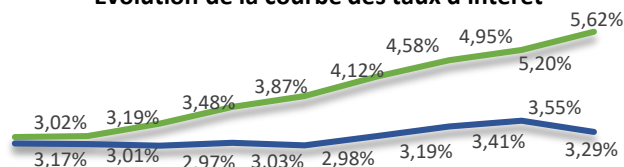


1- Marché obligataire :

A l'image de la tendance observée sur les marchés internationaux, les taux d'intérêt ont poursuivi au Maroc leur correction haussière durant le premier trimestre 2023. Les facteurs derrière cette tendance sont, d'une part, la poursuite de la normalisation de la politique monétaire matérialisée par trois relèvements successifs du taux directeur dans un contexte inflationniste inédit.

Et de l'autre, une situation des finances publiques, certes en amélioration par rapport à l'année 2022, mais qui impose des défis majeurs à l'Argentier de l'Etat en termes de financement de son déficit budgétaire 2023 relativement élevé pour la 4^{ème} année d'affilée.

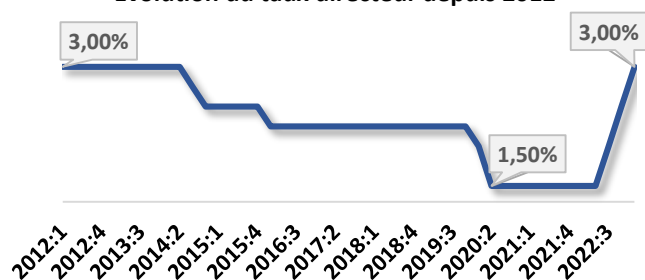
Evolution de la courbe des taux d'intérêt



13 s. 26 s. 52 s. 2 a. 5 a. 10 a. 15 a. 20 a. 30 a.
 — 31/03/2023 — 30/12/2022

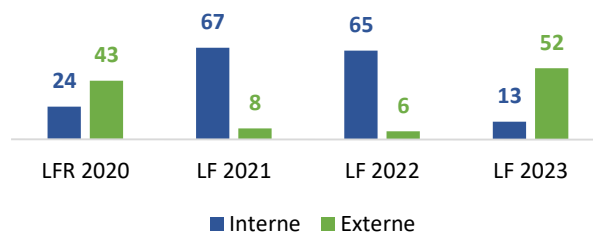
En effet, à l'instar des principales banques mondiales, Bank Al-Maghrib a maintenu sa politique monétaire restrictive adoptée depuis septembre 2022 en cumulant une hausse du taux directeur de 150 pbs à fin mars 2023 à 3%. Ce resserrement continu dans un contexte où l'inflation s'est élevée à 8,2% fin mars à en glissement annuel, tirée principalement par un net accroissement de l'indice des produits alimentaires de 16%. Une inflation qui semble être structurelle tenant compte de son origine local sous l'effet de la sécheresse aigue qui frappe le Maroc de plein fouet ces dernières années.

Evolution du taux directeur depuis 2012



S'agissant du deuxième facteur lié aux besoins de financement du Trésor, il est à signaler que ce dernier devrait maintenir une forte présence sur le marché domestique et ce en dépit d'un financement net du déficit majoritairement orienté vers l'externe. En effet la LF2023 prévoit des levées nettes de 52 Mrds de DH contre seulement 13 Mrds de DH en local. Cette situation s'explique essentiellement par l'importance des tombées en capital au titre de l'année 2023 qui se chiffrent à plus de 150 Mrds de DH. Ces tombées résultent de la politique de financement du Trésor au cours de 2022 qui a été axée sur la partie courte de la courbe.

Evolution du financement interne et externe du Trésor (En Milliards de dhs)

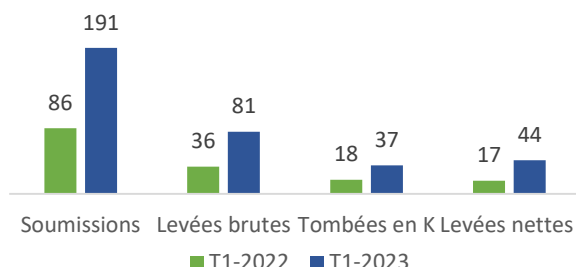


A cet effet, après deux années d'absence sur le marché international de la dette, le Royaume a réalisé une première sortie au mois de mars de l'année en cours d'un montant de 25 Mrds de DH. Cette levée en externe a été facilitée par la sortie récente du Maroc de la liste grise de blanchiment d'argent et de financement du terrorisme du GAFI (Groupe d'Action Financière), ayant également, entre autres, conforté et soutenu le Royaume pour l'obtention d'un accord de deux ans au titre de la ligne de Crédit Modulable (LCM) auprès du FMI.

Marché primaire de BDT :

Concernant le marché primaire de la dette souveraine, il a observé une dynamique prononcée au titre du premier trimestre de l'année 2023. En effet, le Trésor a dû solliciter de manière plus impérieuse le marché interne pour faire face à des tombées en capital importantes qui sont de l'ordre de 150 Mrds de DH dont 40 Mrds de DH prévu uniquement pour le mois d'avril. Ainsi, les levées de l'argentier ont totalisé 81 Mrds de DH à fin mars en hausse significative de 45 Mrds de DH par rapport à la même période un an auparavant.

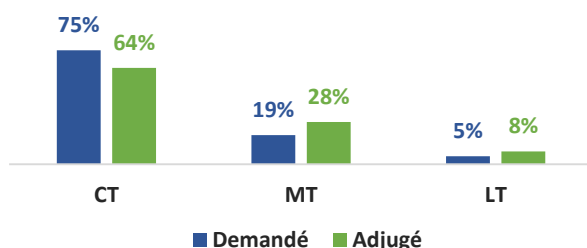
**Activité du marché primaire des BDT
(En Mrds de DH)**



Ce renforcement des levées a été rendu possible grâce à une nette amélioration des soumissions qui ont atteint 191 Mrds de DH, en accroissement de 105 Mrds de DH par rapport au premier trimestre 2022. Cette évolution est redevable aux (i) processus de hausse et de normalisation de la courbe des taux d'intérêt entamé à partir du 06 janvier par le Trésor via des levées sur différentes maturités avec les niveaux du marché secondaire et dans une moindre mesure aux (ii) opérations de rachat de BDT effectuées par BAM auprès des banques de la place (OPEN MARKET) pour leur donner de la marge pour soumissionner sur le marché primaire des BDT portant sur un volume de 16,4 Mrds de DH.

Concernant la répartition des levées BDT du Trésor, elle a concerné majoritairement les maturités courtes, les moins sensibles aux variations des taux d'intérêt, soit 64% du total levé. Le moyen terme s'est accaparé, quant à lui 28% du montant adjudgé en lien notamment avec ledit processus de normalisation de la courbe des taux d'intérêt et ce, en vue de refléter les niveaux réels de cotation des BDT sur le marché secondaire. Enfin, le long terme a représenté 8% des levées malgré une faible demande des investisseurs qui a représenté 5% seulement des soumissions.

Structure du marché primaire des BDT



Tenant compte de tous ces éléments, la courbe des taux d'intérêt a continué sur sa tendance haussière entamée en 2022, le court terme a pris 147 pbs en moyenne, le moyen terme a rebondi de sa part de 110 pbs, tandis que le long terme s'est hissé de 66 pbs.

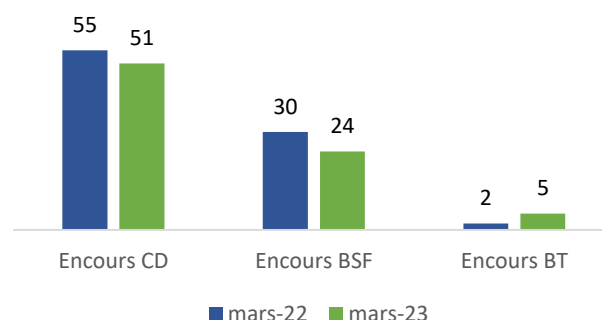
Date	Mars 2023	06/01 2023	Fin 2022	Var (en Pb) Janv 2023/ fin 2022	Var (en Pb) Mars 2023/ Fin 2022
13 s.	3,17%	3,17%	3,02%	15	15
26 s.	3,19%	3,35%	3,01%	34	18
52 s.	3,48%	3,54%	2,97%	57	51
2 a.	3,87%	3,69%	3,03%	66	84
5 a.	4,12%	3,90%	2,98%	92	114
10 a.	4,58%	4,21%	3,19%	102	139
15 a.	4,95%	4,50%	3,41%	109	154
20 a.	5,20%	4,75%	3,55%	120	165
30 a.	5,62%	5,20%	3,29%	191	233

Marché TCN et OPCI

L'activité sur le marché des Titres de Créances Négociables (TCN) a baissé au premier trimestre 2023, en témoigne l'encours des BSF qui s'est établi à 24 Mrds de DH en chute de 20% par rapport à la même période en 2022. De leur côté, l'encours des Certificats de Dépôt (CD) ressort lui aussi en légère baisse de 4 Mrds de DH à 51 Mrds de DH. En revanche, l'encours des Billets de Trésorerie BT s'est amélioré de 3 Mrds de DH par rapport au premier trimestre 2022 pour ressortir à 5 Mrds de DH.

Sur un autre registre, et d'après les dernières statistiques disponibles, l'actif net des Organismes de Placement Collectif en Immobilier OPCI a continué de progresser en s'améliorant de plus de 167% à 61 Mrds de DH par rapport à fin mars 2022.

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



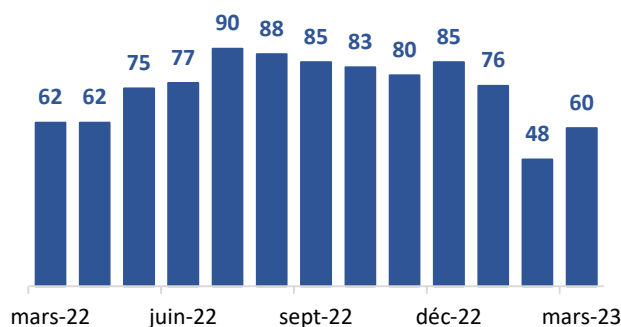
NB : Il convient de signaler qu'au niveau de la valorisation des titres de créances par les opérateurs du marché financier, le comité de suivi de la courbe de référence des BDT a adopté une nouvelle méthodologie de calcul de ladite courbe au 21 mars 2023. Cette nouvelle courbe est désormais établie sur la base des critères suivants : (i) les opérations du Trésor sur les marchés primaire et secondaire, (ii) les

opérations réalisées par BAM sur le marché secondaire par voie d'appel d'offres, (iii) les transactions exécutées sur la plateforme électronique et (iiii) les cotations fermes de la journée affichées par les banques IVT au niveau de la plateforme électronique.

2- Marché monétaire :

Le marché monétaire semble se rattraper après une nette dégradation du déficit de la liquidité en 2022. En effet, sur les trois premiers mois de l'année en cours, ce déficit s'est nettement amélioré pour ressortir à 60 Mrds de DH en baisse de 25 Mrds de DH par rapport à fin 2022 grâce principalement à une accrue significative des Avoirs Officiels de Réserves (AOR).

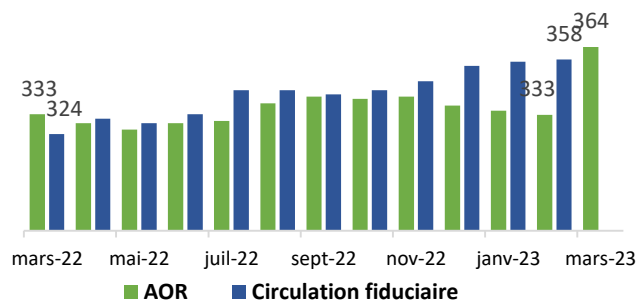
Evolution du déficit de liquidité bancaire
(En Mrds de DH)



En effet, les AOR se sont affichés à 364 Mrds de DH en hausse de 27 Mrds de DH par rapport à fin 2022. Cet effet expansif est redevable à la levée récente du Trésor à l'international de 25 Mrds de DH, une première depuis 2020. A cet effet, et en plus des fortes levées réalisées au marché primaire des BDT sur les deux premiers mois de l'année, le Trésor a renforcé ses interventions sur le marché monétaire via ses placements d'excédent de trésorerie. L'encours quotidien de ses placements s'est nettement bonifié en frôlant un niveau de 50 Mrds de DH.

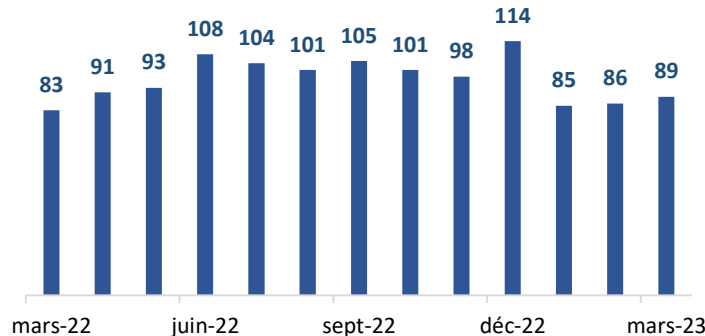
Du côté de l'autre facteur autonome de liquidité à savoir la circulation de la monnaie fiduciaire, son effet restrictif semble se limiter à 3 Mrds de DH. D'après les derniers chiffres disponibles à fin février, la circulation fiduciaire s'est affichée à 358 Mrds de DH.

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



Dans ce contexte, les banques de la place ont revu naturellement à la baisse leur demande de cash auprès de la Banque Centrale. En chiffres, l'encours de la monnaie centrale est ressorti en baisse significative de 25 Mrds de DH à 89 Mrds de DH par rapport à 2022.

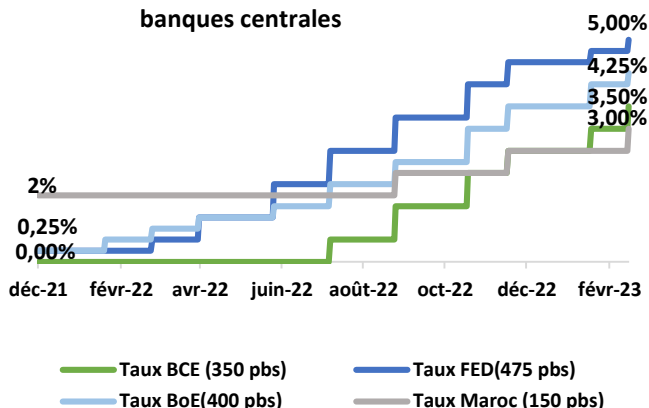
Evolution des interventions de la Banque Centrale (En Mrds de DH)



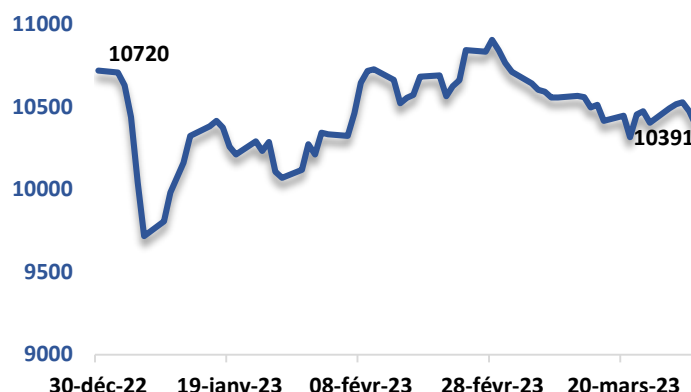
Poursuite du durcissement monétaire...

Bank Al-Maghrib continue de durcir le ton quant à l'orientation de sa politique monétaire en augmentant davantage son taux directeur. En effet, lors de sa première session de l'année 2023 tenu le 21 mars, BAM a rehaussé pour la troisième fois successive son taux directeur de 50 pbs à 3%, soit le plus haut niveau depuis 2014, accumulant ainsi une hausse de 150 pbs depuis septembre 2022. L'objectif étant de faire revenir l'indice des prix à la consommation à des niveaux en ligne avec l'objectif cible de stabilité des prix. A l'échelle internationale, le BCE a également relevé son taux directeur de 50 pbs à 3,50% en mars 2023, soit un cumul de 350 pbs depuis juillet 2022. La Fed de son côté a opté pour une hausse plus modérée d'un quart point de base. Son principal taux directeur se situe désormais dans une fourchette de 4,75 à 5,00%, un plus haut niveau depuis 2006.

Evolution des Taux directeur dans banques centrales



Evolution du MASI depuis le début d'année



3- Marché Boursier :

Dans le prolongement de l'année 2022, le marché boursier a continué de pâtir, durant le premier trimestre, de l'état de méfiance des investisseurs, en témoigne le faible niveau des volumes traités. En l'absence de vrais catalyseurs pour la place casablancaise, cette dernière a achevé logiquement le premier trimestre 2023 en territoire négatif avec -3,07%. Cette contreperformance s'est inscrite dans une période de publication des résultats annuels 2022 globalement positifs malgré un contexte macroéconomique difficile trop affecté par la spirale inflationniste, la hausse des taux d'intérêt qui en a découlé ainsi que la contraction attendue de la demande.

Cette situation a été de nature à entraîner une révision à la baisse des niveaux de valorisation des sociétés cotées et réduire davantage l'attractivité des rendements offerts par le ratio dividende par action. A titre d'exemple : le rendement du BDT 5 ans est passé à 4,2% contre un D/Y estimé à 4,3% pour l'année 2023 soit un écart négatif de 10 pbs.

Côté chiffres, le MASI a lâché 3,07% en se situant à 10 391 pts à fin mars tirant dans son sillage l'indice des valeurs les plus liquides, le MASI 20 qui a lâché 2,96% à 832 pts. Cette situation s'est reflétée aussi au niveau de la capitalisation boursière qui a baissé de plus de 19 Mrds de DH depuis le début de l'année et de près de 126 Mrds de DH par rapport à la même période de l'année précédente.

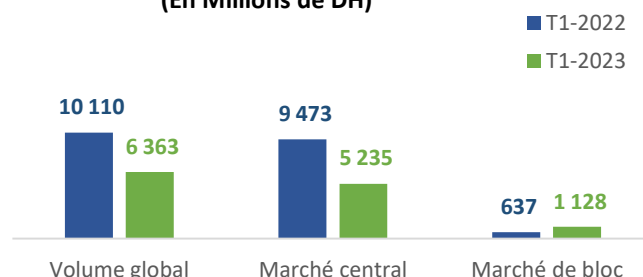
Volume des échanges en baisse... porté par les grosses capitalisations

De son côté, le volume global traité en bourse sur le premier trimestre 2023 est ressorti en baisse de 37%, soit moins de 4 Mrds de DH par rapport à la même période de l'an dernier. Ce repli est expliqué principalement par une nette décrue des échanges au niveau du marché central qui se sont affichés en baisse de 45% à 5 Mrds de DH.

Les trois grandes capitalisations ont été les valeurs les plus actives à l'image de Attijariwafa Bank qui a concentré 984 Millions de DH et a terminé le trimestre en hausse de 1,07% à 396,15 DHS. Suivie par Maroc Telecom sur fond de 890 MDH et dégringole de 10,53% à 85 DHS. Arrive en troisième position la BCP sur un volume de 457 Millions de DH et lâche au passage 1,73% à 227 DHS.

De leur côté, les échanges sur le marché de blocs ont totalisé 1,12 Mrds de DH à fin mars 2023, en amélioration notable de 77% par rapport à la même période une année auparavant.

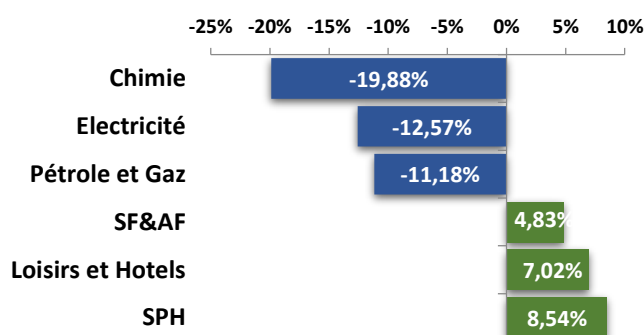
Evolution du volume des échanges (En Millions de DH)



Performances sectorielles

Sur le plan des performances sectorielles, seuls 8 secteurs sur 23 sont parvenus à tirer leur épingle du jeu, à leur tête le secteur « Sociétés de portefeuilles-Holdings (SPH) » porté par la croissance de Zellidja de près de 17%. Le palmarès est complété par le secteur « Loisirs et Hôtels » représenté par son unique valeur RISMA, suivi par le secteur « Sociétés de financement et autres activités financières (SF&AF) » porté par une hausse significative de près de 12% de la valeur SALAFIN.

Sur la rive opposée, le secteur de la « Chimie » accuse la plus forte baisse de près de 20% due principalement à un fort repli de SNEP de près de 22% en lien avec une baisse aigue de ses bénéfices et ce, dans un contexte marqué par le renchérissement des prix de l'ensemble des intrants couplé aux pertes liées au change. Arrive ensuite le secteur de « l'électricité » représenté par Taqa Morocco qui régresse de 12,6%. Enfin, pâtissant d'une conjoncture défavorable sur le marché international de l'énergie, le secteur « Pétrole et Gaz » a cédé 11,2%.



Focus résultats 2022

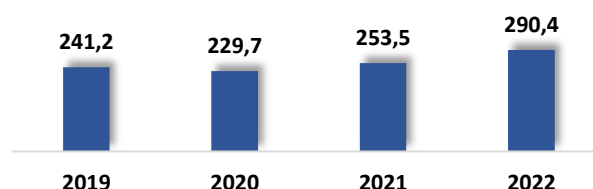
Les sociétés de la cote ont affiché des réalisations financières globalement positives au titre de l'année 2022 et ce, en dépit d'un contexte peu favorable marqué par une dégradation de l'activité économique suite aux répercussions de la mauvaise campagne agricole et aux pressions inflationnistes inédites ayant engendré une baisse de la consommation à partir de T4-2022.

En effet, les revenus de la cote ont connu une augmentation de 13,8% au titre de l'année 2022 pour atteindre un total de 290,4 Mrd de DH. Cette hausse a été largement stimulée par un effet prix suite au renchérissement des prix des matières premières et des autres intrants. Cependant, il est à signaler que l'accroissement du chiffre d'affaires a été atténué d'une part par la forte appréciation du dollar par rapport à l'euro influant négativement sur le taux de change du MAD et de l'autre, par un ralentissement de la demande intérieure compte tenu de l'inflation.

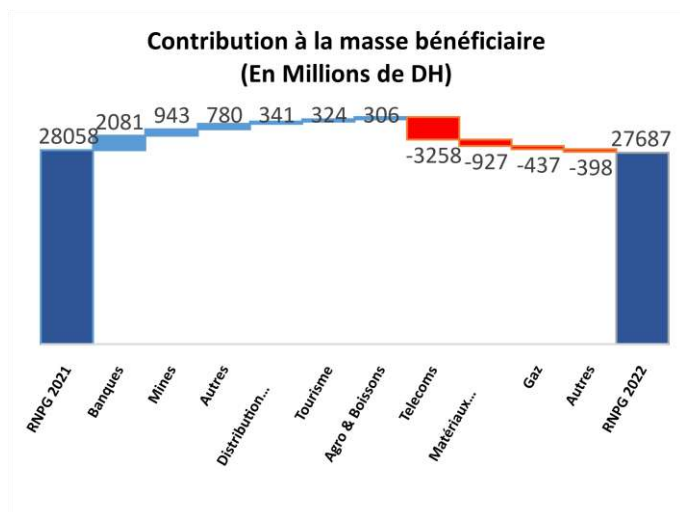
Dans le détail, la progression des revenus globaux des sociétés de la cote est redevable en premier lieu au secteur « Pétrole et gaz » dont le chiffre d'affaires progresse de 9,2 Mrds de DH par rapport à 2021 soutenue par TotalEnergie Maroc et Afriquia Gaz dont les ventes ont connu une progression respective de 7 Mrds de DH et de 2,4 Mrds de DH. Arrive ensuite, le secteur de « l'électricité » via son unique valeur, Taqa Morocco qui enregistre une accrue de 5,8 Mrds de DH à 14 Mrds de DH sous l'effet de la hausse des prix du charbon et de l'amélioration du taux de disponibilité.

Et enfin, le secteur de « l'agroalimentaire » qui a bondi de 4,4 Mrds de DH à 22 Mrds de DH, largement motivé par Lesieur Cristal qui voit ses revenus se hisser de 2 Mrds de DH par rapport à 2021 en raison notamment de la hausse des prix des huiles et de la bonne dynamique commerciale des différentes activités du Groupe que ce soit au Maroc ou en Afrique.

**Evolution du CA annuel de la cote
(En Mrds de DH)**



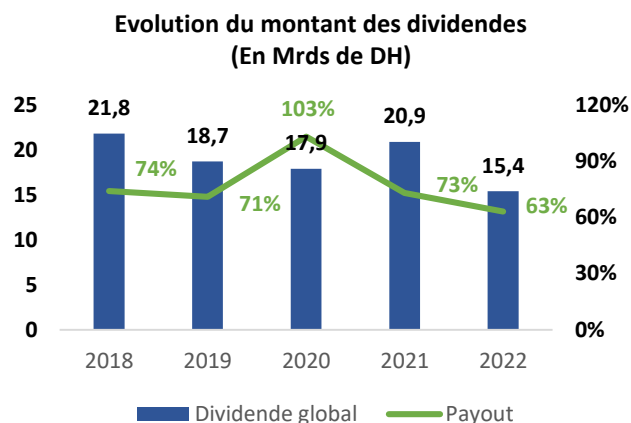
De son côté, la masse bénéficiaire est ressortie en baisse de 1,4% en se situant à 28 Mrds de DH par rapport à 2021, pénalisée principalement par des éléments non récurrents chez Maroc Telecom liés à l'astreinte de 2,45 Mrds de DH due à l'ANRT et au contrôle fiscal d'un montant de 618 Millions de DH. Traité de ces éléments, la masse bénéficiaire de la place devrait s'afficher en hausse de 13%.



Les bancaires s'adjugent la première place au palmarès des secteurs ayant marqué une forte progression de leurs bénéfices. Ces derniers qui reviennent aux niveaux d'avant Covid-19 se sont bonifiés de 2,1 Mrds de DH à 12,4 Mrds de DH grâce à la bonne gestion du coût du risque.

Les minières arrivent en deuxième position avec une amélioration de 943 MDH à 1,9 Mrds de DH stimulée principalement par Managem qui profite d'un ensemble d'éléments favorables, notamment la bonne tenue des prix des matières premières, un dollar fort et enfin l'amélioration de sa capacité de production.

Dans ce contexte, la masse des dividendes des sociétés cotées est ressortie en baisse de 14% à 15,4 Mrds de DH au titre de l'année 2022. Cette évolution s'explique par le changement de la politique de distribution des dividendes, en témoigne la baisse du Ratio Pay Out à 63% en 2023 contre 73% un an plus tôt. Cette situation a été davantage accentuée par le recul de la capacité bénéficiaire de 1,4% en lien avec Maroc Telecom qui a liquidé une astreinte de 2,45 Mrds de DH et du Ciments du Maroc dont la capacité bénéficiaire a fortement reculé (-25%).



Au final, le premier distributeur de dividendes de la place est désormais AttijariWafa Bank avec une enveloppe de 3,3 Mrds de DH soit 22% du total, suivie par Maroc Telecom avec près d'un montant de 2 Mrds de DH distribué au lieu de 4 Mrds de DH une année auparavant, portant ainsi sa part de 24% à 13%.

