

1. Marché Boursier :

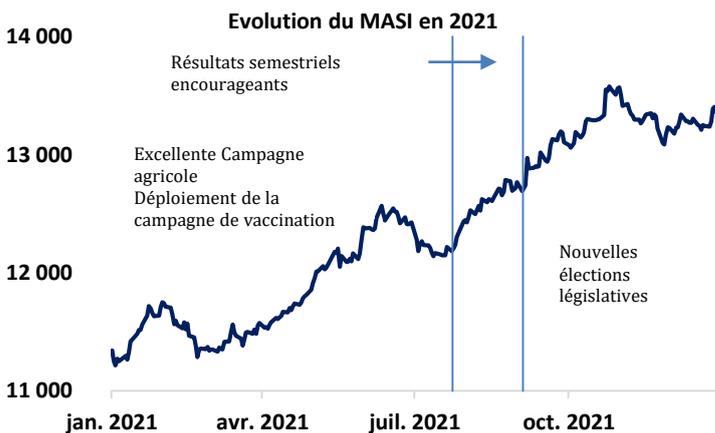
Un bon cru du MASI en 2021

Après une année 2020 difficile, tant pour l'économie marocaine que pour le marché boursier, tous les regards étaient tournés vers l'année 2021 qui n'a aucunement déçu tant par la reprise économique que par la performance des indices boursiers.

L'annonce de la découverte de nouveaux vaccins contre le COVID 19 éloignant ainsi le spectre d'un re-confinement, la bonne pluviométrie annonçant une campagne agricole exceptionnelle et la tenue des élections législatives soldées par l'arrivée au pouvoir d'un nouveau gouvernement sont autant de facteurs qui ont suscité tout au long de l'année de l'optimisme chez les investisseurs de la place.

Sur le plan économique, le Maroc a retrouvé sa dynamique, la croissance prévisionnelle de 2021 va osciller entre 6,3% et 7,2% selon les sources, et ce après une année 2020 marquée par une récession historique. Cette croissance de 2021 a été boostée par (i) le soutien des pouvoirs publics qui ont annoncé un plan de relance de 120 Mrds de DHS pour soutenir l'activité économique, (ii) une Banque Centrale qui s'est montrée des plus accommodantes à travers des injections massives de liquidités aux banques atteignant une moyenne quotidienne de 83 Mrds de DHS et (iii) une demande extérieure adressée au Maroc grâce au dynamisme des métiers mondiaux et la reprise des activités exportatrices.

Sur un autre registre, la demande interne moteur de croissance de notre économie a été stimulée par les transferts historiques des RME (95 Milliards de dhs) et par les revenus induits d'une année agricole exceptionnelle qui s'est soldée par une progression de PIB Agricole de 17,6%.

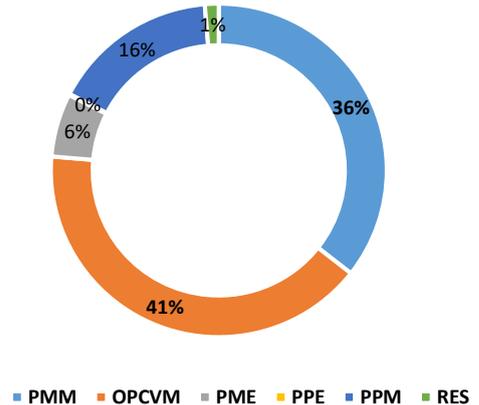


Du côté de la bourse de Casablanca, les réalisations du premier semestre de 2021 faisant état d'un bond de 2x du RNPG de la cote, conjuguées à un contexte des taux d'intérêt bas plaidant toujours en faveur du marché des actions ont permis au MASI d'inscrire une année exceptionnelle, la performance de l'indice s'est établit à 18,35%, soit 13.358 points.

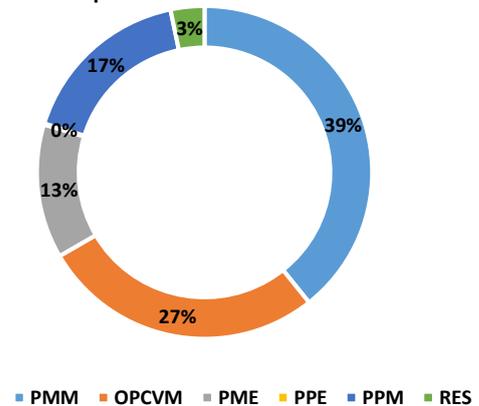
Dans le détail, cette hausse du MASI a été appuyée par le mouvement acheteur des OPCVM, surtout au troisième trimestre de l'année. Ces derniers ont été à l'origine de 41% des achats sur le marché central et de 27% des ventes à fin septembre 2021.

Les personnes morales étrangères ont été à contrario, à l'origine des ventes jusqu'au troisième trimestre de 2021. Leur part en termes d'achat était de 6% contre 13% pour les ventes.

Répartition des achats cumulée au T3-2021



Répartition des ventes cumulée au T3-2021

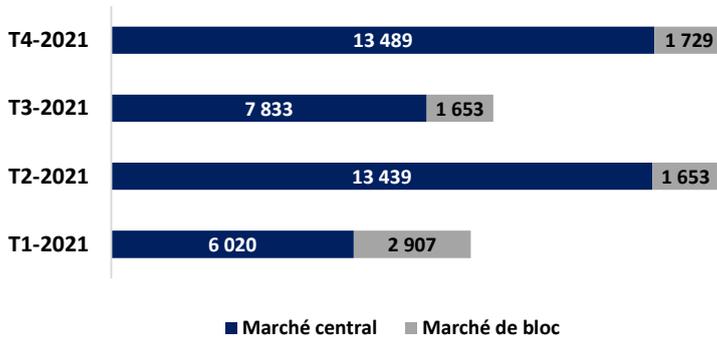


Amélioration des échanges sur le compartiment central

Aussi, cette hausse du MASI s'est accompagnée de volumes ascendants, l'essentiel des échanges s'est fait durant le deuxième et quatrième trimestre de 2021, concordant justement avec les anticipations de résultats semestriels encourageants et avec l'arrivée au pouvoir d'un nouveau gouvernement. A cet effet ; 13,4 Mrds de DHS ont changé de main au deuxième trimestre et 13,5 Mrds de DHS ont été négociés durant le dernier trimestre de 2021. Ainsi, le marché central a drainé 41 Mrds de DHS en 2021, en progression de 24% par rapport à 2020.

Les valeurs les plus traitées ont été ATTIJARIWAFABANK avec 7,9 Mrds de DHS, devant CIMENTS DU MAROC qui s'est accaparée 3,9 Mrds de DHS. Enfin MAROC TELECOM a monopolisé 3,8 Mrds de DHS, soit 9% des échanges.

Volumétrie sur le marché central et de bloc en 2021



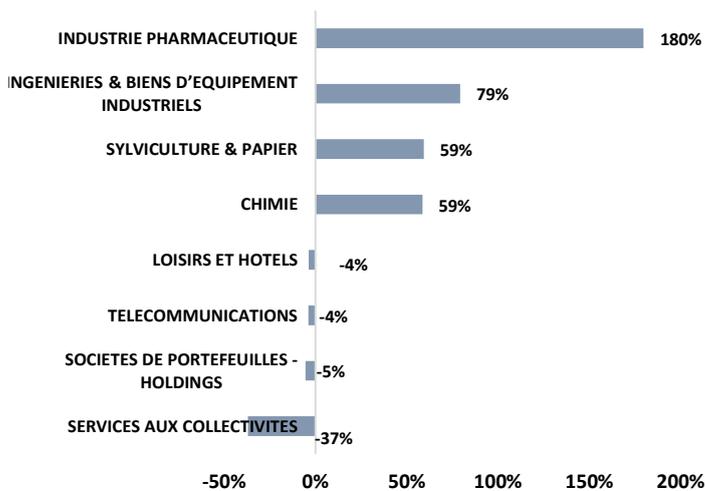
Des performances sectorielles ahurissantes

Forte d'un contexte sanitaire porteur, l'industrie pharmaceutique est de loin le secteur qui a le plus performé en 2021, grâce notamment à l'envolée lyrique de SOTHEMA qui a progressé de 196%.

Derrière, DELATTRE LEVIVIER MAROC et STROC INDUSTRIE, malgré leur activité au point mort, ont permis au secteur « Ingénieries et Bien d'équipement Industriels » de tirer son épingle du jeu avec une performance de 79%. Enfin, la sylviculture, arrive en troisième place des top performers avec une amélioration de 59% de son indice.

A contrario, MAROC TELECOM subit de plein fouet l'environnement concurrentiel accru et la nouvelle plainte de son concurrent WANA, et chute de 4%, devant les sociétés de portefeuille et les services aux collectivités qui sont en retrait respectivement de 5 % et de 37%.

Performances 2021 des secteurs cotés

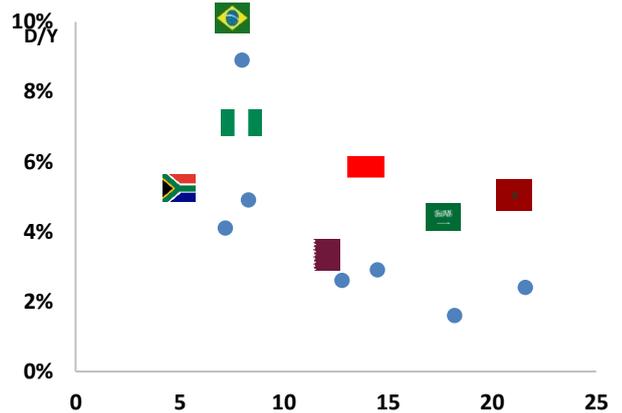


A quoi s'attendre en 2022 ?

En 2022, et compte tenu du contexte des taux d'intérêt favorable aux actions, l'arbitrage devrait se maintenir en faveur des actifs risqués. Arbitrage qui pourrait s'affaiblir en cas de hausse des taux induite par l'exercice difficile de la loi de finances de 2022 et par la montée de l'inflation. Aussi, compte tenu d'une pluviométrie moins généreuse pour 2022 et de la flambée des prix des matières premières à l'international, les entreprises de la cote se heurteront à une baisse de leurs marges d'exploitation et donc de leurs revenus.

Enfin, la performance exceptionnelle de 2021 limite considérablement le potentiel de croissance boursier des valeurs de la cote, en atteste le PER actuel (24x en 2021E) qui reste supérieur à celui des comparables à l'international d'un côté et du PER moyen sur les 10 dernières années de l'autre côté.

Evolution des indicateurs de PER et D/Y pour certaines places boursières



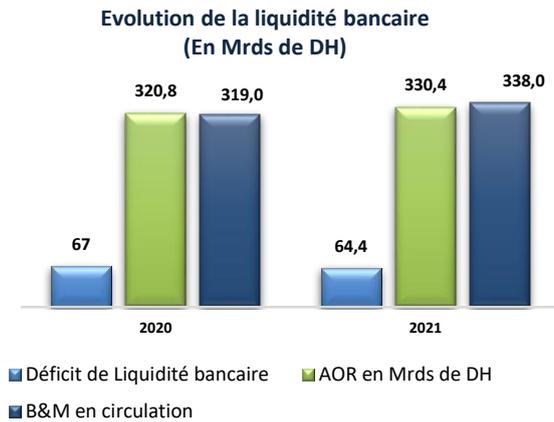
Malgré tout, la place Casablancaise reste dominée par des secteurs au profil défensif. Les banques, les télécoms et la concession portuaire entre autres devraient faire preuve de progression compte tenu de leurs profils. Le premier secteur (35% du MASI) devrait profiter de la progression attendue des résultats des banques grâce aux activités de marché et de l'amélioration de l'activité du crédit et du coût du risque.

Le deuxième secteur, à savoir, les Telecoms continue d'exceller par sa maîtrise opérationnelle et présente des perspectives prometteuses compte tenu du lancement prévu de la 5G en 2023. De plus les opérations de croissance externe, continueraient de générer des bénéfices supplémentaires, permettant ainsi de compenser la baisse de l'ARPU (Revenu moyen par client ou utilisateur) au Maroc.

Ces deux secteurs à titre d'exemple sont le parfait exemple d'une place de Casablanca certainement chère mais qui recèle toujours des potentialités.

2. Marché Monétaire :

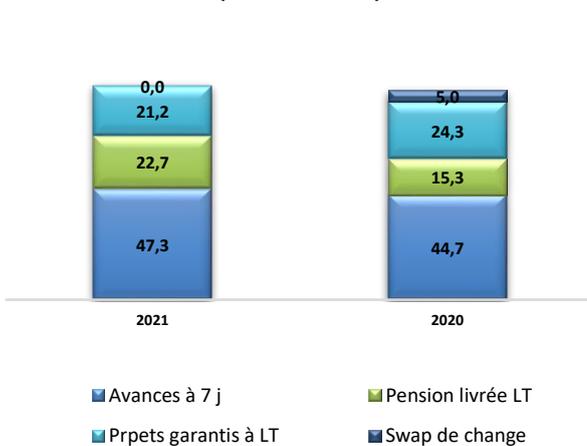
Au cours de l'année 2021, la situation de la liquidité bancaire s'est légèrement améliorée sous l'effet expansif exercé par l'amélioration des réserves de change. En effet, le déficit de liquidité bancaire est passé de 67 en 2020 à 64 Mrds de DH en décembre 2021.



Cette légère amélioration du déficit de liquidité bancaire traduit principalement le comportement de deux facteurs autonomes de liquidité bancaire à savoir les avoirs officiels de réserve et la monnaie fiduciaire.

S'agissant du premier facteur, les avoirs officiels de réserve ont progressé de près de 10 Mrds de DH pour dépasser la barre des 330 Mrds de DH. Cette augmentation est redevable essentiellement au bon comportement des certains postes de la balance courante. Dans le détail, le déficit de la balance commerciale des biens et services s'est creusé de 33 Mrds de DH pour atteindre les 421 Mrds de DH. Cette contre-performance a été contrecarrée par la forte contribution des envois des MRE qui se sont améliorés de 25 Mrds de DH, des IDE qui se sont bonifiés de 3,5 Mrds de DH et du financement extérieur net du Trésor qui s'est élevé à près de 9 Mrds de DH.

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



Du côté de la monnaie fiduciaire, et après avoir été à l'origine d'un effet restrictif de 52,5 Mrds de DH en 2020, l'impact de ce facteur de liquidité bancaire a été contenu à 18,5 Mrds de DH en 2021.

Dans ce contexte de stabilité du cadre monétaire, la Banque Centrale a maintenu pratiquement le même volume de monnaie centrale aux alentours de 90 Mrds de DH.

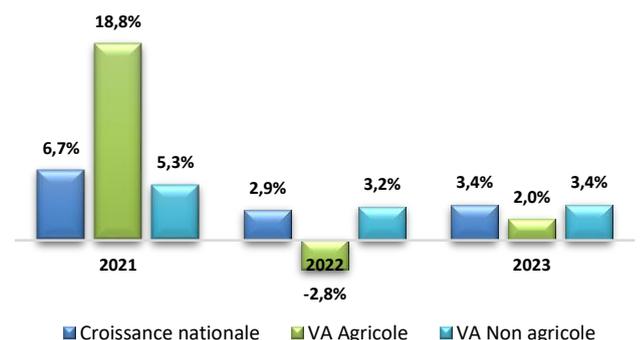
En conséquence, les taux monétaires ont traité en stabilité au cours de l'année 2021. Ils se sont établis à 1,5% pour le TMP interbancaire et à 1,42% en moyenne pour le repo jj.

Sur le plan de la politique monétaire menée par la Banque Centrale, cette dernière est restée globalement accommodante. En effet, l'institut d'émission a satisfait l'intégralité de la demande des banques de la place en termes d'avances à 7 jours tout au long de l'année. En revanche, après les baisses de 75 pbs du taux directeur effectuées en 2020, la banque centrale a maintenu son taux directeur inchangé à 1,50%. Ceci est intervenu dans un contexte caractérisé par une forte reprise économique (+6,7%) et une inflation maîtrisée (1,4%).

3. Marché Obligataire :

Sur le plan économique, l'année 2021 a été marquée par une reprise de l'activité après une contraction du PIB de 6,4% en 2020. En effet ; l'économie marocaine a profité d'une campagne agricole exceptionnelle ayant fait progresser la valeur ajoutée agricole de plus de 17,6%. Les activités non agricoles, quant à elles, ont bénéficié d'un effet de rattrapage pour afficher une amélioration de 5,3%. Au final, la croissance économique prévue va osciller entre 6,3% et 7,2% selon les sources et aura complètement effacé la contre-performance de 2020.

Evolution de la croissance économique

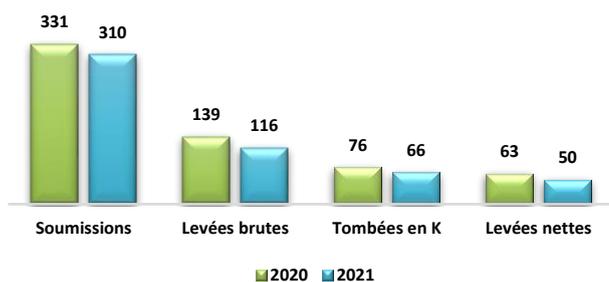


Sur le plan des finances publiques, profitant de cette croissance économique, les recettes fiscales se sont significativement améliorées pour atteindre 214 Mrds de DH, soit une progression de 7,8%. Dans une moindre mesure, les dépenses globales ont limité leur hausse à 4,9% pour s'afficher à 326 Mrds de DH. Compte tenu de cela, le déficit budgétaire s'est globalement atténué de près de 14% passant de 82 à 71 Mrds de DH.

En Mrds de DH	2021 Réalisé	2021 Prévu
Besoin de financement	76	71
Fin. Interne	67	37
Fin. Externe	8	34

Pour financer son déficit à la différence de l'an précédent, le Trésor a plutôt opté pour le financement intérieur. En chiffres, sur les 76 Mrds de DH de besoin de financement au titre de l'année, le Trésor a mobilisé 67 Mrds de DH en interne, soit 88% de son besoin contre 52% prévu dans la loi des finances. Cette nouvelle orientation du Trésor en termes de répartition des sources de financement pourrait être lié au coût de l'endettement externe suite aux pressions haussières observées sur les marchés internationaux durant le dernier trimestre et à la dégradation de la note du Maroc par les agences internationales de rating.

Evolution des interventions du Trésor
(En Mrds de DH)



En dépit de cette hausse des financements en interne, le comportement du Trésor sur le marché primaire s'est plutôt caractérisé par une baisse de ses levées nettes. En effet, l'argentier du Royaume a eu recours à des financements alternatifs à hauteur de 21 Mrds de DH. En conséquence, ses levées nettes se sont élevées à 50 Mrds de DH contre 63 Mrds de DH un an auparavant, soit une baisse de 21%.

Maturité BDT	2021	2020	Var 20-21
13 s	1,53%	1,47%	6,5
26 s	1,55%	1,46%	8,9
52 s	1,60%	1,59%	1,2
2 ans	1,73%	1,85%	-12,2
5 ans	1,99%	2,08%	-8,9
10 ans	2,33%	2,38%	-4,8
15 ans	2,55%	2,69%	-13,9
20 ans	2,88%	2,93%	-5,1
30 ans	3,26%	3,38%	-12,0

Du côté de la liquidité bancaire, le déficit des trésoreries des banques s'est légèrement atténué au cours de l'année 2021 pour s'afficher à 64 Mrds de DH contre 67 Mrds de DH en 2020.

Compte tenu de ces éléments, et sous l'effet principal de la légère amélioration des finances publiques, la courbe secondaire a connu un mouvement d'aplatissement. Ainsi, les parties moyenne et longue de la courbe se sont orientées à la baisse avec des moyennes respectives de 10,5 pbs et 8,9 pbs tandis que la partie longue s'est légèrement réajustée à la hausse de 5,3 pbs.

Parmi les autres facteurs qui ont participé à cette détente des rendements obligataires sur la partie moyenne et longue de la courbe, on peut citer l'absence d'alternatives de placement pour les investisseurs, surtout que leur demande demeure très importante. En effet, le marché de la dette privée a été au cours de 2021 très peu actif en termes d'émission. En chiffres, l'encours des Titres de Créances Négociables s'est stabilisé aux alentours de 87 Mrds de DH alors que les émissions nettes d'obligations ont été limitées à près de 7 Mrds de DH.

En Mrds de DH	2020	2021
CD	57,2	56,2
BSF	26,9	29,6
BT	2,3	1,4
Somme	86,4	87,1

Evolution de l'encours de la dette privée
(En Mrds de DH)



Côté perspectives, l'année 2022 s'annonce plutôt compliquée sur le compartiment obligataire. La présence de certains facteurs de risques relativement pesants pourrait inciter les investisseurs à revoir leurs exigences en termes de rendement. Dans le détail, on peut citer dans un premier temps, la persistance d'un niveau de déficit budgétaire relativement important. Ce dernier estimé à 5,9% du PIB dans la LF 2022, quoiqu'en amélioration par rapport à 2021, il demeure dans l'absolu à des niveaux importants compte tenu du taux d'endettement de l'argentier du Royaume.

D'autre part, l'apparition de nouveaux variants du Covid-19 continue d'alimenter le climat d'incertitudes. Cet élément combiné aux retards des pluies enregistrées en ce début de campagne agricole 2021-2022 est de nature à affaiblir la croissance économique espérée (estimée à 3%). Ceci pourrait se traduire par une pression sur les recettes fiscales induisant ainsi une hausse du besoin de financement du Trésor.

En dernier lieu, les récentes évolutions des prix des matières premières qui se sont orientés à la hausse pourraient engendrer d'une part une augmentation sensible de la charge de compensation et d'autre part une pression sur le stock des avoirs officiels de réserve exerçant ainsi un effet restrictif sur la liquidité bancaire.