

## 1- Marché Boursier :

### Accélération de la descente

Avec une perte cumulée du MASI de 13,06% à fin septembre 2022, la bourse de Casablanca marque une rupture prononcée avec la reprise post-covid initiée en 2021. En valeur, ce sont 87 Milliards de DH de capitalisation qui sont partis en fumée en neuf mois. Toutefois, cette baisse occulte une évolution en deux phases :

En effet, le principal indice du marché le MASI avait entamé l'année dans la continuité du comportement favorable de 2021 pour atteindre un ~~pl~~ haut de 13.991 pts en date du 10 février et une performance de 4,74%. Cette hausse a été ébranlée au fil du temps par une succession d'évènements à leur tête les prémisses d'une croissance économique molle, une accélération de la spirale inflationniste suite à l'envolée des prix des énergies depuis l'éclatement de la guerre en Ukraine et enfin le relèvement de Bank Al-Maghrib de son Taux Directeur de 50 pbs à 2%. Le MSI20, lui aussi, s'est empêtré dans le même trend baissier, il a perdu in fine 13,67% à 937 pts.



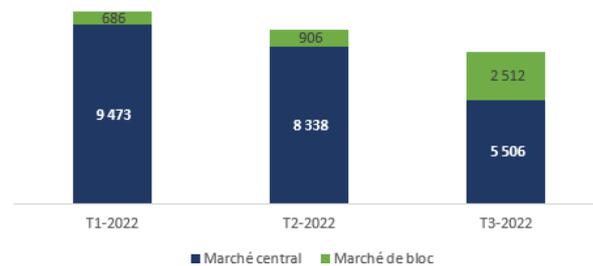
### Retrait des échanges sur le compartiment central

Au registre des échanges, le volume global brassé pour les neuf premiers mois de l'année s'est situé à 27,4 Milliards de DH en diminution de 26,1% sur une année glissante.

Cette régression a concerné aussi bien le marché central que celui des blocs. Sur le premier compartiment, le volume transactionnel s'est délesté de 15% à 23,3 Milliards de DH. Par valeur, ATTIJARIWAFABANK arrive en pole position des trois valeurs les plus actives, elle a drainé 3,3 Milliards de DH soit près

de 15% des échanges. Le tableau est complété dans l'ordre par ITISSALAT AL-MAGHRIB (2,3 Milliards de DH, 10%) et BCP (1,5 Milliards de DH, 6%). Du côté des intervenants, les OPCVM et les personnes morales marocaines cumulent à part égale 80% du volume transigé lors du deuxième trimestre en hausse de 11 points de pourcentage par rapport au trimestre précédent et de 2% en glissement annuel. Les personnes physiques marocaines concentrent 12% du volume et les personnes morales étrangères représentent 6%.

### Volumétrie sur les neuf mois de 2022



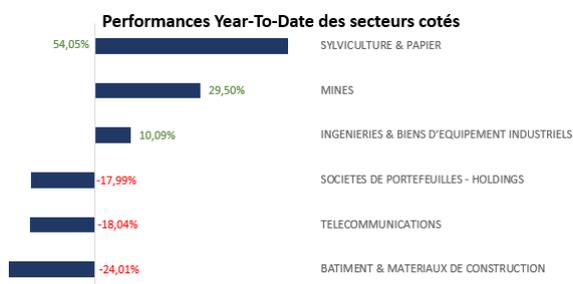
Sur le marché de blocs, la baisse d'activité est plus aigüe. Le volume transactionnel est en détérioration de 63% à 4 Milliards de DH seulement. Plus de la moitié des échanges ont concerné BCP, juste derrière, ATTIJARIWAFABANK a concentré 837 Millions de DH, soit 21% des échanges. Enfin, COSUMAR a drainé près de 8% des volumes avec 333 Millions de DH.

### Des performances sectorielles pour la plupart dans le rouge

Au chapitre des performances sectorielles, 8 secteurs sur 23 de la cote ont tiré leur épingle du jeu et sont parvenus à échapper à la baisse dans un contexte teinté d'incertitudes.

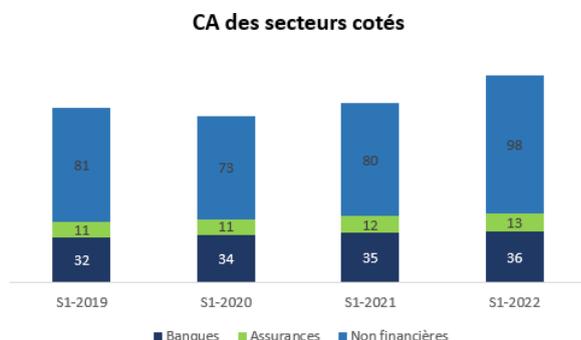
En tête de liste, arrive le secteur SYLVICULTURE PAPER représenté par MED PAPER. Cette dernière réalise une ascension de 54,05%. Arrive en deuxième position le secteur minier avec une amélioration de 29,5% portée par MANAGEM sous l'effet de la consolidation de sa production, la hausse des cours des métaux de base en particulier le cuivre et le cobalt et de l'appréciation de la parité de change USD/MAD de 9%. Dans une mesure moins importante, le secteur INGENIERIES BIENS D'EQUIPEMENTS INDUSTRIELS progresse de 10,09%.

Au bas de l'échelle, on retrouve le secteur BATIMENT MATERIAUX DE CONSTRUCTION, qui souffre d'une conjoncture délicate marquée notamment par les conséquences de l'inflation sur les marges et les volumes. L'indice est en recul de 24,01% en raison de la contre-performance de LAFARGEHOLCIM (-27,05% à 1 605 DH), CIMENTS DU MAROC (-22,63% à 1470 DH) et TGCC (-20,77% à 135 DH). MAROC TELECOM pâtit toujours d'un environnement concurrentiel compliqué et chute de 18,04% à 114,03 DH devant les SOCIETES DE PORTEFEUILLES-HOLDINGS qui perdent au passage 17,09%.



### Focus sur les résultats semestriels

Au terme de ce premier semestre marqué par des tensions inflationnistes inédites à l'échelle internationale, les sociétés cotées affichent des revenus agrégés en hausse de 15,9% à 145 Milliards de DH portés principalement par un effet prix positif. Les plus importantes progressions ont concerné le secteur LOISIRS- HÔTELS, SYLVICULTURE- PAPIER, MINES et ELECTRICITE dont les revenus ont progressé respectivement de 110%, 95%, 73% et 70%.

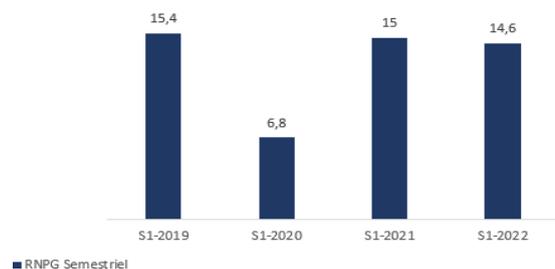


Côté résultats, l'orientation est à la baisse avec une masse bénéficiaire qui se déprécie de 2,5% à 14,6 Milliards de DH, impactée principalement par l'astreinte de MAROC TELECOM de 2,45 Milliards de DH. Retraité de cet élément, le

résultat net agrégé aurait bénéficié d'une hausse de 13,9% à 17 Milliards de DH, mais qui n'aurait toutefois pas évité une dégradation de la marge nette de 0,3 pt à 11,7%. Les meilleures performances sont attribuables au (i) secteur minier, grâce essentiellement à la prouesse de MANAGEM ayant profité de l'extension des capacités de production dans un contexte d'appréciation de la parité USD/MAD et de renchérissement des prix des métaux précieux et de base (ii) au bancaire qui a bénéficié d'une forte baisse du coût de risque de 88% à la suite des efforts de provisionnement déployés par les banques en période de crise de covid (10,7% soit 6,8 Milliards de DH).

Conjointement, les secteurs du Telecom et des Assurances ont pesé négativement sur la masse bénéficiaire agrégée sous l'effet du poids de l'astreinte de l'ANRT à l'encontre de IAM et de la forte détérioration du RNPG de SANLAM Maroc.

### Evolution de la masse bénéficiaire agrégée en Mrds de DH



### Perspectives Actions

L'analyse des rapports semestriels des sociétés cotées révèle que les perspectives du second semestre 2022 ne sont pas très positives. Suivant le discours des différents dirigeants des sociétés de la cote lors des présentations de résultat, les facteurs de risque mentionnés pour la période à venir s'articulent tous autour de l'inflation, qui, pour la plupart n'est plus transitoire. Plus grave encore, certains émetteurs ressentent désormais un ralentissement visible de la demande ces derniers mois.

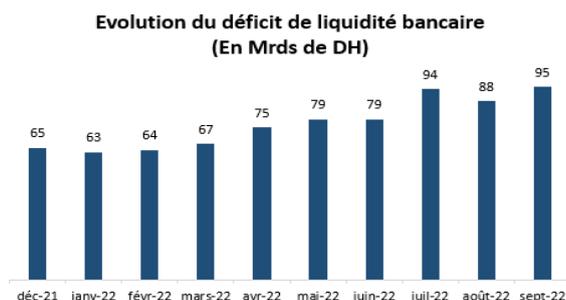
En effet, tenant compte des réalisations semestrielles des sociétés de la cote, le ralentissement de la demande ne s'est pas encore manifesté sur les revenus, ni sur les marges bénéficiaires. Ceux-ci sont restés

globalement stable au cours des six premiers mois de 2022 grâce aux performances opérationnelles des valeurs bancaires et des minières. Cependant, et compte tenu de la hausse récente du taux directeur, il est peu probable que les émetteurs maintiennent leurs marges au niveau actuel, surtout si le contexte macroéconomique se dégrade davantage suite au mauvais départ de la campagne agricole. Pour les industriels, les risques sont nombreux, ils devront faire face à une baisse potentielle de la demande et une hausse des cours du Dollar et des prix matières premières.

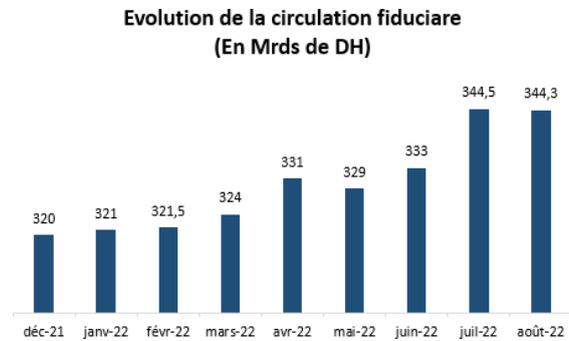
Sur un autre registre, les cours boursiers intègrent partiellement la dégradation des perspectives de croissance des résultats 2022 de la cote, en témoigne le niveau du PER marché qui ressort à 18,5 compte tenu des bénéfices estimés en 2022, contre une moyenne de 25 sur les 8 dernières années. Enfin, il convient de rappeler que le dispositif du PLF 2023 en matière de fiscalité semble compliquer davantage la situation, ce dernier risque de pénaliser la profitabilité des entreprises pâtissant déjà d'un contexte fané où l'inflation a atteint des niveaux historiquement élevés. Cette dernière devrait ressortir sur l'ensemble de l'année 2022 à 6,3% avant de revenir à 2,4% en 2023 selon Bank-Al Maghrib.

## 2- Marché Monétaire :

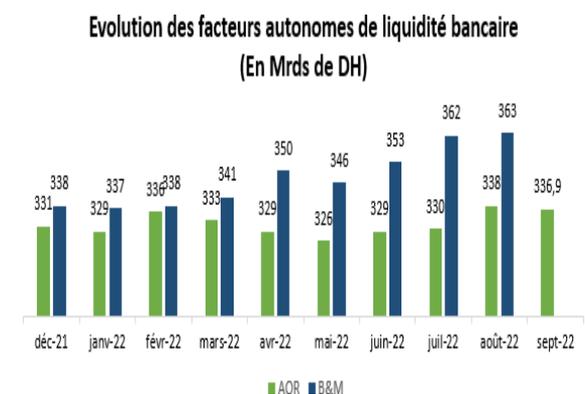
En 2022, le déficit de liquidité bancaire s'est creusé de 30 Milliards de DH sur le marché monétaire pour s'établir à fin septembre à 95 Milliards de DH principalement sous l'effet de l'évolution de la circulation fiduciaire dans un contexte où les avoirs officiels de réserve (AOR) affichent une légère amélioration de 6 Milliards de DH à 337 Milliards de DH.



S'agissant de la circulation fiduciaire, son encours a augmenté de 24 Milliards de DH pour ressortir à 363 Milliards de DH. Ainsi, son rythme d'évolution semble se normaliser après la forte accélération observée au cours de l'année 2020 avec un effet restrictif de 52 Milliards de DH à l'époque.



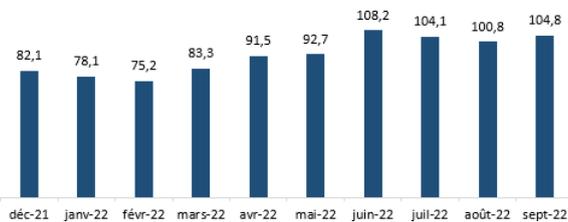
Du côté de l'autre facteur autonome de liquidité bancaire à savoir les AOR, leur encours s'est amélioré de près de 6 Milliards de DH en s'affichant à fin août à 337 Milliards de DH. En effet, le déficit de la balance des biens et services de 39 Milliards de DH a été compensé par la bonne performance des recettes de voyages, des envois MRE et des IDE. Dans le détail, la balance des voyages a généré un excédent de 27 Milliards de DH, les envois des MRE se sont améliorés de 7 Milliards de DH alors que les investissements directs étrangers se sont bonifiés de 8 Milliards de DH.



Face à cette situation, et dans le but de préserver l'équilibre du marché monétaire, la Banque Centrale a fourni de la liquidité principalement via ses avances hebdomadaires. En chiffres, l'encours global de monnaie centrale a augmenté de 22,7 Milliards de DH passant de 82.1 Milliards de DH à 104.8 Milliards de DH.

Sur un autre registre, la banque centrale lors de son dernier conseil tenu le 27 septembre dans un contexte national et international impacté par les conséquences économiques et financières de la guerre en Ukraine, a décidé de renoncer à sa politique monétaire accommodante en relevant le taux directeur de 50pbs à 2%. Ce durcissement de politique monétaire est venu d'une part contrer une inflation galopante qui a atteint des niveaux historiquement élevés (8% à fin août), et d'autre part contrôler la dépréciation du Dirham face à l'envolée du Dollar dans un contexte d'augmentation des importations principalement énergétiques et alimentaires.

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



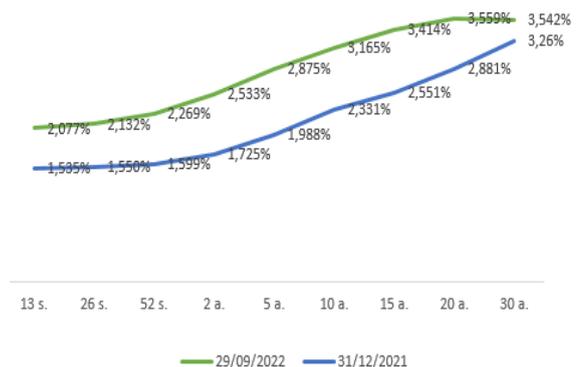
Ce changement de trajectoire de politique monétaire s'inscrit dans une dynamique internationale de resserrement de politique monétaire, et ce, indépendamment de son origine externe ou interne. Aux Etats-Unis par exemple, où l'inflation est d'origine interne : monétaire induite par la demande, la FED a relevé 5 fois successivement ses Taux Directeur en 2022, soit une hausse cumulée depuis mars 2022 de 300 PBS. La réserve fédérale compte poursuivre son durcissement monétaire au T4-2022 en dépit des risques de récession économique. Rappelons que l'inflation s'est établit à 8,3% à fin août 2022, soit son plus haut depuis plus de 40 ans.

La BCE, quant à elle, a finalement reconnu le caractère "structurel" de l'inflation en Zone Euro face à la poussée inflationniste mondiale sous l'effet de l'exacerbation de la crise énergétique en Europe. Celle-ci n'a cessé d'augmenter depuis 2021, atteignant un record de 9,1% en août 2022, soit un plus haut depuis 1997. Parallèlement, le décalage entre les politiques monétaires de la FED et de la BCE a créé des tensions visibles sur la monnaie unique qui a franchi à la baisse parité face au Dollar et

ce, pour la 1ère fois depuis la naissance de la Zone Euro. Dans ce contexte, la BCE a décidé de relever 2 fois successivement ses Taux Directeur en juillet et en septembre 2022 respectivement de 50 et de 75 PBS. En dépit des origines externes de l'inflation, la BCE devrait poursuivre son orientation en agissant sur le circuit de la Demande de crédit.

### 3- Marché Obligataire :

Pour la première fois depuis plusieurs années de détente des rendements obligataires, la courbe des taux d'intérêt semble emprunter sérieusement en 2022 un cycle haussier. Les facteurs fondamentaux qui motivent cette tendance haussière sont d'une part les pressions budgétaires matérialisées par un niveau du déficit élevé du Trésor et ce pour la troisième année consécutive, et d'autre part, le revirement de la politique monétaire de la banque centrale suite à une inflation galopante.

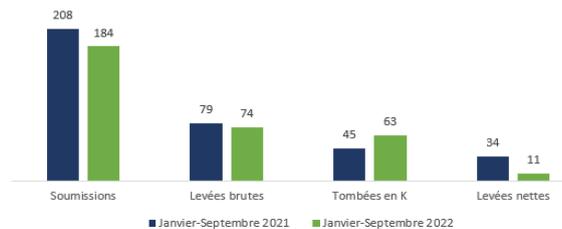


S'agissant du premier facteur à savoir la politique budgétaire, le déficit attendu en 2022 est aux alentours de 72 Milliards de DH, représentant ainsi près de 6% du Pib. A ce niveau de déficit, déjà lourd dans l'absolu, s'ajoute une enveloppe conséquente des remboursements de la dette (Interne et externe) dont le volume dépasse les 100 Milliards de DH. Cette situation est de nature à renforcer le recours du Trésor sur le marché primaire. D'autre part, le contexte des marchés à l'international marqué par des politiques monétaires restrictives pour contrer la montée des pressions inflationnistes, combiné à la hausse de la prime de risque Maroc suite à la perte de l'Investment Grade ont rendu le coût de l'endettement cher à l'international. A titre illustratif, la dette émise par le Maroc en 2020

sur la maturité 12 ans et libellée en Dollar se négocie à plus 7% sur le marché secondaire. Confronté à une telle situation, l'argentier du Royaume pourrait revoir la répartition initiale du financement de son déficit budgétaire ce qui se traduirait par un recours massif au marché interne de la dette.

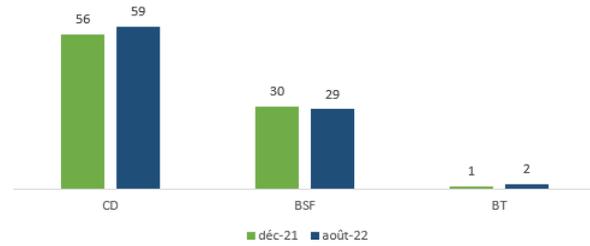
En revanche, le comportement du Trésor sur ce marché primaire des BDT sur les neuf premiers mois de l'année s'est soldé par des levées brutes de 74 Milliards de DH, soit une baisse de 5 Milliards de DH par rapport à la même période de l'année précédente. Pour cause, l'utilisation d'un solde positif des Compte Spéciaux du Trésor CST de 20 Milliards de DH dans le cadre des financements innovants a grandement participé à réduire l'ampleur des interventions du Trésor sur le marché primaire des BDT.

Evolution des levées du trésor  
(En Mrds de DH)



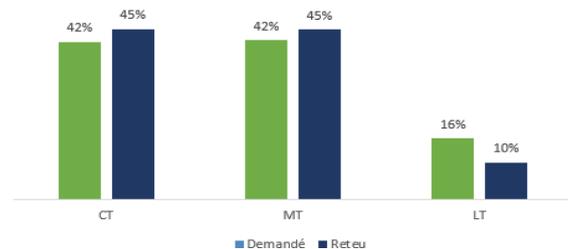
Par ailleurs, la reprise de l'activité sur le compartiment de la dette privée ainsi que l'émergence d'autres opportunités de placement pour les investisseurs, en l'occurrence les OPCI, semblent exercer un effet d'éviction au détriment de la dette publique. Dans le détail, l'encours des TCN, en légère amélioration, s'affiche à 90 Milliards de DH contre 87 Milliards de DH. Les actifs des OPCI de l'autre côté s'élèvent à 37 Milliards de DH, soit une variation annuelle de 75% à fin août.

Evolution de l'encours des TCN  
(En Mrds de DH)



En second lieu, la montée de l'inflation et les changements de la politique monétaire qui en découlent, ont poussé les investisseurs à augmenter leurs exigences en termes de rendements. D'ailleurs, la banque centrale ayant déjà procédé à un relèvement de son taux directeur de 50 PBS à 2,0% a laissé la porte ouverte à d'autres durcissements de la politique monétaire afin de contrer la poussée de l'inflation. Dans ce contexte, les investisseurs ont naturellement orienté l'essentiel de leurs soumissions vers les segments : moyen et court terme dans le but de désensibiliser leurs portefeuilles obligataires. Ces segments ont capté 84% de la demande globale. Suivant le sens de la demande, le Trésor a retenu l'essentiel de son besoin sur ces deux segments (90%).

Structure du marché primaire



Tenant compte de tous ces paramètres, la courbe a augmenté de 38 Pbs en moyenne sur le compartiment court terme, le moyen terme a connu quant à lui, une hausse significative de 46 Pbs en moyenne tandis que le long terme, moins liquide, a limité sa hausse à 25 pbs.