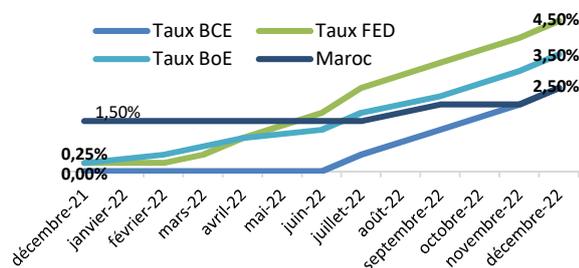


## 1- Marché obligataire :

Après le cycle baissier des taux d'intérêt observé depuis fin 2013 sous l'effet combiné d'une politique monétaire accommodante et une normalisation budgétaire ayant réduit le déficit budgétaire à des niveaux compris entre 3,5% et 4% sur la période, la courbe des taux d'intérêt a emprunté brutalement en 2022 une trajectoire haussière. Ce nouveau revirement est imputable à deux facteurs principaux en l'occurrence le durcissement de la politique monétaire et les pressions budgétaires matérialisées par un niveau élevé du déficit du Trésor pour la troisième année de suite.

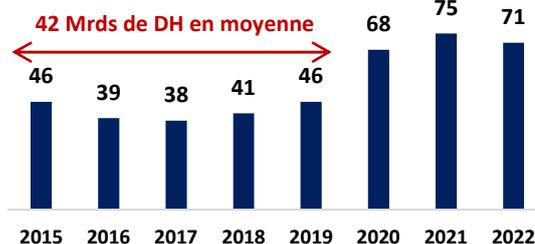
S'agissant du premier facteur, la Banque centrale a modifié la trajectoire de sa politique monétaire à l'instar de la plupart des banques centrales dans le monde. En effet, l'institut d'émission a relevé à deux reprises son taux directeur de 100 pbs au total à 2,50%. Ce durcissement de politique monétaire vient juguler une inflation galopante qui a atteint 6,6% en moyenne sur l'ensemble de l'année 2022, un niveau jamais revisité depuis les années 90 suite aux conséquences économiques et financières de la guerre en Ukraine.

**Evolution des taux directeurs en 2022**



Concernant le deuxième facteur à savoir les pressions budgétaires, la situation des finances publiques du Trésor a affiché un besoin de financement important pour la troisième année d'affilée de 71 Mrds de DH, un niveau largement supérieur à la moyenne pré-Covid19 de 42 Mrds de DH. Ainsi, pour financer son déficit budgétaire et des tombées qui dépassent les 100 Mrds de DH, le Trésor, compte tenu de la restriction des conditions de financement sur les marchés internationaux, a recouru massivement au marché interne des BDT exerçant ainsi une pression haussière tout au long de l'année 2022.

**Evolution du besoin de financement du Trésor (En Mrds de DH)**



Tenant compte de ces facteurs, la courbe des taux d'intérêt publiée par la banque centrale a connu des variations à la hausse allant en moyenne de 110 pbs pour les taux moyen terme à 147 pbs pour les taux court terme. En revanche, les taux long terme ont pris 66 pbs en moyenne.

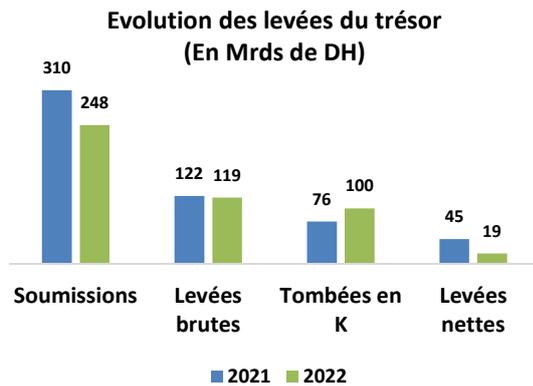
Ténor	2022	2021	Var en PBS
13 s.	3,02%	1,53%	148,21
26 s.	3,01%	1,55%	145,56
52 s.	2,97%	1,60%	136,72
2 a.	3,03%	1,73%	130,64
5 a.	2,98%	1,99%	98,77
10 a.	3,19%	2,33%	85,76
15 a.	3,41%	2,55%	86,37
20 a.	3,55%	2,88%	66,50
30 a.	3,29%	3,26%	3,11

NB : Il convient de mentionner que durant l'année 2022, la courbe des taux d'intérêt publiée par la banque centrale était en décalage important par rapport aux niveaux des taux d'intérêt des transactions BDT traitées sur le marché secondaire. Pour cause, Bank Al-Maghrib dans son algorithme de construction de la courbe des taux d'intérêt, ne tient pas compte des opérations transitées sur le marché secondaire dont la variation par rapport au dernier niveau affiché dans ladite courbe dépasse 25 pbs pour le court terme, 20 pbs pour le moyen terme et 10 à 15 pbs pour les maturités longues.

### **Offre et demande sur le marché primaire des BDT :**

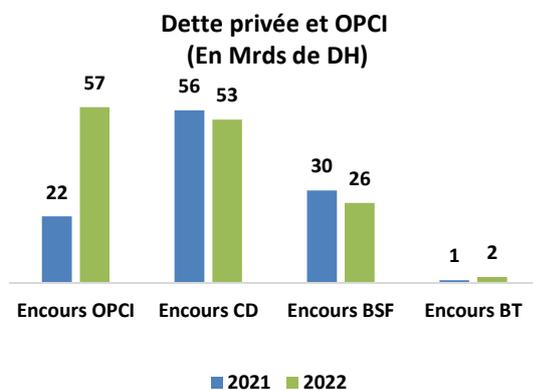
Le financement du Trésor sur le marché primaire des BDT a été mis à rude épreuve en 2022. De concret, la demande des investisseurs concentrée sur la partie courte de la courbe (52%), a connu une contraction notable de 62 Mrds de DH par rapport à 2021 pour s'établir à 248 Mrds. De leur côté, les levées brutes du Trésor ont baissé légèrement de 3 Mrds de DH à 119 Mrds de DH, soit un taux de satisfaction sur l'année de 48%. Le manque de profondeur sur le marché de la dette souveraine découle principalement des craintes des

investisseurs quant à l'orientation de la politique monétaire, induisant des exigences élevées en continu en termes de rendements auquel s'ajoute une détérioration de la liquidité bancaire et une baisse aigue des actifs OPCVM de la place. En effet ; le déficit de la liquidité bancaire s'est creusé de 30 Mrds de DH à 85 Mrds de DH et l'encours des actifs sous gestion OPCVM s'est dégradé significativement de 93 Mrds de DH à 500 Mrds de DH.



### Activité du marché de la dette privée :

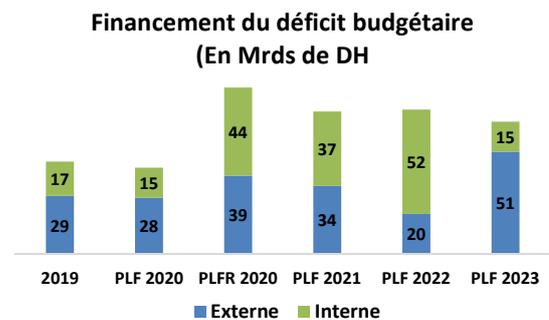
Sur le marché de la dette privée, l'activité a été freinée par un contexte du marché obligataire défavorable où les anticipations à la hausse des taux ne cessaient d'augmenter courant toute l'année 2022. Il convient de mentionner que bon nombre d'investisseurs de la place ont orienté leurs placements vers les OPCVM au détriment de la dette souveraine. Cet arbitrage s'est reflété au niveau de l'évolution remarquable de l'actif net de cet instrument qui a cru de plus de 35 Mrds de DH à 57 Mrds de DH à fin 2022. Dans une moindre mesure, les billets de trésorerie ont vu leur encours progresser légèrement de 1 Mrd de DH. En revanche, l'encours des certificats de dépôts et des bons des sociétés de financement a reculé respectivement de 3 et 4 Mrds de DH.



### Fucus sur le LF 2023 :

Comme à l'accoutumée, la fin de l'année 2022 a été marquée par le débat sur le projet de loi des finances qui intervient dans un contexte mouvementé matérialisé par une inflation galopante et structurelle, des durcissements de politique monétaire partout dans le monde, une croissance atone et une campagne agricole qui s'annonce inquiétante. Il s'agit d'une loi élaborée sur la base d'une croissance économique prévue à 4%, d'un taux d'inflation de 2% et d'un déficit budgétaire de 4,5% s'articulant autour de quatre axes principaux : le renforcement des fondements de l'État social, la relance de l'économie nationale à travers le soutien de l'investissement, la concrétisation de l'équité territoriale et le rétablissement des marges budgétaires afin d'assurer la pérennité des réformes.

Côté chiffres, le déficit budgétaire est attendu à 66 Mrds de DH, soit 4,5% du PIB contre 5,1% en 2022. Auquel s'ajoute des tombées qui dépasseront les 152 Mrds de DH (dont 143 Mrds de DH en interne), soit un besoin total brut de 218 Mrds de DH financé à hauteur de 60 Mrds de DH en externe, ramenant ainsi le besoin domestique brut à 158 Mrds de DH, soit un besoin mensuel de 13 Mrds de DH, le plus élevé depuis 2013. Par ailleurs, le financement des 66 Mrds de DH du déficit budgétaire est prévu à 15 Mrds de DH en interne et 51 Mrds de DH en externe, ce dernier est le niveau le plus haut enregistré sur la période 2019-2023.

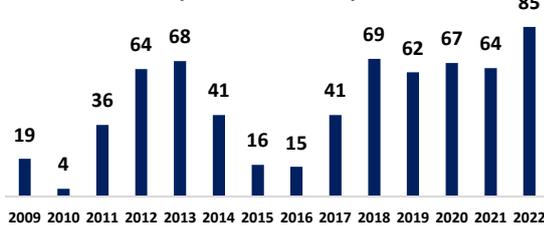


## 2- Marché monétaire :

En dépit d'une légère amélioration de l'encours des Avoirs officiels de réserve (AOR), l'année 2022 s'est caractérisée par une dégradation de la liquidité bancaire. En chiffres, le déficit de liquidité a atteint son plus haut niveau depuis plus d'une décennie en s'affichant à 85 Mrds de DH en hausse de 21 Mrds de DH par rapport à 2021. Cette dégradation est due à la hausse relativement élevée de la circulation fiduciaire qui a exercé un effet restrictif sur la liquidité bancaire. En effet, cette circulation a été à l'origine d'une ponction de 35 Mrds de DH. Au terme

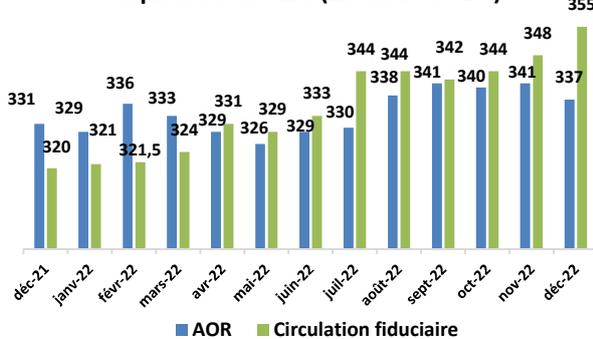
de l'année 2022, la monnaie fiduciaire s'est affichée à 355 Mrds de DH contre 320 Mrds de DH à fin 2021.

**Evolution du déficit de liquidité**  
(En Mrds de DH)



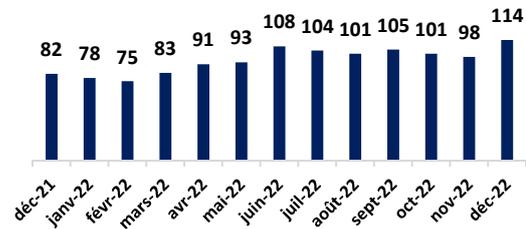
De leur côté, les Avoirs officiels de réserve, en dépit d'une balance commerciale déficitaire, ressortent en amélioration de 6 Mrds, passant de 331 Mrds de DH à 337 Mrds de DH à fin 2022. Dans le détail, le déficit commercial s'est aggravé de 41 Mrds de DH en se situant à 157 Mrds de DH sur la même période, et ce, compte tenu d'une variation plus importante des importations (+206 Mrds de DH), plombée par la facture énergétique (153 Mrds de DH), que celle des exportations (+165 Mrds de DH). En revanche, cet infléchissement a été compensé par la balance des voyages qui s'affiche en nette amélioration de 51 Mrds de DH à 75 Mrds de DH, les envois des MRE (+15 Mrds de DH à 109 Mrds de DH) et les flux des IDE (2 Mrds de DH à 21 Mrds de DH).

**Evolution des facteurs autonomes de liquidité bancaire** (En Mrds de DH)



Face à cette situation, la Banque Centrale a dû renforcer ses injections afin de rétablir l'équilibre du marché. De concret, le volume global de la monnaie centrale s'est chiffré à 114 Mrds de DH à fin 2022, marquant ainsi une hausse significative de 32 Mrds de DH par rapport à 2021.

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



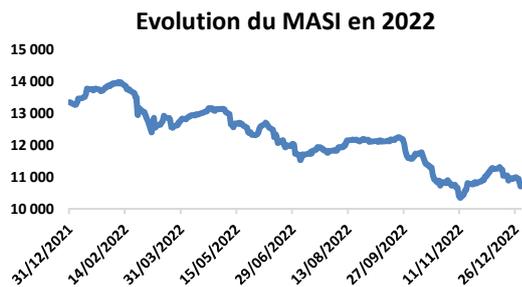
### Changement des politiques monétaires

L'année 2022 a connu un renversement brutal de la trajectoire de la politique monétaire partout dans le monde. En effet, les principales banques centrales ont adopté une politique monétaire restrictive suite à la montée en puissance de l'inflation, à l'image de la Fed qui a relevé son taux directeur de 425 pbs au total passant de 0,25% à fin décembre 2021 à 4,50%. En Europe, la BCE a également renoncé à une politique monétaire ultra-accommodante en relevant le taux de refinancement de 250 pbs à 2,50%. Le Maroc n'y a également pas échappé, le taux directeur a été relevé de 100 pbs au total à 2,50% compte tenu d'une inflation qui atteint 6,6% en moyenne en 2022.

### 3- Marché boursier :

La défiance regagne le marché boursier qui signe sa pire contre-performance depuis plus d'une décennie suite à une année de dégringolade aux lourds bilans. Une année qui avait pourtant bien commencé dans la continuité de 2021 mais qui a été vite ébranlée au fil du temps par une succession d'évènements. Ces derniers tiennent majoritairement à une croissance économique atone, une spirale inflationniste due à l'envolée des prix des énergies depuis l'éclatement de la guerre en Ukraine et enfin le relèvement de Bank Al-Maghrib du taux directeur à deux reprises de 100pb.

De concret, l'indice de toutes les valeurs cotées se voit cumuler en 2022 une contre-performance de 19,75 % à 10 720 pts après avoir progressé de 18,35% en 2021. Le bilan est encore plus prononcé du côté du baromètre des valeurs les plus actives, le MSI20, qui lâche 21,03% à 857 pts. Pour sa part, la capitalisation boursière, reflétant en grande partie l'évolution du marché, s'est rétractée de 19% à 561 Mrds de DH, soit près de 130 Mrds de DH qui sont partis en fumée en une année. Notons que cette évolution intègre l'impact du retrait de LYDEC, les augmentations de capital réalisées (près de 1,4 Mrds de DH), ainsi que les deux IPO enregistrées (AKDITAL et DISTY TECHNOLOGIES pour près de 1,4 Mrds de DH).



**Manque de dynamisme ... mais les Blues Chips en vedette !**

Le volume global de la place casablancaise a enregistré en 2022 un recul de 18% comparativement à 2021 pour se situer à 53 Mrds de DH. Cette baisse est imputable à la contraction des échanges sur les deux marchés, central et de blocs. Pour le premier représentant 60% du volume, il a reculé de 22% à 32 Mrds de DH, brassé principalement par les Blues-chips de la place. En effet, ATTIJARIWafa Bank est arrivée en tête de liste sur fond de 4,5 Mrds de DH et perd au passage 19,51% à 392 DHS. Arrive ensuite MANAGEM (+61,15% à 2530 DHS) et MAROC TELECOM (-31,88% à 95 DHS) qui ont drainé à part égale 3 Mrds de DH. Enfin, BCP (-17,78% à 231 DHS) a concentré 2 Mrds de DH.

Pour sa part, le marché de blocs a accusé un léger recul en passant de 24 à 21 Mrds de DH.

**Evolution de la volumétrie boursière (En Mrds de DH)**



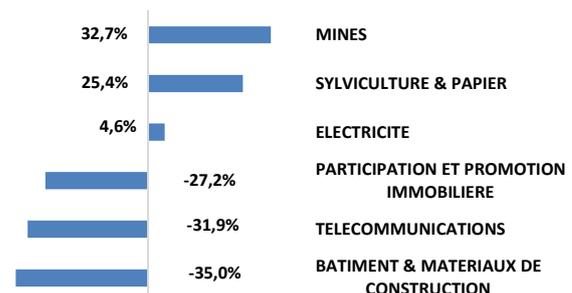
S'agissant des principaux intervenants sur le marché, les statistiques élaborées à fin septembre 2022 révèlent que la structure des investisseurs en bourse reste marquée par le poids des personnes morales domestiques. Ils ont concentré 39% des flux échangés sur le compartiment central, suivis par les OPCVM, les personnes physiques marocaines et les personnes morales étrangères avec des parts respectives de 37%, 12% et 10%. En termes de positionnement, les personnes morales marocaines ont eu une position nette acheteuse, les OPCVM ont

été vendeurs, tandis que les autres catégories ont eu une position quasi-identique à l'achat et à la vente.

**Des performances sectorielles globalement impactées !**

Au volet des performances sectorielles, 19 secteurs sur 23 de la cote ont affiché une performance négative, c'est dire le caractère quasi général de la baisse qui a ravagé la cote des valeurs.

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



Le secteur qui a le mieux performé est celui des MINES, il marque une progression de 32%, due à la spectaculaire remontée de MANAGEM qui grimpe de 61%, soit la meilleure performance de la cote. Le titre profite d'un ensemble d'éléments favorables, notamment la bonne tenue des matières premières au premier semestre et un dollar fort en plus de la dernière opération de croissance externe relative à l'acquisition d'actifs stratégiques au Sénégal, au Mali, et en Guinée auprès de la compagnie minière canadienne Iamgold. Arrive ensuite le secteur SYLVICULTURE et PAPIER avec une ascension de 25% inscrite par son unique valeur MED PAPER. Le secteur de l'ELECTRICITE s'adjuge à son tour une légère hausse de 4,57% redevable à la valeur TAQA MOROCCO, portée par la progression à deux chiffres de ses indicateurs d'activité et le taux de disponibilité de ses unités de production.

Au bas de l'échelle, l'indice BATIMENTS ET MATERIAUX DE CONSTRUCTION, secteur fortement lié à la conjoncture recule de 35% grevé par la baisse de CIMENTS DU MAROC (-32,63%) et de LAFARGEHOLCIM (-38,64%) évoluant toutes les deux dans un contexte de hausse des prix des intrants et une baisse de la consommation du ciment. L'indice TELECOMMUNICATIONS représenté par IAM se rétracte pour sa part de 31%, laquelle valeur fragilisée par un environnement concurrentiel accru. Dans le même ordre de grandeur, et sous l'effet du plongeon en bourse de DOUJA PROM ADDOHA (-40,81%) et RESIDENCE DAR SAADA (-34,55%), l'indice PARTICIPATION ET PROMOTION IMMOBILIERES se rétracte de 27,15%.