en 2025



Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

Cette prédominance est constatée davantage en termes de volumes d'actifs sous gestion. En effet, la catégorie « OMLT » a atteint à fin 2025, un actif net de 372,9 milliards de dirhams, soit 48% de l'actif net global des OPCVM.

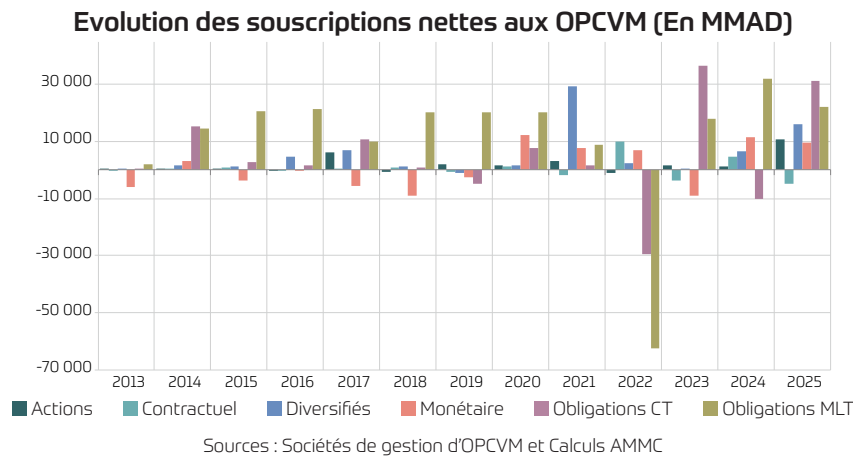
Un volume de souscriptions nettes orienté principalement vers les fonds obligataires.

Le volume de souscriptions nettes en 2025 a été de 84,8 milliards de dirhams enregistrant ainsi une hausse significative de 87% par rapport à 2024.

Par catégorie d'OPCVM, les fonds « Obligations à moyen et long terme » ont enregistré des apports de 22,18 milliards de dirhams en 2025 et les « Obligations à court terme » un volume net de 31,9 milliards de dirhams. Ces deux catégories concentrent 63% des souscriptions nettes, confirmant la préférence des investisseurs pour les fonds obligataires.

Les fonds « Actions » et « Diversifiés » ont connu également un regain d'intérêt auprès des investisseurs à la recherche de meilleurs rendements. En effet, à fin 2025, ils ont enregistré respectivement des collectes nettes de 10,56 et 16,10 milliards de dirhams contre 1,07 et 6,6 milliards de dirhams un an auparavant.

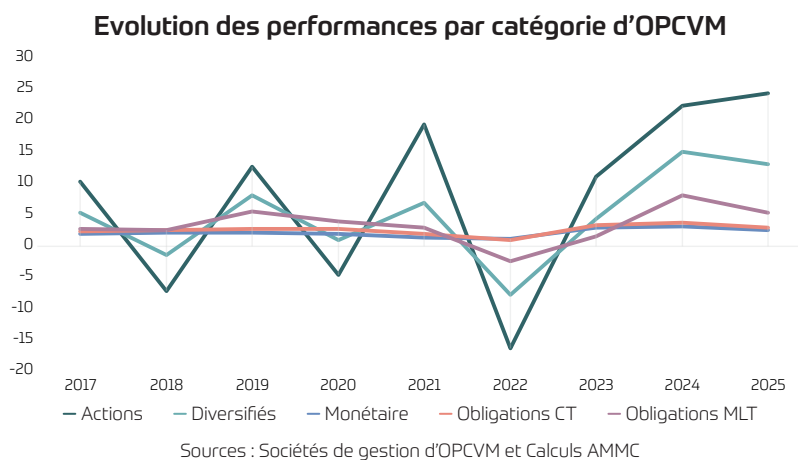
Quant aux catégories « Monétaires » et « Contractuels », la première a connu une collecte nette de 9,62 milliards de dirhams tandis que la seconde a enregistré une souscription nette négative de 4,7 milliards de dirhams.



Des performances en repli pour les catégories d'OPCVM en 2025, à l'exception des OPCVM « actions ».

L'analyse des évolutions des performances réalisées par les différentes catégories d'OPCVM en 2025 révèle que :

- La catégorie « Actions » a connu une performance positive en passant de 22,6% en 2024 à 24,5% en 2025.
- Les fonds « Diversifiés » passent de 15,13% en 2024 à 13,11% en 2025, soit une baisse de 13%.
- Les fonds « OMLT », dont la valorisation avait connu une performance positive de 8,21% en 2024, enregistrent une performance de 5,36%.
- Les OPCVM « Monétaires » et « OCT », ont également enregistré un recul en termes de performances avec des niveaux de 2,57% et 3,04% respectivement.



Des niveaux de volatilité contrastés selon les catégories des OPCVM en 2025

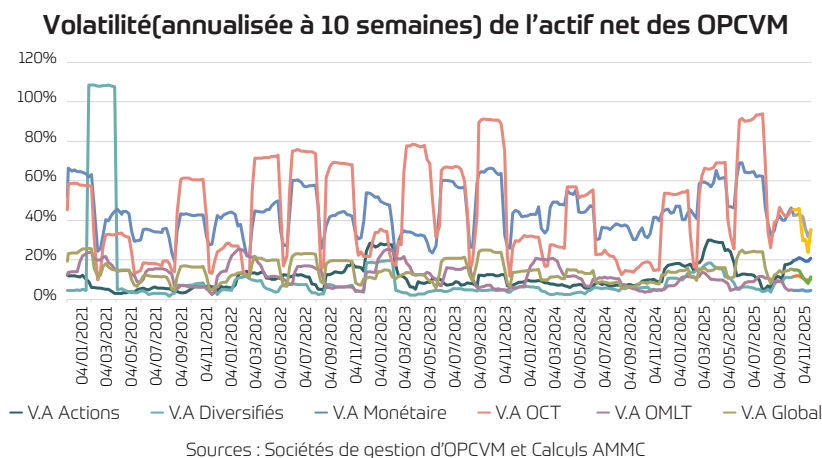
En 2025, la volatilité moyenne de l'actif net global des OPCVM s'est établie à 15,50%, contre 10,89% en 2024 et 15,77% en 2023. L'analyse de la volatilité annualisée à 10 semaines met en évidence des profils différenciés selon les catégories.

Les catégories d'OPCVM « OCT » et « Monétaires » demeurent les plus volatiles en 2025 avec des volatilités moyennes respectivement de 55,74% et 49,86% contre 28,98% et 41,07% un an auparavant.

La volatilité de la catégorie « OCT » a enregistré un pic de 93,93% le 29 août 2025 tandis que celle des OPCVM « Monétaires » a atteint un maximum de 69,26% le 11 juillet 2025.

A l'inverse, la catégorie « OMLT » marque le niveau le moins volatile avec une moyenne de 8,52% au cours de 2025 contre 10,62% en 2024.

Les catégories « Actions » et « Diversifiés » ont enregistré une volatilité moyenne annuelle respectivement de 17,52% et 10,43%. Ces catégories ont connu pendant le mois d'Avril une hausse en termes de volatilité de l'actif net avec des pics respectifs de 29,93% et 18,65% successivement les 18 et 25 avril 2025 contre 10,28% et 6,52%.



Encadré N° 12 : Répartition de l'actif net OPCVM par catégorie d'investisseurs

À fin 2025, l'actif net global des OPCVM s'établit à 785 milliards de dirhams, réparti entre plusieurs catégories d'investisseurs. Cette répartition révèle la prédominance des investisseurs institutionnels résidents, en particulier les entreprises financières, qui concentrent près de 71,43% de l'actif net total.

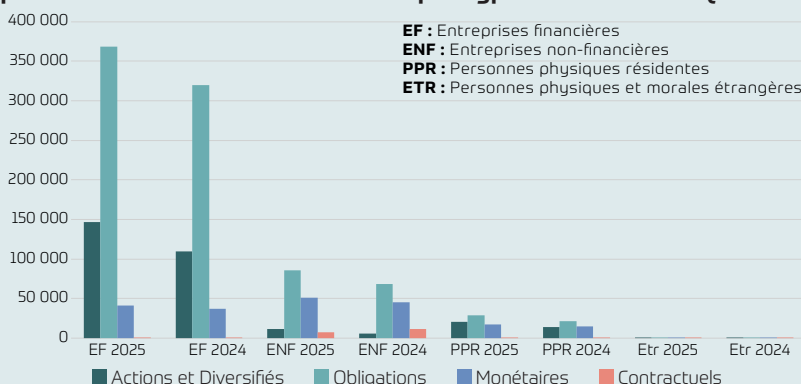
1. Une détention fortement institutionnelle

- Les entreprises financières détiennent à elles seules 557,5 MMDH, soit 71,43% de l'actif total des OPCVM. Cette catégorie inclut :
 - Les organismes de prévoyance et de retraite (211,8 MMDH ; 27%),
 - Les compagnies d'assurances (93,8 MMDH ; 11,9%),
 - Les banques et la CDG (130,5 MMDH ; 16,6%),
- Les entreprises non financières arrivent en deuxième position, avec 154,8 MMDH, représentant 19,84% du total, ce qui traduit un usage important des OPCVM comme outil de gestion de trésorerie et de placement de fonds excédentaires.
- Les organismes de prévoyance et de retraite, en particulier, jouent un rôle central dans le financement du marché à travers les OPCVM obligataires à moyen/long terme.

2. Une part marginale des personnes physiques

Les personnes physiques résidentes et non résidentes ne représentent que 8,66% de l'actif global des OPCVM (67,58 MMDH), un niveau demeurant modeste traduisant une faible pénétration de ce produit d'épargne dans les portefeuilles des particuliers marocains.

Répartition de l'actif net des OPCVM par type d'investisseur (En MMAD)



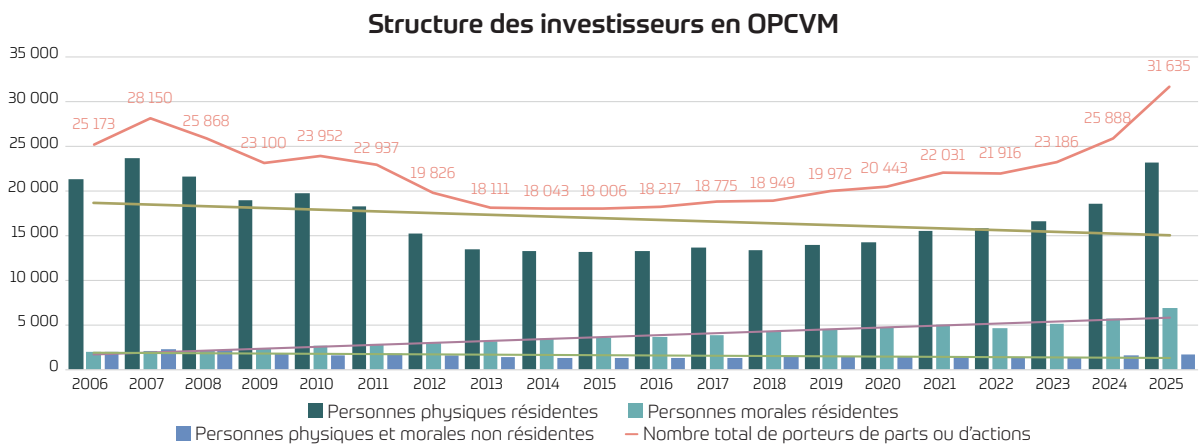
Sources : Banques dépositaires d'OPCVM et Calculs AMMC

Hausse du nombre de porteurs de parts et actionnaires d'OPCVM, portée par l'ensemble des catégories d'investisseurs.

Le nombre d'investisseurs en OPCVM connaît une progression continue depuis l'année 2016. En effet, le nombre de porteurs de parts et actionnaires d'OPCVM est passé de 18 006 en fin 2015 à 31 635 en fin 2025, soit une augmentation de 75,7%.

En 2025, le nombre des investisseurs en OPCVM s'est inscrit en hausse de 22%. En effet, le nombre de porteurs de parts et actionnaires d'OPCVM s'est élevé à 31 635 à fin 2025 contre 25 888 une année auparavant.

Cette progression est due à la hausse du nombre des personnes morales résidentes, des personnes physiques résidentes ainsi que des porteurs de parts et actionnaires non-résidents respectivement de 19%, 24% et 6%.



Sources : Banques dépositaires d'OPCVM et Calculs AMMC

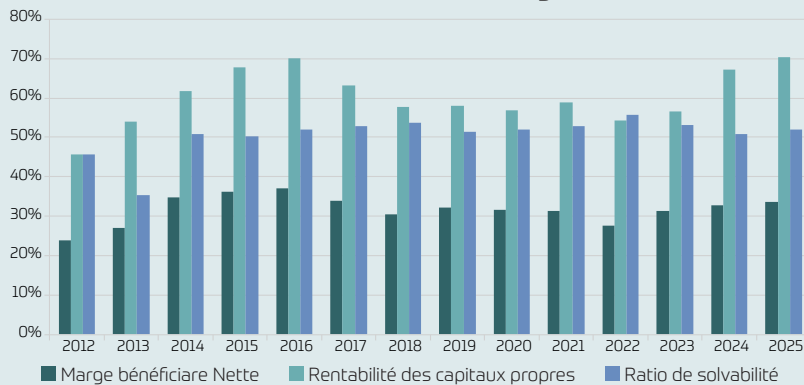
Encadré N° 13 : Surveillance macroprudentielle des NBFi : enseignements internationaux et dynamique nationale

Le chiffre d'affaires global des sociétés de gestion d'OPCVM maintient sa tendance haussière en passant de 2,2 milliards de dirhams en 2024 à 3 milliards de dirhams en 2025. Quant au résultat net global du secteur, il s'est établi à 1,01 milliard de dirhams en 2025 en augmentation de 40% par rapport à l'année précédente.

S'agissant des ratios financiers, la marge bénéficiaire est passée à 33,64% en 2025 contre 32,85% en 2024. La rentabilité financière s'est établie à 70,22% en 2025 contre 67,28% en 2024.

L'assise financière globale des sociétés de gestion d'OPCVM demeure solide, suite à l'augmentation du ratio de solvabilité qui s'est établi en 2025 à 52,02% contre 50,86% en 2024.

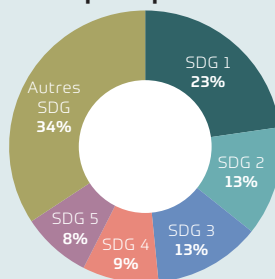
Indicateurs financiers des sociétés de gestion d'OPCVM



Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

La concentration de la gestion des OPCVM reste relativement élevée avec une part de 66% de l'actif net global gérée par les cinq premières sociétés de gestion sur les vingt-deux en activité (contre 68% en 2024).

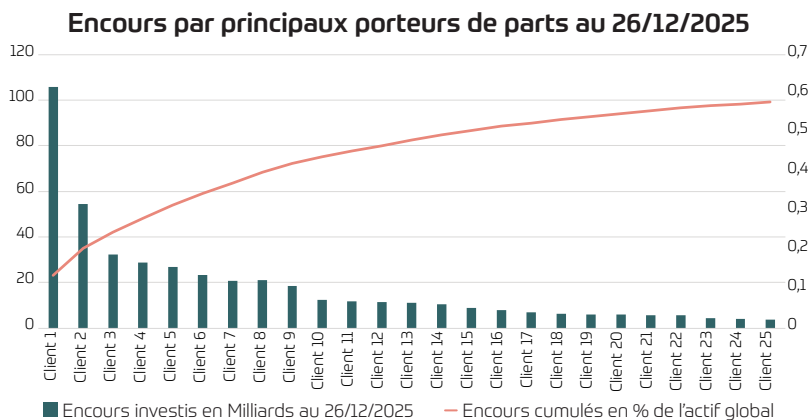
Parts de marché des principales SDG AU 26/12/2025



Il est à signaler que 76% de l'actif net global est géré par des sociétés de gestion filiales d'institutions financières (banques et assurances).

La concentration du passif des fonds constitue le principal point d'attention de l'industrie des OPCVM.

Le niveau de concentration élevé du passif des OPCVM reste un des points d'attention de l'industrie de la gestion d'OPCVM, dans la mesure où 51% de l'actif total sous gestion est détenu par seulement 15 porteurs de parts et actionnaires à fin 2025 (contre 16 porteurs de parts en 2024).



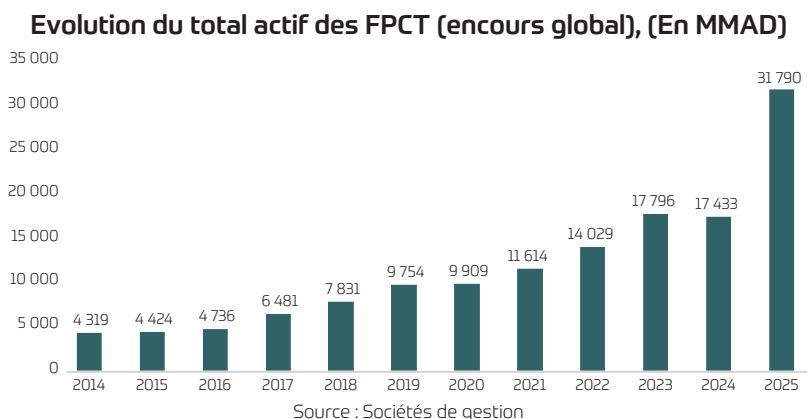
Sources : Sociétés de gestion d'OPCVM et Calculs AMMC

L'activité de titrisation enregistre une forte progression en 2025.

En effet, le volume des émissions des fonds de titrisation a été de 15,52 milliards de dirhams en 2025 enregistrant ainsi une hausse annuelle exceptionnelle de 538% après un volume de 2,43 milliards de dirhams en 2024.

Cette hausse a été principalement portée par des opérations de titrisation réalisées par des établissements et entreprises publics (EEP), attestant de l'intérêt croissant de ces entités pour ce mode de financement.

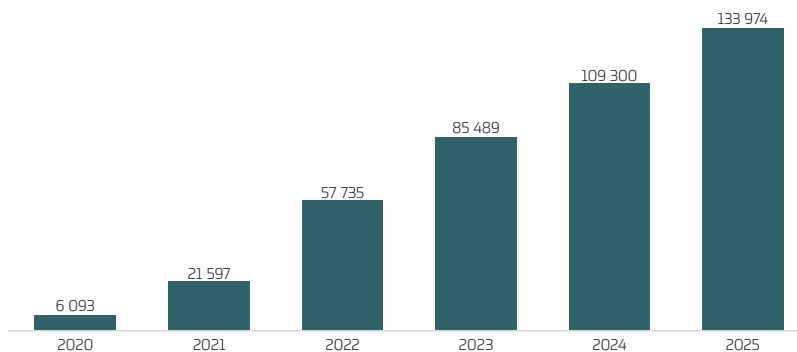
S'agissant de l'encours, le total actif des FPCT s'est établi à 31,79 milliards de dirhams en 2025 contre 17,43 milliards de dirhams en 2024.



L'activité des OPCI poursuit sa croissance, avec des actifs sous gestion dépassant 133,9 milliards de dirhams en 2025.

L'activité de gestion des Organismes de Placement Collectif Immobilier (OPCI) a maintenu sa dynamique haussière en 2025, avec une hausse annuelle de 23% (contre une hausse de 28% en 2024). De plus, on a enregistré la création de dix nouveaux OPCI, (contre huit en 2024) atteignant ainsi le nombre total de 65 OPCI avec un actif net de 133,97 milliards de dirhams au 31 décembre 2025.

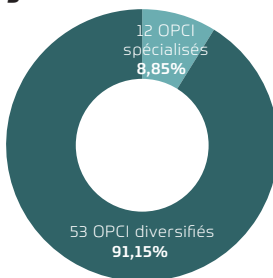
Evolution de l'actif net des OPCI (En millions de dirhams)



Source : Sociétés de gestion

Sur les 65 OPCI, 52 fonds sont des OPCI-RFA (OPCI à règles de fonctionnement allégées réservés aux investisseurs qualifiés) avec un actif net géré de 125,98 milliards de dirhams, soit 94% de l'actif net total sous gestion.

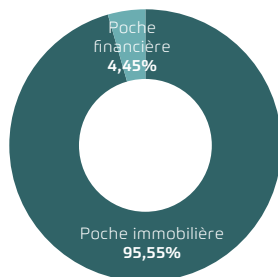
Ventilation de l'actif net par stratégie d'investissement adoptée par les OPCI au 31/12/2025



Source : Sociétés de gestion

Les stratégies d'investissement des OPCI gérés ciblent différentes classes d'actifs immobiliers qui représentent 95,55% de leur actif global, contre 4,45% pour les actifs financiers.

Poids des actifs immobiliers et des actifs financiers détenus par les OPCI gérés



Ventilation de la valeur des actifs immobiliers détenus par les OPCI gérés par typologie d'actifs

Typologie d'actifs	Part
Bâtiments à usage d'enseignement ou de formation	50,33%
Etablissements de santé	18,53%
Bâtiments à usage administratif	17,77%

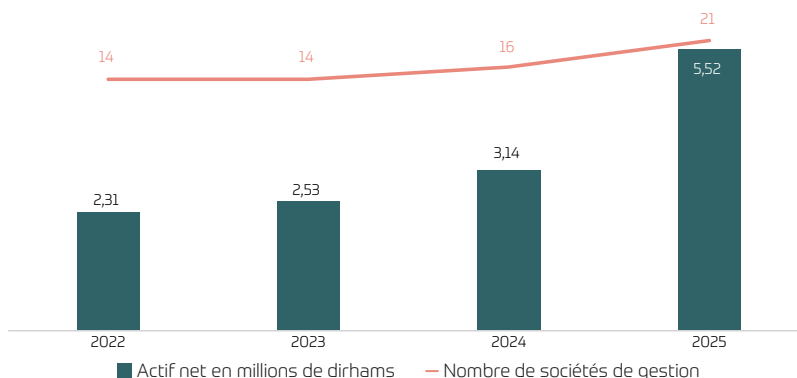
Source : Sociétés de gestion

Les banques, CDG, les compagnies d'assurance et organismes de prévoyance et de retraite constituent les principaux investisseurs dans les OPCI, avec une part de 83,8% de l'actif net global. Cette configuration traduit une présence marquée des investisseurs institutionnels ainsi qu'une orientation des investissements vers les actifs immobiliers à usage d'enseignement, de formation et de santé.

L'activité de capital investissement

En 2025, le nombre des OPCC en activité s'est établi à vingt-et-un fonds, contre seize une année auparavant. L'actif net total géré s'élève à 5,52 milliards de dirhams, en augmentation de 75,89% par rapport à fin 2024.

Evolution de l'actif net géré des OPCC (En millions de dirhams)



Source : Sociétés de gestion

Concernant la concentration de l'activité, la part de marché agrégée des trois premières sociétés de gestion d'OPCC s'établit à 61% (contre 57% en 2024) avec un actif net sous gestion de 3,37 milliards de dirhams (contre 1,8 milliards de dirhams en 2024).

E. Investisseurs

Forte augmentation du nombre d'investisseurs personnes physiques résidentes.

Le nombre des comptes titres ouverts auprès des teneurs de comptes a enregistré une augmentation importante de 73,96% en 2025 (contre une hausse 18,9% enregistrée en 2024).

À fin 2025, ce nombre s'est établi à 401.169 comptes titres contre 230.604 en 2024. Ce niveau dépasse le précédent pic historique enregistré en 2008.

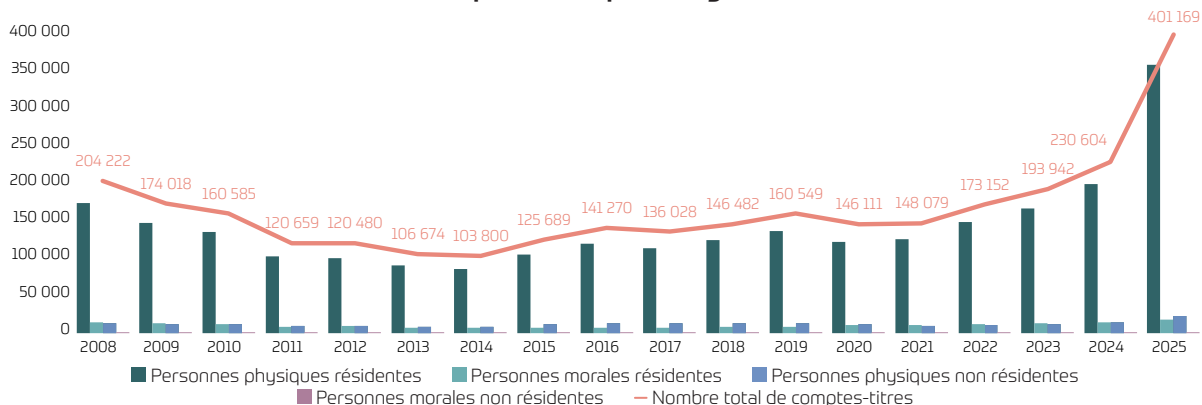
Cette progression est due principalement à la hausse de 79,24% de catégorie des personnes physiques résidentes, qui est passée de 200.855 comptes titres à fin 2024, à 360.020 comptes titres.

S'agissant de la catégorie des personnes morales résidentes, le nombre de comptes titres a atteint 17.789 à fin 2025 contre 14.418 à fin 2024, soit une hausse de 23,38%.

De même, le nombre de comptes titres détenus par les personnes physiques non-résidentes a enregistré une hausse de 52,83%, en passant de 14.947 comptes titres en 2024 à 22.843 comptes en 2025.

Cette progression pourrait s'expliquer, en partie, par les introductions en bourse et les opérations d'augmentation de capital réalisées en 2025.

Evolution des comptes titres par catégorie d'investisseurs



Source : Banques et calculs AMMC

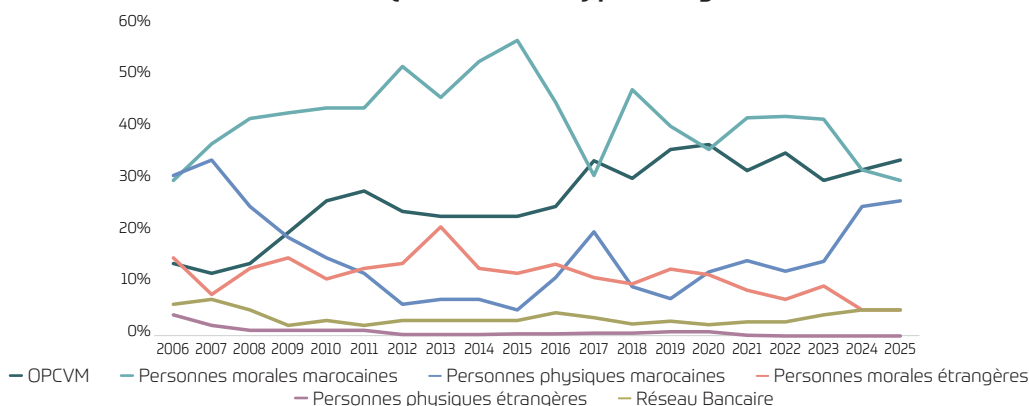
Prédominance continue des OPCVM et des personnes morales résidentes dans les transactions boursières sur le marché boursier et regain d'intérêt continu par les personnes physique marocaines.

En 2025, les OPCVM et les personnes morales résidentes demeurent les principales contreparties sur le marché boursier, avec une part cumulée de 64% des transactions.

Le poids en termes de volume de transactions des personnes morales résidentes a enregistré une légère baisse en s'établissant à 30% en 2025, contre 32% en 2024, tandis que le poids des OPCVM a augmenté de 32% en 2024 à 34% en 2025.

Enfin, il est à noter que la part des personnes physiques résidentes s'est établie à 26% en 2025 voire à près de 30% si on inclut le réseau bancaire (où on retrouve principalement des personnes physiques résidentes).

Transactions boursières (marché central) par catégorie d'investisseurs



Source : Sociétés de Bourse et Calculs AMMC

En 2025, les OPCVM ont été la principale catégorie d'investisseurs ayant une position nette acheteuse sur le marché boursier.

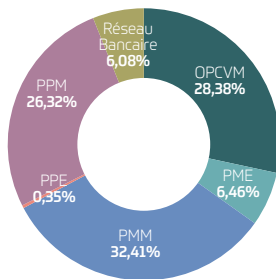
Sur le marché boursier, les OPCVM ont maintenu une position nette acheteuse en 2025, dans la continuité du retour observé après leur désengagement de 2022. Les personnes physiques étrangères ont, pour leur part, affiché une position nette acheteuse en 2025.

Les personnes morales marocaines, constituées principalement d'investisseurs institutionnels, ont enregistré une position nette vendeuse de 6,9 milliards de dirhams en 2025, contre une position nette vendeuse de 96 millions de dirhams en 2024, après avoir affiché une position nette acheteuse de 1,67 milliard de dirhams en 2023.

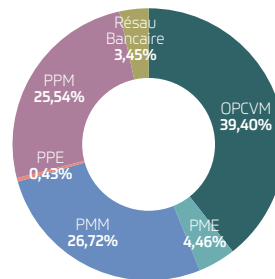
S'agissant des personnes morales étrangères, elles ont confirmé la tendance à la vente en affichant une position nette vendeuse de -2,43 milliard de dirhams en 2025, contre -1,57 milliard de dirhams en 2024.

Les personnes physiques marocaines ont cumulé sur le marché boursier une position nette vendeuse de 946,8 millions de dirhams contre une position nette vendeuse de 542,4 millions de dirhams en 2024 et ce, après une position nette acheteuse de 396 millions de dirhams en 2023.

Répartition des ventes par profil d'investisseurs en 2025



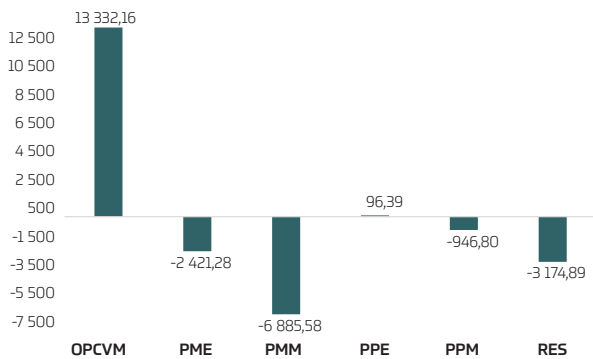
Répartition des achats par profil d'investisseurs en 2025



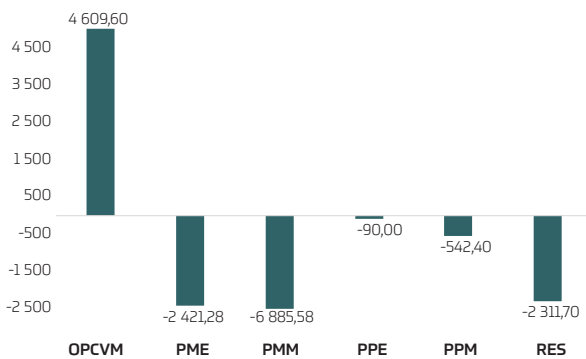
Source : Sociétés de Bourse et Calculs AMMC

Positions nettes, acheteuses ou vendeuses, par profil d'investisseurs (en MMAD)

Année 2025



Année 2024



Source : Sociétés de Bourse et calculs AMMC

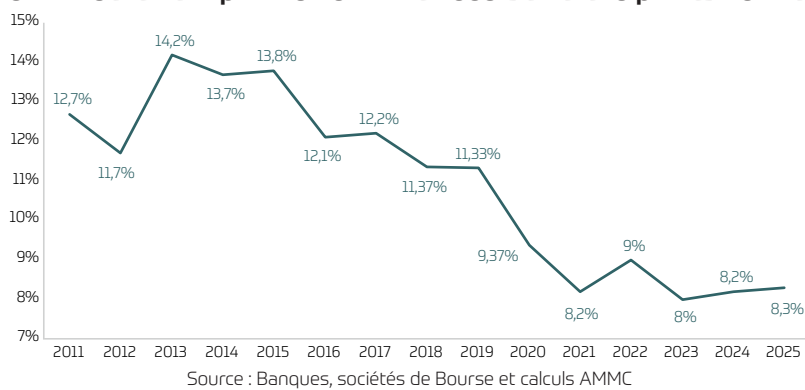
Quasi-stabilité de la part du flottant détenu par les non-résidents et progression des investissements stratégiques en 2025

La part du flottant en bourse détenu par les non-résidents constitue un indicateur du degré d'interconnexion de la Bourse de Casablanca avec les marchés internationaux. Une part élevée de ce flottant pourrait accroître l'exposition de la place boursière aux chocs externes et à d'éventuels mouvements de désengagement des investisseurs étrangers.

En 2025, la part du flottant détenu par les non-résidents s'est établie à 8,3%, contre 8,2% une année auparavant, traduisant une quasi-stabilité de cet indicateur après plusieurs années de baisse.

Cette évolution reflète une progression de l'encours des investissements non stratégiques des étrangers et MRE (+37,1%) globalement comparable à celle de la capitalisation boursière flottante (+35,6%).

Par ailleurs, l'encours des investissements stratégiques des étrangers et MRE à la Bourse de Casablanca a atteint 196,8 milliards de dirhams en 2025, contre 164,6 milliards de dirhams en 2024, soit une hausse de 19,6%. Ces investissements continuent de représenter l'essentiel des avoirs des non-résidents à la Bourse de Casablanca, avec une part de 89,4% du total des investissements des étrangers et MRE.

Evolution annuelle de la part du flottant en bourse détenu par les non-résidents

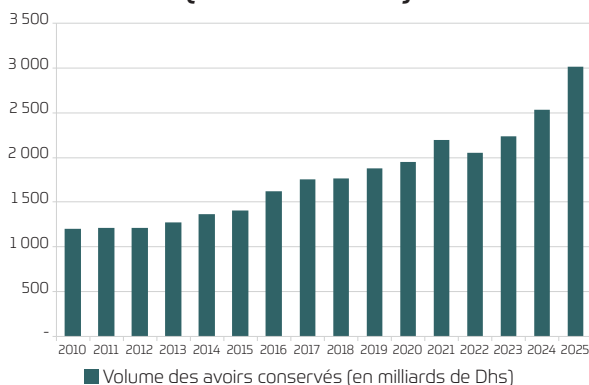
IV.2. Infrastructures de marché

A. Système de règlement de titres (MAROCLEAR)

Confirmation de l'évolution positive de l'encours des avoirs conservés en 2025.

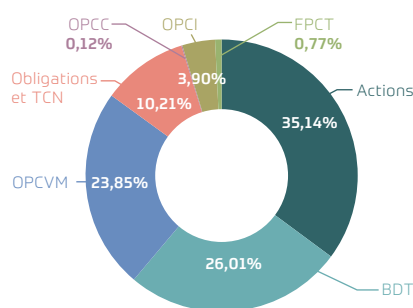
L'encours des avoirs conservés par Maroclear s'est inscrit en hausse de 19% à fin 2025, atteignant 3.015 milliards de dirhams. Cette progression s'explique essentiellement par l'augmentation de 38,31% de la capitalisation boursière qui est passée de 752,4 milliards de dirhams en 2024 à 1 040,7 milliards fin 2025.

Evolution de l'encours des avoirs conservés
(En milliards MAD)



Source : Maroclear, calculs AMMC

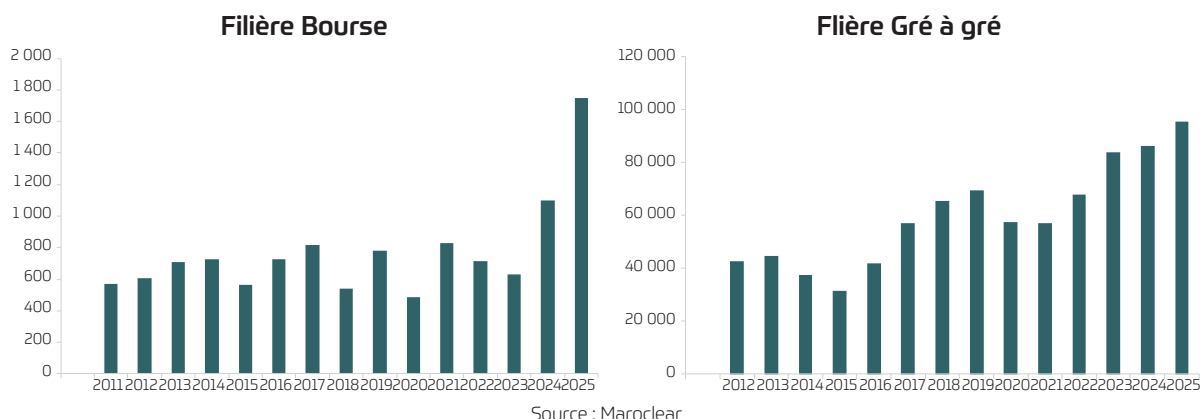
Répartition de l'encours des avoirs conservés
par catégorie de titres



Hausse des flux dénoués

L'activité de dénouement des opérations via le système de règlement-livraison de Maroclear a augmenté de 10,9% (en termes de moyenne quotidienne des flux dénoués). Elle est passée de 87,8 milliards de dirhams en 2024 à 97,4 milliards de dirhams en 2025. Cette hausse est due à la progression de 59% des flux de la filière Bourse et une hausse de 11% des flux de la filière « de gré à gré ».

Moyenne quotidienne des flux dénoués par Maroclear (en MMAD)



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

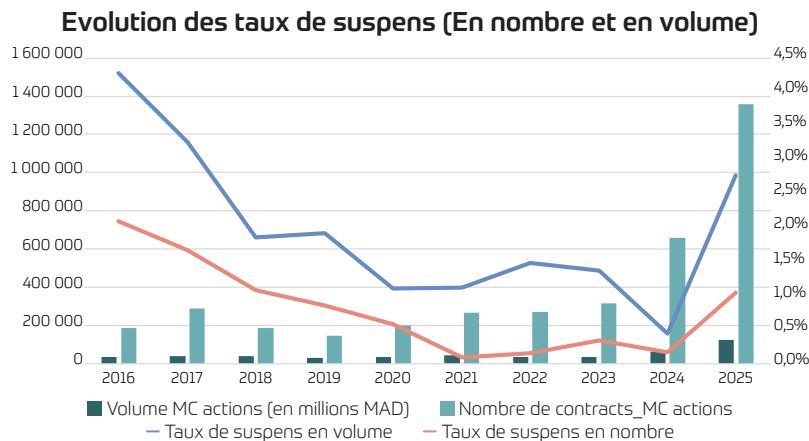
Le risque opérationnel lié au fonctionnement de la plateforme technique de la Bourse de Casablanca reste maîtrisé.

La Bourse de Casablanca a maintenu en 2025 un taux de disponibilité de sa plateforme de cotation à hauteur de 100%.

Le taux des suspens des transactions boursières a enregistré une augmentation en nombre et en volume.

L'année 2025 enregistre une augmentation du taux de suspens aussi bien en volume qu'en nombre. Le premier a augmenté à 2,77% contre 0,4% un an auparavant, quant au second, il est passé de 0,2% à 1,04%.

Cette hausse est principalement attribuable à une progression exceptionnelle et ponctuelle des volumes sur la filière bourse. Malgré l'augmentation observée en 2025, les taux de suspens demeurent limités en valeur absolue et leur évolution est suivie régulièrement dans le cadre du dispositif de supervision du marché.



C. Travaux d'opérationnalisation de la Chambre de Compensation Contrepartie Centrale (CCP)

Au cours de l'année 2025, les parties prenantes au projet de lancement du marché à terme et de la Chambre de Compensation Contrepartie Centrale (CCP) ont poursuivi les travaux engagés afin de réunir l'ensemble des conditions réglementaires, techniques et opérationnelles nécessaires au lancement de cette infrastructure, qui constitue une étape structurante pour le développement du marché des capitaux et le renforcement de la stabilité financière.

L'année 2025 a été marquée par des avancées significatives ayant contribué à la consolidation du dispositif de gouvernance et du cadre prudentiel du marché à terme. Ces avancées se sont notamment traduites par la publication des arrêtés fixant les règles prudentielles applicables aux membres négociateurs et compensateurs, l'approbation des statuts de la Société Gestionnaire du Marché à Terme (SGMAT) et de la Chambre de Compensation Contrepartie Centrale (CCP) par le ministère de l'Économie et des Finances ainsi que l'approbation de leurs cahiers des charges respectifs.

Parallèlement, le processus d'agrément des futurs intervenants a enregistré une avancée majeure avec la délivrance des premiers agréments à six membres, dont trois membres négociateurs et trois membres négociateurs-compensateurs. L'Instance de Coordination du Marché à Terme (ICMAT) a, en outre, poursuivi l'instruction des dossiers d'agrément.

Sur le plan technique, la Bourse de Casablanca a conduit un exercice de préparation au démarrage opérationnel mobilisant l'ensemble des infrastructures concernées et des futurs intervenants du marché. Cet exercice a permis de valider le fonctionnement opérationnel des principales composantes de l'écosystème, notamment celles de la Bourse de Casablanca, de la CCP et de la SGMAT, ainsi que d'évaluer la capacité des différents acteurs à opérer dans un environnement proche des conditions réelles d'exploitation.

Les actions d'accompagnement des acteurs se sont également poursuivies à travers l'organisation d'ateliers techniques et de réunions de concertation avec les représentants du marché. Ces travaux ont contribué à renforcer l'appropriation des dispositifs opérationnels et prudentiels par les futurs participants et à préparer les conditions d'un démarrage sécurisé du marché à terme.

En parallèle, les travaux ont porté sur la finalisation des derniers prérequis nécessaires au lancement du marché, notamment la désignation des membres des organes d'administration de la CCP et de la SGMAT, l'adaptation du cadre comptable applicable aux différents intervenants ainsi que la poursuite des travaux d'amendement de la loi n° 42-12 relative au marché à terme d'instruments financiers.

D. Evaluation de la maturité de la cyber-résilience des IMF

En 2019, Bank Al-Maghrib a adopté le référentiel CROE (Cyber Resilience Oversight Expectations) comme cadre de référence pour l'évaluation de la maturité en cyber-résilience des Infrastructures des Marchés Financiers (IMF), conformément aux meilleures pratiques internationales promues par la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et la Banque Centrale Européenne (BCE).

Depuis son adoption, ce dispositif a été progressivement déployé à travers des exercices périodiques d'auto-évaluation, complétés par des audits externes réalisés par des cabinets homologués. Cette approche permet d'apprécier, de manière objective et homogène, le niveau de maturité des IMF au regard des exigences du référentiel CROE.

Le dispositif de suivi s'appuie également sur la mise en œuvre des plans d'actions élaborés à l'issue des audits externes. Ce dispositif contribue au renforcement continu des capacités des IMF dans les différents domaines évalués, notamment la gouvernance, l'identification des actifs critiques, des risques, des menaces et des vulnérabilités cyber, la détection des incidents cyber, la protection, l'intervention et le rétablissement, les tests, la connaissance de la situation ainsi que l'apprentissage et l'évolution.

Les résultats de l'exercice 2025 confirment la dynamique d'amélioration observée par rapport à 2024 et témoignent d'un renforcement du niveau de maturité en cyber-résilience des IMF. Bien que des avancées significatives aient été enregistrées, la poursuite des actions d'amélioration demeure nécessaire afin de consolider les acquis et de progresser vers les niveaux de maturité les plus élevés prévus par le référentiel CROE.

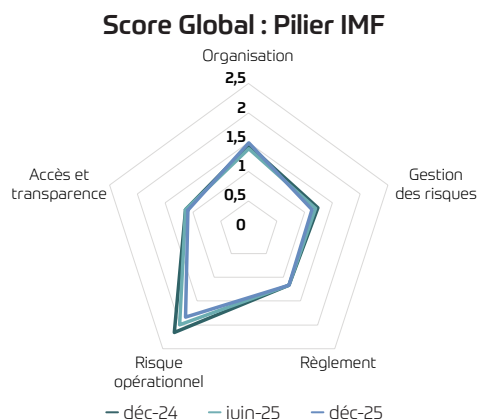
E. Evaluation de la résilience des IMF

Dans le cadre de ses missions de surveillance des Infrastructures des Marchés Financiers (IMF), Bank Al-Maghrib procède semestriellement à l'évaluation de leur niveau de résilience au moyen de l'outil RIBAT (Risk-Based Assessment Tool). Cet outil permet d'évaluer, selon une approche fondée sur les risques, les IMF par rapport au respect des principes pour les IMF édictés conjointement par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) et le Comité technique de l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV). Les domaines évalués sont l'organisation, la gestion des risques, le règlement, le risque opérationnel, l'accès et la transparence.

Au titre de l'exercice 2025, la notation globale du pilier³⁴ « Résilience des IMF » s'est établie à 1,34, contre 1,43 en 2024, traduisant une amélioration du niveau de résilience des infrastructures évaluées et le maintien d'un niveau de risque faible pour la stabilité financière.

Cette évolution reflète les progrès réalisés par les IMF dans le renforcement de leurs dispositifs de gouvernance, de gestion des risques et de maîtrise des risques opérationnels. Elle traduit également les effets des actions de mise en conformité engagées par ces infrastructures, en réponse aux recommandations formulées par Bank Al-Maghrib dans le cadre de ses activités de surveillance permanente et de contrôle sur place.

L'analyse des résultats met en évidence une consolidation progressive des dispositifs de résilience des IMF, notamment à travers le renforcement des mécanismes de continuité d'activité, l'amélioration des dispositifs de gestion des incidents opérationnels et de cybersécurité, ainsi que la poursuite des travaux de convergence vers les standards et bonnes pratiques internationales y applicables.



³⁴ La notation globale des IMF est la moyenne arithmétique des moyennes réalisées à l'issue du scoring de chaque domaine : Organisation, Gestion des risques, Règlement, Risque opérationnel, Accès et transparence. La notation d'une IMF s'effectue, sur une échelle de notes allant de 1 à 5. « 1 » étant la note la plus favorable et « 5 » la plus défavorable.

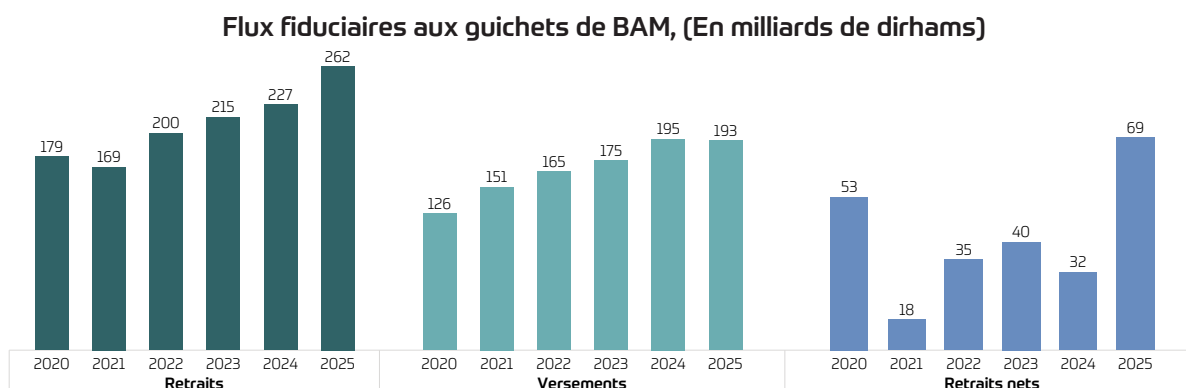
Afin de consolider cette dynamique, Bank Al-Maghrib poursuivra, au cours de l'année 2026, ses actions de surveillance à travers :

- Le suivi de la mise en œuvre des recommandations issues des activités de surveillance et de contrôle sur place ;
- Le suivi des plans d'actions élaborés à l'issue des évaluations de cyber-résilience conduites selon le référentiel CROE ;
- Le renforcement du suivi des incidents opérationnels et de sécurité susceptible d'affecter la disponibilité ou l'intégrité des services critiques ;
- L'évaluation continue de la conformité des infrastructures aux exigences réglementaires et aux standards internationaux applicables.

IV.3. Circulation fiduciaire

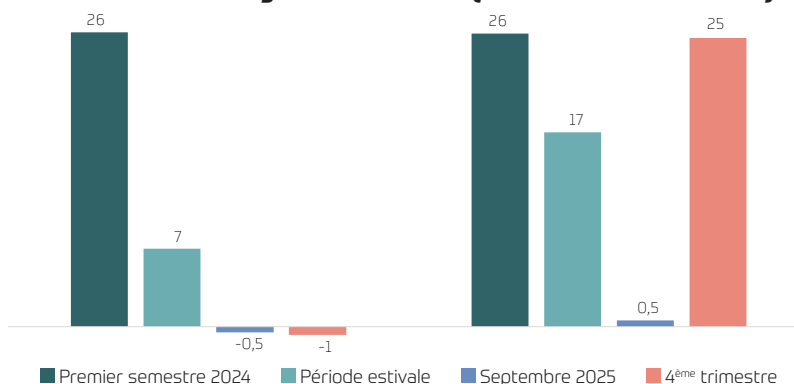
A. Tendance globale

La demande du cash a connu en 2025 une hausse exceptionnelle et inattendue et a largement dépassé le record historique enregistré en 2020, lors de la crise sanitaire. Sous l'effet conjugué d'une hausse des retraits de 227 milliards de dirhams à 262 milliards, et d'une baisse des versements de 195 milliards à 193 milliards, les retraits nets ont atteint 69 milliards de dirhams contre 32 milliards en 2024, ou encore 53 milliards en 2020. Cette évolution est observée dans un contexte de rebond des versements de BBE qui ont cumulé une contrevaleur de 88,8 milliards de dirhams, niveau au-dessus du pic de 85,7 milliards enregistrés en 2022.



L'analyse infra-annuelle de la dynamique du cash montre que malgré l'effet de l'amnistie observé au début du mois de janvier 2025, et l'impact de l'annulation du rituel du sacrifice de l'Aïd Al-Adha, les retraits nets se sont quasi-stabilisés sur les six premiers mois de l'année à 26 milliards de dirhams, avant de connaître une augmentation significative durant la saison estivale avec des retraits nets ayant totalisé, lors des mois de juillet et août, 17 milliards au lieu d'une moyenne de 7 milliards observée au titre des mêmes périodes des exercices écoulés.

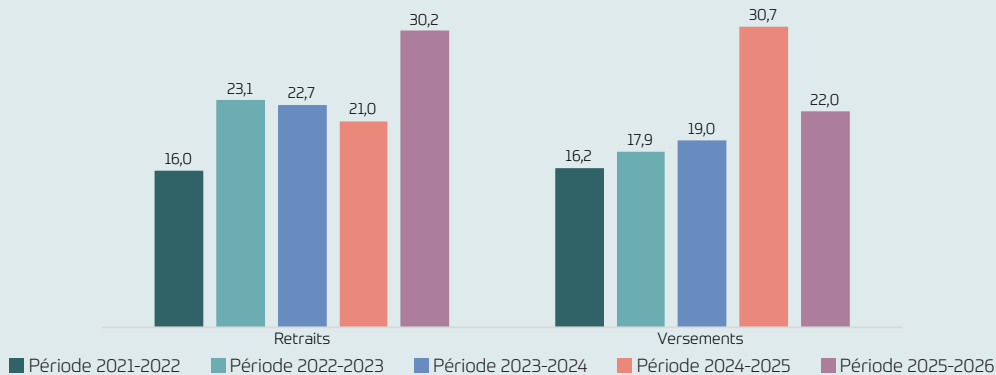
Par la suite, après une légère accalmie durant le mois de septembre, le besoin en cash s'est inscrit dans un mouvement haussier affichant des niveaux exceptionnels lors du quatrième trimestre de l'année. En effet, les retraits nets se sont établis à 25 milliards de dirhams, contre une moyenne d'environ 6 milliards observée lors du même trimestre des années antérieures. Cette évolution serait liée, en partie, à l'effet de l'organisation par le Maroc de la 35^{ème} édition de la Coupe d'Afrique des Nations ayant induit une augmentation de la demande de monnaie fiduciaire.

Retraits nets aux guichets de BAM (En milliards de dirhams)**Encadré N° 14 : Impact de l'organisation de la Coupe d'Afrique des Nations (CAN)**

Le présent encadré propose d'évaluer les effets de l'organisation de la 35^{ème} édition de la Coupe d'Afrique des Nations (CAN) sur la demande de billets et pièces. Il convient de noter que la captation exhaustive de cet impact s'avère complexe, les préparatifs de l'événement ayant été lancés antérieurement à sa période de tenue. L'analyse porte toutefois sur l'évolution de la circulation fiduciaire durant la manifestation proprement dite, ainsi que sur la semaine précédant et succédant à son organisation, dans le but d'identifier les flux monétaires afférents.

En effet, sur la base des données couvrant la période allant du 15 décembre 2025 au 23 janvier 2026, les retraits se sont élevés à 30,2 milliards de dirhams contre une moyenne de 22,9 milliards au titre des mêmes périodes de 2022 et 2023, ceux de 2024 étant exclus eu égard aux effets exceptionnels liés à l'amnistie fiscale ayant été prévue par la loi de finances 2024. La hausse des retraits constatée s'est également accompagnée par un rebond des versements d'environ 20% pour atteindre 22 milliards, ce qui témoigne du caractère essentiellement transactionnel de cette demande. Au total, les flux nets se sont établis à 8,3 milliards sur la période considérée, contre une moyenne de 4,4 milliards sur des périodes identiques de 2022 et 2023.

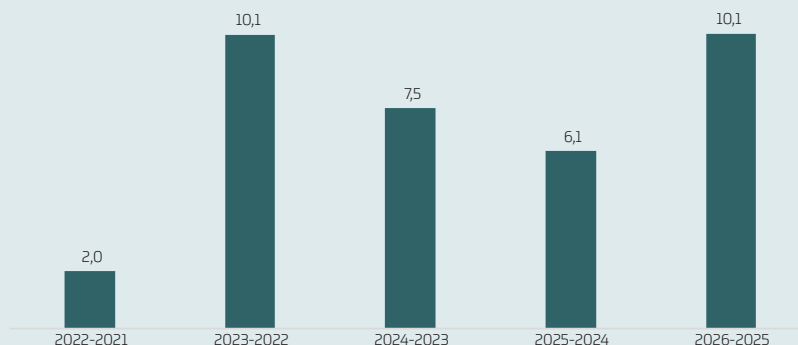
Retrait des BBM aux guichets de BAM - Période d'analyse (En milliards de dirhams)



La hausse des besoins en cash sur la période examinée a également concerné les PMM, dont les sorties ont atteint 30 millions de dirhams contre une moyenne de 16,4 millions sur les mêmes périodes de 2022, 2023 et 2024. La pièce de 5 DH a été la plus demandée au niveau des guichets de BAM, avec des retraits ayant quasiment doublé pour s'établir à 11,4 millions. Les PMM de 1 DH et de 10 DH ont également enregistré des hausses significatives mais à des rythmes moins élevés, atteignant 85% pour la première dénomination à 5,6 millions de pièces, et 74% pour la deuxième pour un volume de 11,6 millions unités.

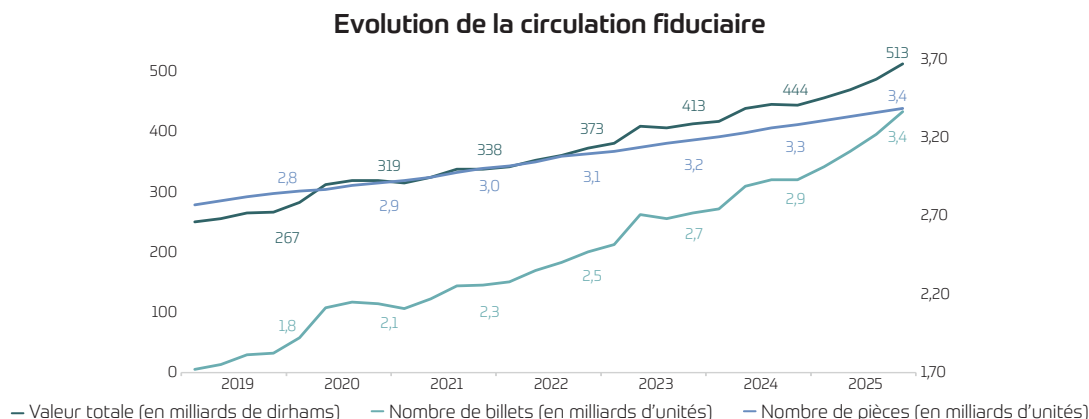
L'évolution des retraits et versements de dirhams ont été accompagnés, durant cette période, par une dynamique des versements des BBE, dont les flux ressortent supérieurs aux niveaux observés en 2023 et 2024, sans toutefois dépasser le pic de 2022. Ils se sont ainsi établis à une contrevaletur de 10,1 milliards de dirhams, après une moyenne de 6,8 milliards en 2023 et 2024.

Flux BBE aux guichets de BAM-Période d'analyse (En milliards de dirhams)



B. Circulation fiduciaire

La circulation fiduciaire, hors encaisses des banques, a connu une accélération significative en 2025 pour s'établir, au terme de l'année, à 513 milliards de dirhams en hausse de 15,5% en glissement annuel, contre 7,6% un an auparavant et 10,5% en moyenne en 2022 et 2023. En volume, le stock en circulation a concerné 3,4 milliards de billets de banque et 3,4 milliards de pièces de monnaie, soit des augmentations annuelles respectives de 15% et de 3%.



Ainsi, le ratio de la circulation fiduciaire rapporté au PIB s'est établi à fin 2025 à 30%, contre 28% en 2024 et des taux légèrement au-dessus de 20% avant la crise sanitaire.

Avec un total de 508,5 milliards de dirhams et l'équivalent de 99% de la circulation fiduciaire, le stock des billets de banque en circulation a marqué une augmentation de 15,6% en 2025, contre 7,7% un an auparavant.

La ventilation par coupure des billets de banque en circulation indique la poursuite de la prédominance des 200 DH, dont la part en valeur a progressé de 75% à 76%. Ce renforcement s'est effectué au détriment des BBM de 100 DH, dont la contribution a enregistré une régression d'un point de pourcentage à 22%. S'agissant des billets de 50 DH et de 20 DH, leurs parts restent limitées sans dépasser 1%.

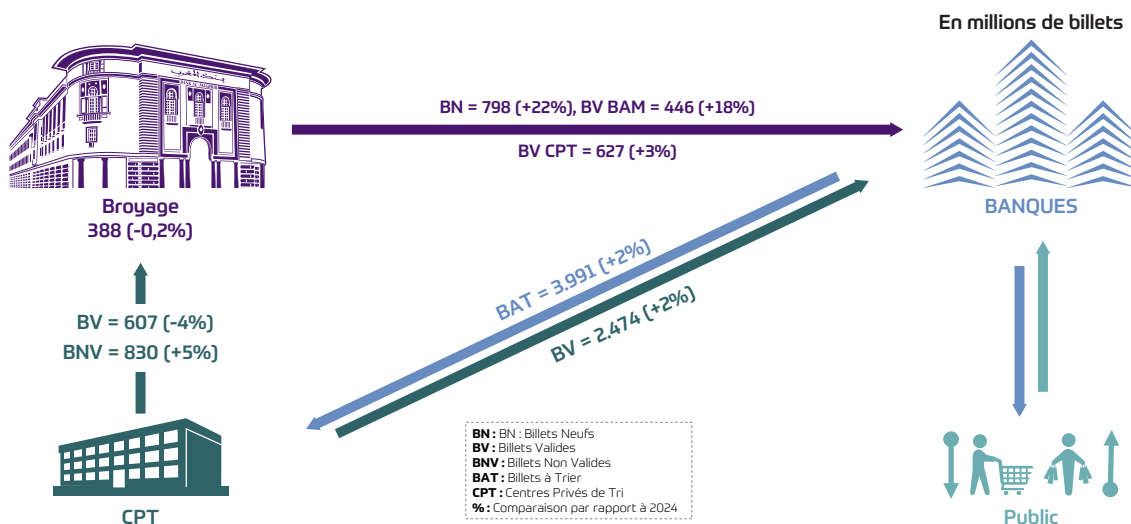
La structure en volume est restée similaire à celle de 2024 avec des parts de 57% pour la coupure de 200 DH, 34% pour celle de 100 DH, 3% pour 50 DH et 6% pour les billets de 20 DH.

En ce qui concerne les pièces de monnaie, leur encours a affiché à fin 2025 une hausse en valeur de 4,9% à 4,6 milliards de dirhams, représentant 1% de la valeur globale de la circulation fiduciaire.

C. Approvisionnement de l'économie en monnaie fiduciaire

Pour faire face à la demande de cash en 2025, BAM et les Centres Privés de Traitement de la Monnaie Fiduciaire (CPT) ont mis à la disposition des banques un volume de 4,3 milliards de billets de banque marocains (BBM), contre 4 milliards l'année précédente. Cette hausse a concerné toutes les catégories des BBM puisque le volume des billets recyclés a augmenté de 3,4 milliards à 3,5 milliards billets, et celui des billets neufs de 650 millions à 800 millions billets.

Cash cycle des BBM en 2025

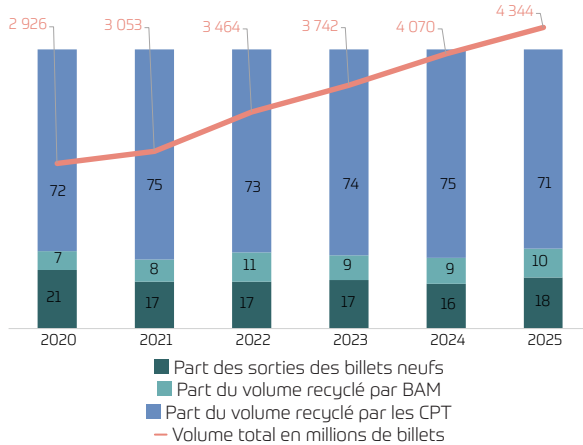


L'analyse, par coupure, de la structure de la demande de cash de l'année indique toujours la prédominance des BBM de 200 DH avec une part de 50%, ou l'équivalent de 2,1 milliards de billets, suivis des BBM de 100 DH dont la part s'est maintenue à 45% avec un volume de 1,9 milliard de billets. Les contributions des petites coupures se sont quasi-stabilisées à 2% pour les BBM de 50 DH et à 3% pour ceux de 20 DH, soit des volumes de 92 et 143 millions de billets respectivement.

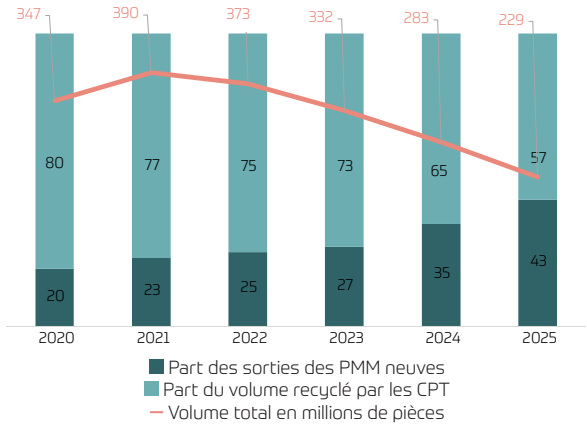
S'agissant des pièces de monnaie marocaines (PMM), les retraits correspondants ont porté durant l'année sur un volume de 229 millions de pièces enregistrant une baisse de 19% comparativement à 2024. Ces flux ont été servis à hauteur de 57% sous forme de pièces recyclées par les CPT, et le reste à travers l'injection de pièces de monnaie neuves, dont le nombre s'est établi à 99 millions de pièces, un niveau équivalent à celui de 2024.

Le volume global des PMM servies à l'économie reste dominé par les pièces de 1 DH qui y représentent une part de 33% ou 75 millions de pièces, suivies par celles de 5 DH avec 25%, de 10 DH avec 17% et ½ DH avec 12%. Pour les PMM de 20 C et de 10 C, leurs contributions se sont limitées à 6% chacune.

Demande de l'économie nationale en BBM

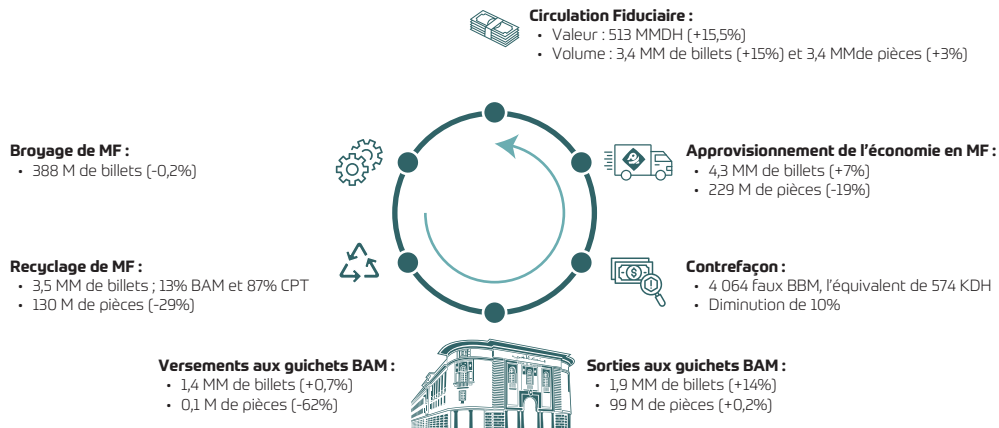


Demande de l'économie nationale en PMM



Autres : Pièces commémoratives et pièces à retirer de la circulation fiduciaire.

Chiffres clés de la monnaie fiduciaire en 2025

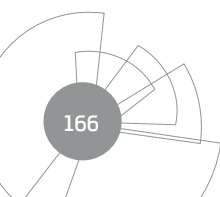


Liste des abréviations

ACAPS	Autorité de Contrôle des Assurances et de la Prévoyance Sociale
AMMC	Autorité Marocaine du Marché des Capitaux
BAM	Bank Al-Maghrib
BCE	Banque Centrale Européenne
BDT	Bons du Trésor
BRI	Banque des Règlements Internationaux
BTP	Bâtiment et Travaux Publics
CA	Chiffre d'Affaires
CCP	Chambre de Compensation Contrepartie Centrale
CCyB	Countercyclical Capital Buffer / Coussin de fonds propres contracyclique
CDG	Caisse de Dépôt et de Gestion
CIMR	Caisse Interprofessionnelle Marocaine de Retraite
CMR	Caisse Marocaine des Retraites
CNSS	Caisse Nationale de Sécurité Sociale
CNSS-LT	Branche long terme du régime de la sécurité sociale
Contrats UC	Contrats en Unités de compte
CPT	Centres Privés de Traitement de la Monnaie Fiduciaire
CROE	Cyber Resilience Oversight Expectations
DSTI	Service Debt To Income/ Service de la Dette sur le revenu
FCPT	Fonds de Placement Collectifs en Titrisation
FMI	Fonds Monétaire International
FPCT	Fonds de Placement Collectifs en Titrisation
GCEC	Garantie contre les Conséquences d'Événements Catastrophiques

GE	Grande Entreprise
HHI	Indice Herfindahl-Hirschmann
IDE	Investissements Directs Etrangers
IMF	Infrastructures des Marchés Financiers
ICMAT	Instance de Coordination du Marché à Terme
IPAI	Indice des prix des actifs immobiliers
LCR	Ratio de liquidité de Court Terme
LTV	Loan to Value / prêt sur valeur
MASI	Moroccan All Shares Index
MENA	Moyen Orient et Afrique du Nord
MRE	Marocain Résident à l'Etranger
OICV	Organisation Internationale des Commissions de Valeurs
OMLT	Obligations moyen long terme
OPCI	Organisme de Placement Collectif Immobilier
OPCC	Organismes de Placement Collectif en Capital
OPCVM	Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
PER	Price Earning Ratio - Ratio cours/bénéfices
PIB	Produit Intérieur Brut
PLV	Plus-Values Latentes
PME	Petite et Moyenne Entreprise
RCAR	Régime Collectif d'Allocation de Retraite
RCAR-RG	Régime Général du Régime Collectif d'Allocation de Retraite
RBE	Résultat Brut d'Exploitation
RIBAT	Risk-Based Assessment Tool
RNPG	Résultat Net Part du Groupe
ROA	Return on Assets / Rendement des actifs
ROE	Return on Equity /Rendement des fonds propres
RPC	Régime des Pensions Civiles
SGMAT	Société Gestionnaire du Marché à Terme
SNF	Secteur non financier

TCER	Taux de change effectif réel
TCN	Titres de Créances Négociables
TPE	Très Petite Entreprise
TPM	Taux Moyen Pondéré
TVA	Taxe sur la Valeur Ajoutée



Dépôt Légal : 2022PE0032
ISSN : 2820-719X
e-ISSN : 3119-6383

