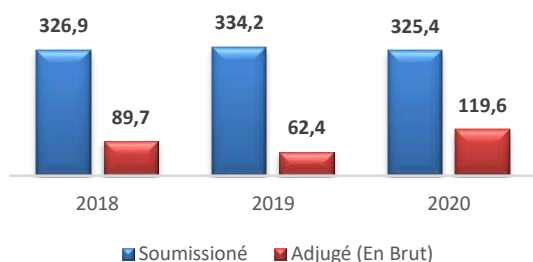


1- Marché obligataire :

Le marché obligataire a évolué au cours de l'année 2020 dans un contexte inédit marqué par une crise sanitaire des plus graves avec ses répercussions sur l'économie nationale et particulièrement sur le marché financier marocain. En effet, l'activité économique s'est contractée de près de 6,6% résultant d'un repli de la valeur ajoutée non agricole de -6,6% et de -5,3% pour celle agricole, sachant que cette dernière ressort et pour la troisième année consécutive affectée par la persistance de la sécheresse.

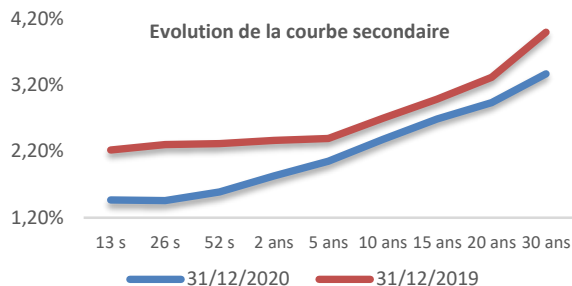
Cette contraction de la croissance économique a naturellement impacté les recettes fiscales de l'Etat. Ces dernières se sont repliées de 5,7% passant de 218 à 206 Mrds de DH. Malgré une rationalisation des dépenses ordinaires, qui ont limité leur progression à 1,5%, le déficit budgétaire a finalement presque doublé passant de 46,5 à 82,1 Mrds de DH !. Face à cette situation difficile, le Trésor, pour financer son déficit, a recouru à la fois au financement interne et externe. Il a, en effet, mobilisé le financement interne pour une enveloppe de 62 Mrds de DH (En brut), qui a servi à rembourser à la fois ses tombées externes (20 Mrds de DH) et a contribué, pour le reliquat, à financer son déficit budgétaire (42 Mrds de DH).

Evolution des soumissions et des levées
(En Mrds de DH)



Parallèlement à cela, la liquidité bancaire a été impactée à cause de la forte circulation de la monnaie fiduciaire dont l'encours a augmenté au cours de l'année de près de 52 Mrds de DH (record historique). Au final, le déficit de liquidité bancaire a augmenté de 19 Mrds de DH pour atteindre 83 Mrds de DH.

En dépit de l'ensemble de ces éléments qui devraient normalement exercer une pression haussière sur la courbe des taux d'intérêt, cette dernière s'est plutôt orientée à la baisse. L'évolution baissière résulte essentiellement de la trajectoire prise par la politique monétaire. En effet, la Banque Centrale a assoupli sa politique monétaire dans ce contexte de récession économique et de dégradation des conditions monétaires. Elle a procédé à trois baisses du taux directeur en le ramenant de 2,25% à 1,50% et a totalement libéré les banques commerciales de la constitution de la réserve obligatoire induisant ainsi une injection de liquidité de 12 Mrds de DH dans le circuit bancaire.

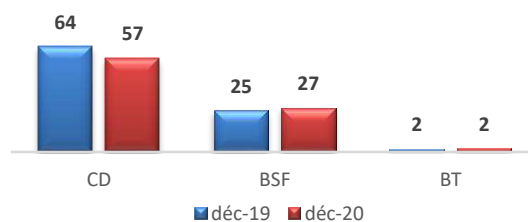


Sous l'effet de ces décisions de politique monétaire, le court terme a observé au cours de l'année 2020 une baisse moyenne de 78 pbs, le moyen terme s'est délesté de 44 pbs tandis que le long terme a baissé de 41 pbs. Finalement, on peut dire qu'en termes d'orientation de la trajectoire de la courbe des taux d'intérêt, la politique monétaire a eu le dessus sur la contexte budgétaire difficile.

S'agissant du compartiment de la dette privée, l'encours des titres de créances négociables a rompu avec la hausse des dernières années. Les banques ont, en effet, moins sollicité le marché. L'encours des certificats de dépôts a ainsi baissé de 5 Mrds de DH pour atteindre 57 Mrds de DH. Evoluant dans le sens contraire, l'encours des bons des sociétés de financement a augmenté de 2 Mrds de DH passant de 25 à 27 Mrds de DH. Au final, l'encours global de ces instruments est passé de 92 à 86 Mrds de DH.

En revanche, il faut noter le fort recours en 2020 des opérateurs privés et établissements étatiques au marché de la dette à travers des émissions d'obligations dépassant la somme de 20 Mrds de DH. Ces émissions ont été réalisées dans la plupart des cas sous forme de placement privé.

Evolution de l'encours de Titres de Créances
Négociables (En Mrds de DH)



Perspectives Taux 2021

Côté perspectives, sur le plan de la politique budgétaire, le déficit devrait légèrement s'alléger à 75 Mrds de DH contre 83 Mrds de DH enregistré en 2020. De plus, l'argentier du Royaume opte toujours pour une diversification des sources de financement en alternant à la fois les financements internes et externes. Dans ce sens, la LF 2021 prévoit un financement externe net de près 44% (soit 33 Mrds de DH) contre 50% en 2021 et envisage de boucler le reliquat sur le marché local, à savoir, 42 Mrds de DH soit un niveau comparable à celui de l'année 2020. Compte tenu d'un niveau de tombées en capital, légèrement plus élevé qu'en 2020 (88 contre 77 Mrds de DH), les levées brutes du Trésor sur le marché local devraient connaître une légère hausse mais sans pour autant compromettre la capacité du Trésor à se financer, surtout sur les maturités courtes et moyennes.

Le Trésor pourrait éventuellement procéder au lissage de son échéancier local en effectuant des opérations de swap au cours de l'année. Ces séances devraient en principe connaître un engouement de la part des investisseurs en lien avec l'amélioration visible de la liquidité bancaire résultant des effets expansifs exercés à la fois par la hausse des avoirs de réserves et par le reflux de la monnaie fiduciaire.

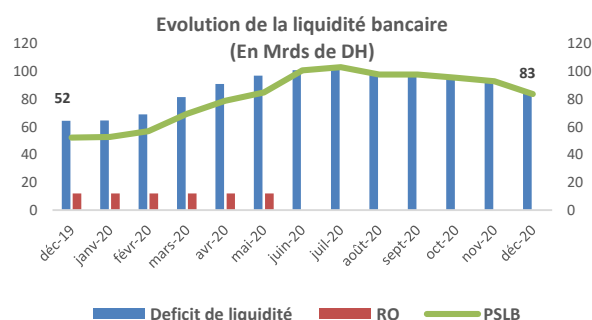
Financement du déficit Budgétaire 2021 en Mrds de DH

	2020	2021p
Déficit budgétaire	83	75
Fin. Externe	42	33
Fin. Interne	41	42

Sur le plan de la politique monétaire, les incertitudes qui planent encore sur le cadre macroéconomique, quoique toutes les institutions tablent sur un retour de la croissance en 2021, plaident pour un maintien d'une politique monétaire accommodante.

2- Marché Monétaire :

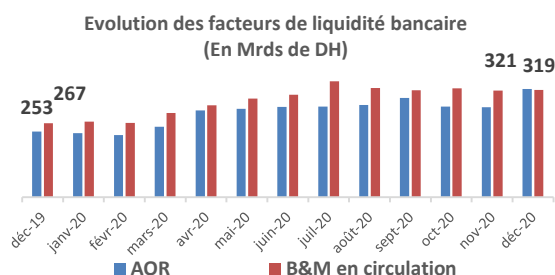
La situation de liquidité bancaire s'est fortement dégradée au cours de l'année 2020 et ce en dépit de la libération de la réserve obligatoire effectuée par la Banque Centrale. Pour cause, la hausse de la circulation fiduciaire continue d'exercer un effet restrictif sur la liquidité bancaire. Ce facteur autonome de liquidité bancaire s'est, en effet, accéléré au cours de cette année en lien avec le confinement adopté par le gouvernement afin de stopper la propagation de la pandémie. Au final, elle a été à l'origine d'une ponction de 52 Mrds de DH à fin décembre 2020 alors que son impact a été limitée au cours de l'année 2019 et 2018 en se chiffrant respectivement à 18 et 17 Mrds de DH.



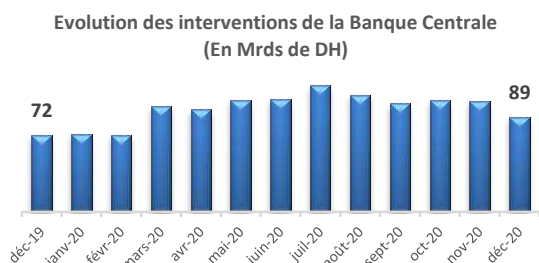
S'agissant de l'autre facteur autonome de liquidité bancaire, à savoir les avoirs officiels de réserve, ce dernier a vu son encours s'améliorer de 67 Mrds de DH passant de 253 à 321 Mrds de DH à fin 2020. En revanche, son impact expansif sur la liquidité bancaire n'est que de 37 Mrds de DH. Pour cause, le tirage de la Ligne de Précaution et de Liquidité LPL (3 Mrds de dollars) effectué par la Banque Centrale pour faire face au creusement du déficit de la balance des paiements a un effet neutre sur la liquidité bancaire.

Par ailleurs, l'évolution remarquable de l'encours des avoirs de réserve trouve principalement son origine dans la politique de financement de l'argentier du Royaume. En effet, ce dernier a effectué deux sorties sur les marchés internationaux pour un total de près 40 Mrds de DH.

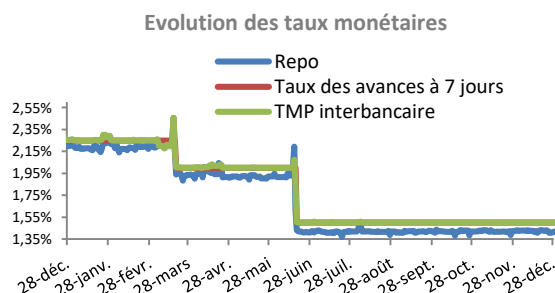
En plus de cela, l'encours des avoirs de réserves a profité du bon comportement des certaines rubriques de la balance courante. Dans le détail, à fin novembre, le déficit commercial (Biens et services) s'est vu amélioré de 17 Mrds de DH pour s'afficher à 74 Mrds de DH (contre 91 Mrds de DH en 2019). Cette performance est redevable à une baisse des importations (-87 Mrds de DH) plus importante que celle affichée par les exportations (-69 Mrds de DH). Les recettes des MRE, en dépit d'un contexte de crise, se sont améliorées de 2,3 Mrds de DH à 62 Mrds de DH. Ces évolutions ont permis d'absorber la forte baisse des recettes de voyage qui ont accusé sur la période une baisse prononcée de 32 Mrds de DH.



Tenant compte des évolutions de ces deux facteurs, le déficit de liquidité bancaire s'est aggravé, sur l'année 2020, de 19 Mrds de DH. Il est, en effet, passé de 64 Mrds en décembre à 83 Mrds de DHS en décembre 2020.



Afin de rétablir l'équilibre du marché, la Banque Centrale a dû renforcer ses injections. Sous cet effet, le volume global de la monnaie centrale s'est vu croître de 17 Mrds de DH, passant de 72 Mrds de DH à 89 Mrds de DH, dont 44,7 Mrds de DH servis sous forme d'avances à 7 jours.



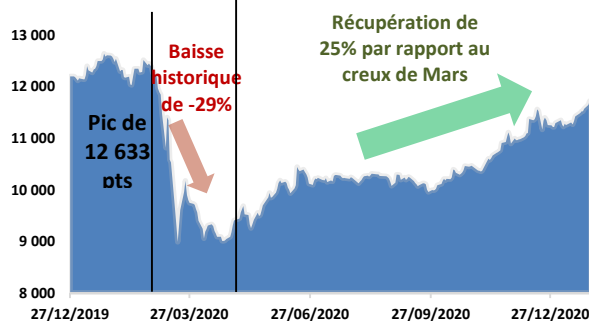
Grâce à ces injections, les taux monétaires ont pu se maintenir à des niveaux proches du taux directeur. Le repo jj a traité en moyenne à 1,71% tandis que le TMP interbancaire a traité à 1,79% pour une évolution moyenne du taux directeur de la même ampleur.

3- Marché Boursier :

Review d'une année sous le signe de la volatilité

Et pourtant l'année avait bien commencé, le rallye haussier entamé en 2019 s'est poursuivi au début de l'année 2020 avec un point culminant de 12.633.79 pts en Janvier. La progression du MASI était tributaire aux anticipations des résultats positifs de l'année 2019 et un environnement de taux trop bas sur le marché obligataire qui autorisaient des prises de risque sur le marché des actions. Le premier incident a été la sanction en défaveur du géant des télécommunications MAROC TELECOM qui a subi de plein fouet les foudres de l'ANRT avec une sanction de 3,3 Mrds de DHS à payer. S'en est suivie la correction la plus rapide de l'histoire de l'indice MASI, suite à la détection des premiers cas de la COVID-19. L'indice a cédé plus de 28% de sa valorisation en l'espace de 18 séances seulement jusqu'à atteindre un creux de 8.988 pts. Une telle baisse a créé de belles opportunités de placement suite au retour de la demande sur le marché favorisé en cela par une politique monétaire expansionniste (baisse du taux directeur et injections des liquidités) dans un contexte de quasi-maitrise par le Trésor de son déficit budgétaire hors du commun.

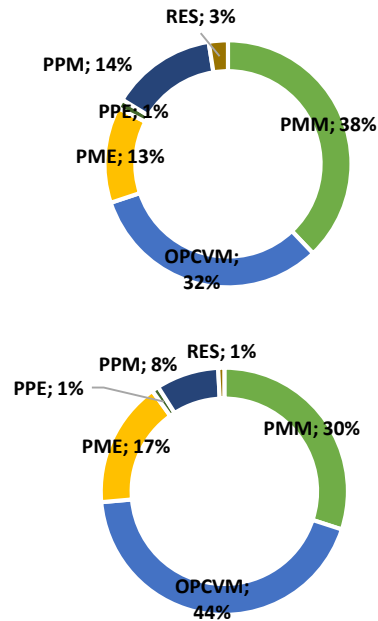
Evolution du MASI en 2020 et début 2021



Enfin, le retour de la distribution des dividendes par certaines banques, les annonces de nouveaux vaccins et la reconnaissance par les USA de la souveraineté du Maroc sur son SAHARA ont accéléré la tendance haussière. A fin Décembre, le MASI avait récupéré 25% de sa valorisation comparativement au creux de Mars.

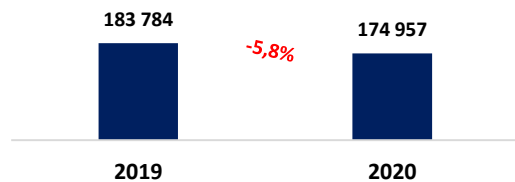
Pour revenir à la baisse historique et brutale connue par le MASI, elle a été amplifiée par les mouvements de rachats constatés auprès des OPCVM ACTIONS et DIVERSIFIÉS suite aux multiples opérations de délégation de gestion opérées dans le passé auprès de ces derniers. En effet, la part des cessions des OPCVM sur le marché central s'est située à 44% du volume au T2-2020 alors que les Personnes Morales Marocaines ont soutenu le marché, leur part dans le flux transactionnel global est passée de 34% au T1 à 38% au T2.

Répartition des acheteurs au T2-2020



La reprise du marché des actions au deuxième et troisième trimestre a été le résultat du déconfinement généralisé dans un premier temps puis des annonces de vaccins qui se sont succédés. Enfin, les résultats du troisième trimestre des sociétés de la cote ont été un élément fortement catalyseur de la progression du MASI. En effet, tenant compte des éléments publiés par les émetteurs, le chiffre d'affaires global cumulé à fin Septembre 2020 est passé de 184 Mrds de DHS en 2019 à 175 Mrds de DHS au troisième trimestre de 2020, soit une baisse limitée de 5,8%.

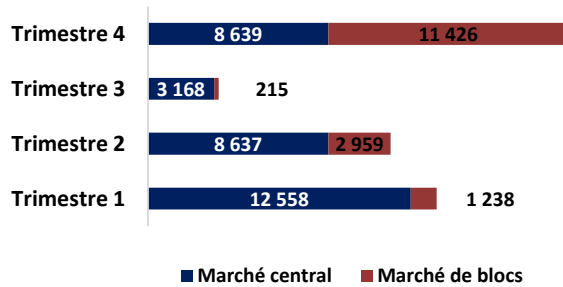
Evolution du CA des sociétés de la cote En Mrds de DHS



Retrait des échanges sur le compartiment central

Malgré les pics de flux enregistrés en pleine crise du COVID 19, le volume global brassé sur le marché central s'est rétracté de 4,1 Mrds de DHS comparativement à 2019 avec 33 Mrds de DHS. Le pic a été enregistré en Mars 2020, où les transactions avoisinaient 5,6 Mrds de DHS. Par valeurs, ATTIJARIWAFABANK vole la vedette -ou plutôt a profité de sa liquidité- en drainant à elle seule 6,7 Mrds de DHS, soit près de 20% des échanges. Le Top 3 des valeurs les plus actives est complété, dans l'ordre, par MAROC TELECOM avec 5 Mrds qui ont changé de mains et enfin COSUMAR, très recherchée en cette période et ayant enregistré un volume de 2,56 Mrds de DHS.

Volume de la bourse de Casablanca en 2020



4

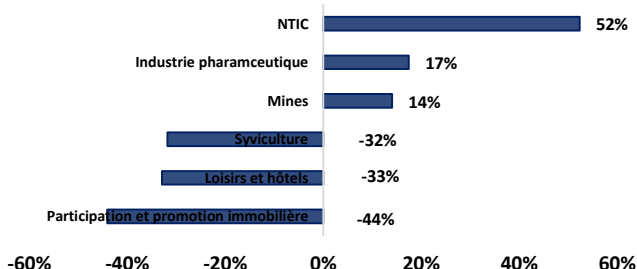
Des performances sectorielles contrastées !

Justement, l'environnement sanitaire a favorisé les secteurs défensifs au détriment d'autres valeurs cycliques, notamment la promotion immobilière qui a subi de plein fouet la mise en arrêt des chantiers pendant la période du confinement. L'hôtellerie, représentée par RISMA, a souffert de la fermeture temporaire des frontières et de la morosité du tourisme national. A contrario, les nouvelles technologies de l'information et de la communication ont pleinement été mis en avant par les nouvelles habitudes de travail et de consommation induites par le confinement généralisé.

En détail, le secteur « NTIC » réalise une ascension fulgurante de 52% grâce à l'excellente croissance de HPS qui a progressé de 73% et dans une moindre mesure DISWAY et MICRODATA qui augmentent de 30% et 23%. Derrière, le secteur « Industrie pharmaceutique » réalise une performance de 17% grâce à la bonne tenue de SOTHEMA qui croît sa valeur de 23%.

A contrario, la « Participation et promotion immobilière » décroche de 44% et poursuit ainsi sa descente en enfer. Dans le détail, RDS a lâché 51,8% de sa valeur à 27 DHS, DOUJA PROMOTION ADDOHA se déleste de 44% alors que ALLIANCES perd 36% en fin d'année.

Performance annuelle des secteurs cotés

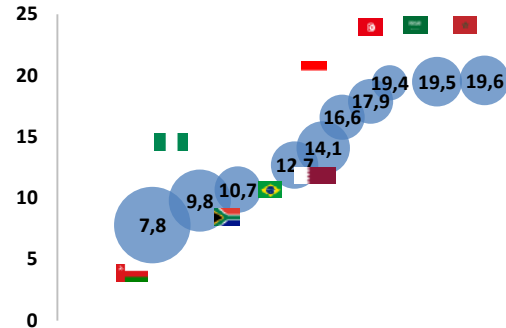


Quid de l'attractivité de la place casablancaise ?

En raison de la reprise observée du marché boursier et des résultats 2019 en deçà des attentes, l'attractivité de la cote reste faible. En effet, en comparaison avec l'échantillon de 9 marchés frontières et émergents, la Bourse de Casablanca se classe désormais en dernière

position pour un PER de 19,6x contre une moyenne de 14,5x pour ses comparables. Son rendement de dividende s'établit à 3,2%, un niveau inférieur à la moyenne qui est de 3,6%.

Comparatif du P/E et D/Y du Maroc face aux places comparables



Perspectives Boursières année 2021

Malgré un contexte macroéconomique encore fragilisé par les séquelles de la crise sanitaire et par un plan de relance décrété par les autorités qui tarde à trouver son chemin, la Bourse de Casablanca semble démarrer l'année 2021 sous de bonnes auspices. En effet, les éléments pouvant consolider cette tendance se présentent comme suit :

- Le rebond économique attendu de 4.3%, tributaire de la possible éradication de la pandémie, de la bonne tenue de la saison agricole (Bien entamée) et la reprise des échanges extérieurs.
- La capacité bénéficiaire est attendue en hausse de 34.4% à 26.4 Mrds de DHS, suite à la reprise de l'activité pour la majorité des secteurs après une année 2020 en forte baisse et la non récurrence de charges exceptionnelles (Dons pour le fonds COVID 19).
- La baisse des taux d'intérêt devrait inciter les institutionnels à faire des arbitrages au profit du marché des actions, à moins qu'il y ait une hausse (quoiqu'improbable) du taux directeur.
- Les mêmes baisses du taux directeur rendent le D/Y du marché des actions estimé (2,8%) plus attrayant que le BDT 10 ans, le spread étant de 50 Pbs.
- La loi de finances de 2021 prévoit une enveloppe de 120 Mrds de DHS pour les investissements, dont 75 Mrds de DHS de crédit garantis par l'Etat et 45 Mrds de DHS pour le fonds Mohammed VI (Historiquement, les périodes de forte croissance au Maroc sont accompagnées par des investissements massifs de l'Etat).