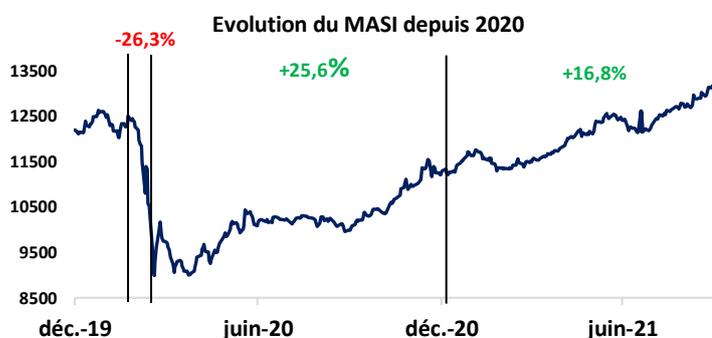


## 1- Marché Boursier :

### Un MASI sur ses plus hauts annuels !

Les étoiles sont alignées pour la bourse de Casablanca en 2021. En effet, notre place a bénéficié d'un ensemble de facteurs internes et externes favorisant sa croissance : i) L'avancée rapide de la campagne de vaccination générale de la population marocaine qui a atteint des niveaux presque comparables aux pays occidentaux, (ii) Un environnement macro-économique en net redressement avec une croissance du PIB attendue selon les estimations entre 5,7% pour le FMI et 6,2% pour BAM, (iii) Des indicateurs financiers semestriels des sociétés de la cote globalement au-dessus des attentes des opérateurs du marché et enfin (iv) Un vent d'optimisme régnant chez les investisseurs après la bonne tenue des élections législatives et la nomination d'un nouveau gouvernement en charge de la mise en place du nouveau modèle de développement économique.



C'est ainsi qu'à la fin du troisième trimestre de l'année 2021, les deux baromètres de la bourse de Casablanca à savoir le MASI et le MSI 20 ont réalisé des performances Year-To-Date de 17,62% à 13 187 pts pour le premier et 17,20% à 1081 pts pour le second.

### Des échanges au beau fixe

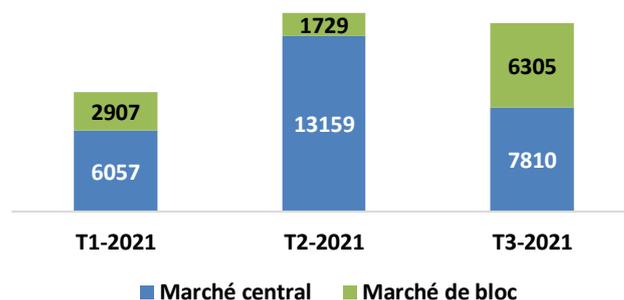
Malgré une volatilité moindre du MASI par rapport à 2020, la dynamique des volumes de la bourse de Casablanca s'est maintenue en 2021. C'est ainsi que sur le marché central, ce sont 27 Mrds de DHS qui ont été négociés contre 26 Mrds de DHS en 2020.

Ce volume traité sur le marché central est alimenté en grande partie par les OPCVM « Actions » et « Diversifié » qui ont été grâce à leur collecte nettement en position acheteuse, leurs contreparties étaient essentiellement les personnes morales étrangères (60%) devant les personnes morales marocaines (PMM) à hauteur de 30%.

Sur le marché de blocs, le constat est le même, retraité de la cession de l'Etat de 5,3 Mrds de DHS dans le capital de Marsa Maroc au groupe Tanger MED, le volume transactionnel s'est élevé à 5,6 Mrds de DHS, lui aussi en progression sur les neuf mois.

Par valeur, sur le compartiment central, CIMENTS DU MAROC, ATTIJARIWABA BANK et IAM ont été les valeurs les plus actives avec respectivement 3,6, 3,5 et 2,8 Mrds de DHS. A elles seules, ces trois valeurs représentent 36% du flux global.

### Volumétrie sur les neuf mois de 2021



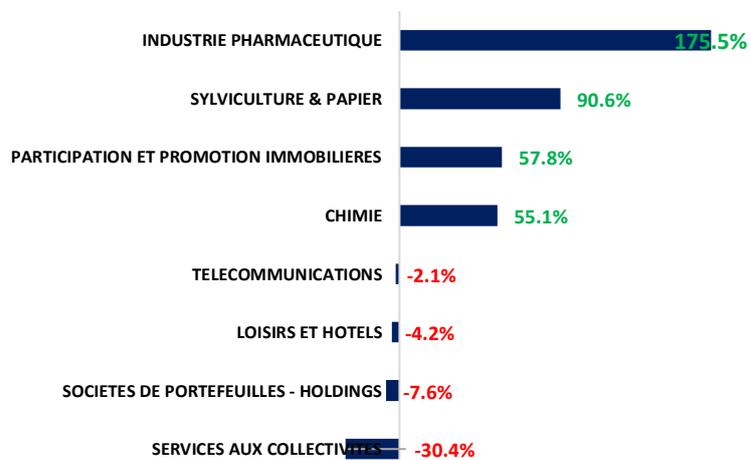
### Des performances sectorielles à deux chiffres

Plébiscité durant la crise sanitaire, l'industrie pharmaceutique a été top performer durant ces neuf premiers mois, grâce à la bonne performance de SOTHEMA, qui a signé +194% depuis le début de l'année. Deuxième, l'activité de la sylviculture s'est distinguée grâce à la performance de MED PAPER, le secteur a signé au passage une performance remarquable de 90,6%. Enfin, l'immobilier, a pleinement profité de la reprise de l'activité économique, ce secteur arrive en troisième place des top performers avec une amélioration de 58% de son indice, porté par les chiffres encourageants des ventes d'ADDOHA, qui à elle seule, a progressé de 76%.

La CHIMIE n'est pas en reste, SNEP représentant le secteur a pleinement profité de l'envolée des cours du PVC à l'international et d'un double effet Volume/Prix pour signer une performance de 55% sur la période.

A contrario, MAROC TELECOM pâtit toujours d'un environnement concurrentiel compliqué, et chute de 2,1%, devant les sociétés de portefeuille et les services aux collectivités qui sont en retrait respectivement de 7,6% et de 30,4%.

### Performances Year-To-Date des secteurs cotés

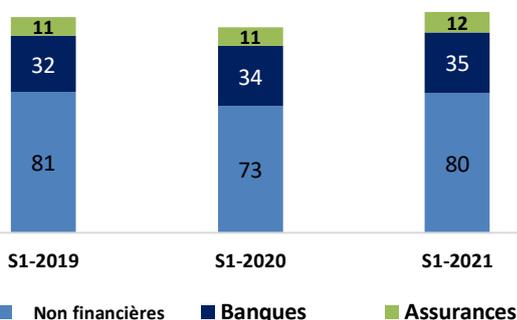


**Retour sur les résultats des sociétés au premier semestre de 2021**

**Evolution du chiffre d'affaires des entreprises de la cote**

Au terme du premier semestre de 2021, les sociétés de la cote ont amélioré leur chiffre d'affaires de 7,5% comparativement à 2020. Ce sont les valeurs non financières qui ont porté le flambeau, grâce aux performances commerciales de LAFARGEHOLCIM MAROC, CIMENTS DU MAROC et TOTAL MAROC dont les revenus ont progressé respectivement de 26%, 17% et de 25%. Les valeurs bancaires, grand secteur de la bourse casablancaise ont de leur côté amélioré leur PNB de 2% à 35 Mrds.

**CA des secteurs cotés de la bourse**



**Evolution du résultat d'exploitation de la cote**

Les distributeurs de GPL et de pétrole et les cimenteries ont pleinement profité de i) la reprise des ventes en 2021 ii) de la valorisation des stocks et iii) de la non récurrence du don au Fonds Spécial COVID 19. Ainsi, le résultat opérationnel de TOTAL a bondi de 5,8x à 558 MMDHS, alors que celui d'AFRIQUIA GAZ a été multiplié par 7,5.

Les résultats d'exploitation de LAFARGEHOLCIM MAROC et CIMENTS DU MAROC, qui avaient concédé des dons de 500 et 100 MMDHS ont progressé respectivement de 24% et 50%, et ce, malgré l'envolée du cours du PETCOKE, intrant principal de l'industrie.

Pour leur part, les valeurs du secteur bancaire ont affiché un résultat brut d'exploitation en hausse de 22% à 18 Mrds de DHS. Une telle progression résulte de la non récurrence des dons au fonds COVID 19 (2,9 Mrds de DHS) du premier semestre de 2020. Cela s'est traduit par un allègement de 14% des charges générales d'exploitation à 17 Mrds de DHS. En excluant les dons, le RBE du secteur se serait amélioré de 1,8%.

**REX des secteurs cotés de la bourse**



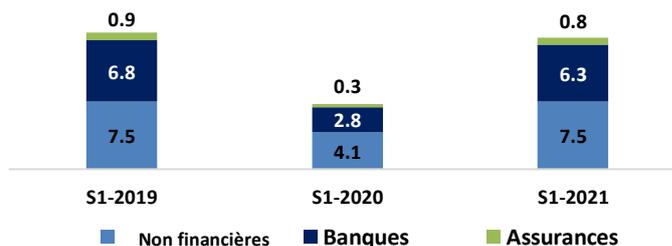
**Reprise du résultat des sociétés cotées**

En ce qui concerne la capacité bénéficiaire, elle a affiché un bond de 2x à 15 Mrds de DHS, compte tenu d'une activité économique qui a repris de plus belle chez les non financières et la non-récurrence des contributions au Fonds COVID-19 chez les opérateurs cotés.

En effet, les valeurs non financières affichent une progression de 84% de leur résultat à 7,5 Mrds de DHS.

Du côté des bancaires, la combinaison de la baisse du coût du risque de 33% et la non récurrence des dons au fonds COVID 19 s'est soldée par une progression de 122% de la masse bénéficiaire du secteur à 6,3 Mrds de DHS.

**RNPG des secteurs cotés de la bourse**



**A quoi s'attendre en 2022**

La performance dégagée à fin septembre de 17,62% pour le MASI a boosté le PER à un niveau de 24 fois les bénéfices estimés en 2021. Ainsi, le marché boursier semble à première vue avoir consommé une bonne partie de son potentiel de croissance. Néanmoins, le News flow à venir pour la place casablancaise peut se montrer très intéressant à plusieurs égards :

- Les perspectives relativement favorables de l'évolution de notre économie en 2022 après la publication des premières données du PLF 2022 qui prévoit un montant record d'investissement public à 245 Milliards de dhs ;
- Les banques, très prépondérantes dans la composition du MASI, peuvent, avec l'amélioration de la conjoncture économique poursuivre leurs reprises de provisions faites en 2020 (Au premier semestre 2021, le coût du risque du secteur est toujours de 1,2% de l'encours global contre un niveau normatif de 0,8%) ;
- La politique expansionniste de la Banque Centrale qui fait perdurer les taux bas, les investisseurs jugeant ainsi le marché des actions plus attractif.
- La bonne dynamique de l'épargne institutionnelle qui cherche à être rentabilisée via le marché boursier à travers surtout les OPCVM Actions et Diversifiés.

Cependant, quelques risques pèsent sur le marché boursier, on citera dans un premier temps, la hausse observée des prix des intrants chez les industriels. Ces derniers ne sont pas toujours dans la mesure de refléter la hausse de la matière première dans les prix de vente, ce qui risquerait de contrarier leur marge bénéficiaire.

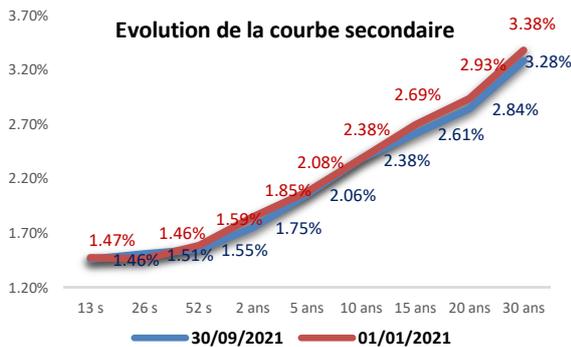
Aussi, le risque de l'apparition d'un nouveau variant du virus plus dangereux qui peut compromettre tous les acquis de la campagne de vaccination et refaire surgir le spectre des anciennes restrictions de confinement si éprouvantes pour l'appareil économique.

## 2- Marché obligataire :

En 2021, les rendements obligataires ont continué à emprunter le chemin de la baisse, et ce en dépit (i) du risque inflationniste qui pourrait changer le caractère accommodant de la politique monétaire, (ii) de l'importance du besoin de financement du Trésor et (iii) du retard affiché dans la mobilisation des ressources externes pour le financement.

Dans le détail, l'inflation est attendue en hausse au titre de l'année 2021, elle serait de 1,2% contre 0,7% en 2020. De l'autre côté, l'exécution budgétaire affiche, à fin septembre, un déficit de 38,2 Mrds de DH en baisse de 4,5% par rapport à l'an passé avec pourtant des arriérés de paiement de l'ordre de 18,8 Mrds de DH. Intégrant ces derniers, le besoin de financement se hisse à 57 Mrds de DH contre 48,9 Mrds de DH l'année précédente !

En dépit de ces facteurs de risques qui devaient normalement orienter la courbe des taux à la hausse, cette dernière a emprunté le chemin inverse avec un mouvement d'aplatissement. Les taux courts et moyens ont baissé en moyenne de 1 et 6 pbs respectivement alors que les taux longs se sont détendus de 7 pbs.



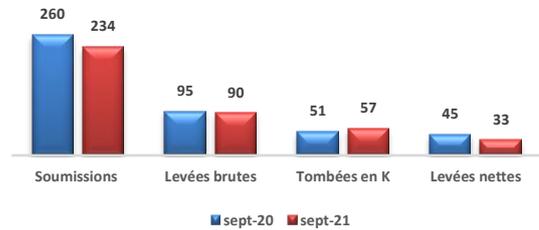
Les raisons qui motivent cette tendance baissière des taux d'intérêt sont d'un côté, l'amélioration des conditions monétaires, l'atténuation des interventions du Trésor sur le marché primaire et enfin la faiblesse des levées de la dette privée qui pousse les investisseurs à orienter leur demande vers la dette souveraine. En effet, le déficit de la liquidité bancaire a connu une détente de 5 Mrds de DH entre novembre et août 2021 pour s'afficher à 88 Mrds de DH. Ce dernier a même touché un plus bas de 61 Mrds de DH en mars avant que la circulation fiduciaire ne s'accélère et exerce ainsi un effet restrictif sur la liquidité bancaire. En plus de cette amélioration de la liquidité, la banque centrale adopte toujours une politique monétaire accommodante qui se traduit par une satisfaction intégrale de la demande des banques en termes de cash évitant ainsi au marché monétaire tout risque de resserrement.

S'agissant du comportement du Trésor sur le marché primaire, il a connu une atténuation dans ses interventions, et ce en dépit de la hausse du besoin de financement. Pour cause, son recours à des financements alternatifs a réduit l'ampleur de ses levées sur le marché primaire. Ainsi, les levées brutes se sont détendues de 5 Mrds de DH pour atteindre 90 Mrds de DH contre 95 Mrds

de DH en 2020. Même constat au niveau des levées nettes qui ont totalisé un montant de 33 Mrds de DH contre 45

Mrds de DH en 2020, soit une baisse de 27%.

**Evolution des interventions du Trésor sur le marché primaire (En Mrds de DH)**



En termes de répartition, le court et le moyen terme capent la majorité des soumissions et des levées. En effet, ces deux segments ont représenté respectivement 30% et 53% des soumissions et 21% et 60% des levées.

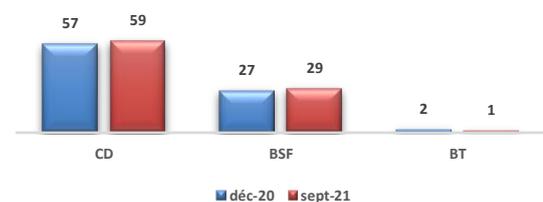
**Structure du marché primaire des Bdt**



En plus de ces deux facteurs (conditions de liquidité et intervention du Trésor sur le marché primaire des BDT) qui plaident pour une détente des taux, on peut additionner l'évolution des statistiques monétaires au cours de cette année. A fin août, l'encours des dépôts bancaires affichent une progression plus rapide que celle des crédits accordés à l'économie. Dans le détail, les crédits ont pris 25 Mrds de DH tandis que les dépôts en sont à 33 Mrds de DH de hausse que la même période.

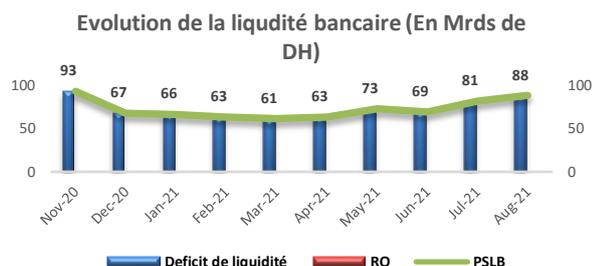
S'agissant de la dette privée, l'encours de cette dernière reprend son évolution avec un rythme plutôt timide. Il s'est chiffré à fin septembre à 89 Mrds de DH soit une hausse limitée de 3 Mrds de DH. La hausse de l'encours des certificats de dépôts explique l'essentiel de cette reprise de la dette privée avec une variation positive de 2 Mrds de DH à 59 Mrds de DH.

**Evolution des TCN (En Mrds de DH)**

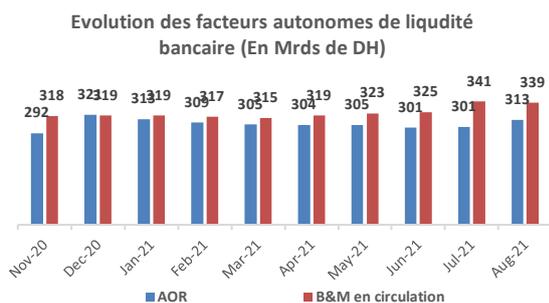


### 3- *Marché Monétaire :*

Après avoir tiré profit en décembre 2020 de la hausse des réserves de change induite par la levée du Trésor sur le marché international (3 Mrds de dollars), le contexte monétaire n'a pas véritablement changé au cours des neuf premiers mois de l'année. En revanche, à partir du mois de mai, la liquidité bancaire a vu son déficit se creuser de 15 Mrds de DH pour s'afficher à 81 Mrds de DH sous l'effet de la hausse de la circulation fiduciaire engendrée à la fois par l'avènement de l'Aid et de la période estivale (dont l'impact restrictif se chiffre à 17 Mrds de DH).

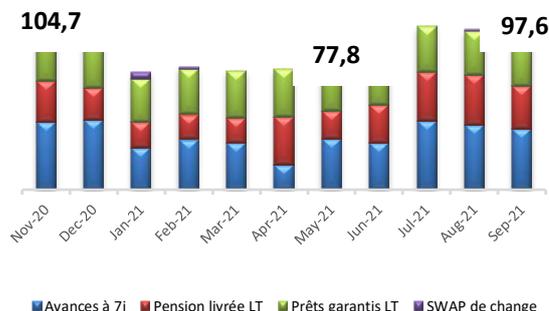


S'agissant de l'évolution des facteurs autonomes de liquidité bancaire, les réserves de changes se sont bonifiées de près de 21 Mrds de DH passant ainsi de 292 en novembre à 313 à fin août 2021. Cette hausse est essentiellement attribuable au recours du Trésor à l'emprunt international pour un volume de 30 Mrds de DH. En revanche, le remboursement partiel et anticipé de la Ligne de Précaution et de Liquidité LPL a été à l'origine d'une baisse des avoirs de change de près de 9 Mrds de DH. S'agissant des échanges commerciaux, la balance des biens et services s'est dégradée à fin août de 23 Mrds de DH pour afficher un solde de 84 Mrds de DH. En revanche, cette contre-performance a été partiellement compensée par la reprise des envois des MRE qui se sont améliorés de plus de 20 Mrds de DH.



Du côté de l'autre facteur autonome de liquidité bancaire, à savoir la circulation fiduciaire, cette dernière a évolué de manière plutôt stable sur les cinq premiers mois de l'année. Son encours s'est en effet stabilisé aux alentours de 320 Mrds de DH après avoir été à l'origine d'un effet restrictif de 52 Mrds de DH au cours de l'année 2020. En revanche, l'avènement du Ramadan, l'Aid et la période estivale à partir du mois de mai ont accéléré la circulation fiduciaire pour atteindre les 339 Mrd de DH en Août 2021.

**Evolution des interventions de la Banque Centrale (En Mrds de DH)**



Dans ce contexte, la Banque Centrale a été très réactive face à l'évolution de la liquidité bancaire. Elle a, en effet, stabilisé l'encours global de monnaie centrale aux alentours de 80 Mrds de DH avant de le porter à près de 100 Mrds de DH à partir du mois de mai. Grâce à ces interventions sous forme d'ajustements menés par la banque centrale, les taux monétaires ont évolué à des niveaux proches du taux directeur. Ils ont traité en moyenne à 1,50% pour le TMP interbancaire et à 1,42% pour la pension livrée JJ.

#### **Focus sur le PLF 2022 :**

Le PLF 2022, qui intervient dans un contexte de reprise économique post Covid-19, prévoit un ensemble de mesures destinées à la relance de l'économie nationale et la poursuite des réformes économiques et sociales majeures. Le projet prévoit, en se basant sur les données de la conjoncture nationale et internationale et compte tenu de l'hypothèse d'un prix moyen de gaz butane de 450 dollars/tonne et d'une récolte céréalière moyenne de 70 millions de quintaux, que l'économie nationale croîtrait de 3,2% en 2022. En revanche, ces perspectives économiques restent entourées de nombreux facteurs de risques. La pression sur les prix des matières premières ainsi que la propagation de nouvelles variantes du Covid-19 pourraient affecter la reprise économique.

Côté budget, une légère amélioration du déficit budgétaire est prévue. Cet indicateur devrait ressortir à 5,9% contre 6,2% en 2021 et ce en dépit d'une forte hausse des recettes fiscales dont la variation est attendue à plus 14%.

| Données en Mrds de DH      | LF2021       | PLF2022      | Variation  |
|----------------------------|--------------|--------------|------------|
| <b>Recettes ordinaires</b> | <b>237</b>   | <b>263</b>   | <b>11%</b> |
| Recettes fiscales          | 196          | 223          | 14%        |
| Recettes non fiscales      | 38           | 36           | -5%        |
| Recettes de certains CST   | 3            | 4            | 24%        |
| <b>Dépenses ordinaires</b> | <b>247</b>   | <b>261</b>   | <b>6%</b>  |
| <b>Investissement</b>      | <b>68</b>    | <b>78</b>    | <b>15%</b> |
| Solde de certains CST      | 7            | 4            | -43%       |
| <b>Déficit budgétaire</b>  | <b>-71</b>   | <b>-73</b>   | <b>2%</b>  |
| <b>En % du Pib</b>         | <b>-6,2%</b> | <b>-5,9%</b> | <b>-5%</b> |