

## 1- Marché boursier :

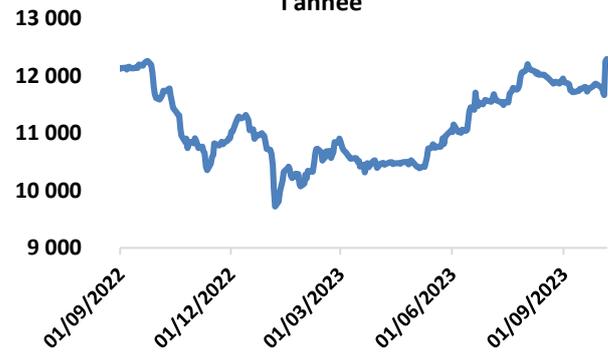
Après une année 2022 compliquée, la bourse de Casablanca à l'entame du dernier trimestre 2023 semble se diriger pour clôturer l'année sur une performance positive pour son indice de référence le MASI. Pourtant, l'année avait très mal débuté sous les effets de la normalisation de la courbe des taux d'intérêt du marché obligataire (alignement des taux à la hausse) sur la place casablancaise qui a glissé de 9,35% au bout de la première semaine de l'année. Ce n'est qu'après quelques semaines, que l'indice MASI a connu un mouvement haussier dopé par plusieurs news positives notamment la sortie du Maroc de la liste grise du GAFI et l'approbation par le FMI de la Ligne de Crédit Modulaire. Ensuite, il y'a eu une accélération de l'indice sous le coup à la fois (i) des réalisations annuelles et semestrielles globalement satisfaisantes des sociétés de la cote et de (ii) la stabilité voire la légère détente de la courbe des taux à la suite de la décision de la banque centrale en juin de marquer une pause dans sa politique de relèvement du taux directeur.

Dans le détail, les résultats annuels et semestriels ont démontré la résilience des émetteurs de la cote à la baisse de la consommation, conséquence directe d'une inflation sans précédent. En effet; les entreprises de la cote ont dégagé un bénéfice net récurrent de 31,3 Mrds de DH en amélioration de 8% par rapport à 2022. Au premier semestre 2023, le même agrégat affiche une hausse de 2,4% par rapport au S1-2022.

Conjointement à cela, les taux obligataires ont affiché une nette détente depuis le mois d'avril. A titre d'illustration, le taux BDT 10 ans a connu une baisse de 50 Pbs sur la période allant d'Avril à Septembre pour se stabiliser autour de 4.15%, expliquant l'accélération haussière du MASI sur la période.

In fine, l'indice de la bourse de Casablanca clôture les neuf premiers mois de l'année à 11.865 points, soit une performance depuis le début de l'année de 10,68%. L'indice des valeurs les plus actives, le MASI 20, a progressé de 12,15% pour atteindre 962 points.

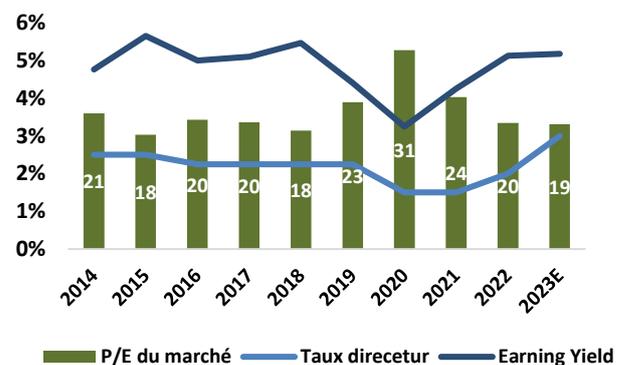
**Evolution du MASI depuis le début de l'année**



Compte tenu de l'augmentation du taux directeur désormais de 3%, ce qui rend les rendements sans risque dans « l'absolu » intéressants, et de la performance positive du marché des actions, le différentiel entre le «Earning Yield\*», et le taux directeur est de 2,2%, un écart des plus bas sur les 10 dernières années, il apparaît que le marché boursier devient assez cher comparativement aux autres actifs financiers.

*\*Earning Yield est l'inverse du P/E, indicateur utilisé pour comparer le rendement d'un indice avec le rendement d'autres investissements, dans notre cas au taux directeur.*

**Comparaison "Earning Yield Ratio" VS taux directeur**



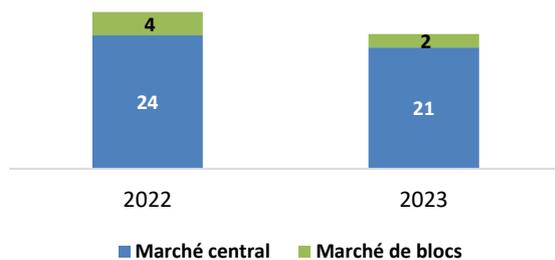
### **Baisse des transactions boursières**

Sur le plan des échanges, la performance du MASI s'est faite sur des volumes en baisse comparativement à l'année précédente. Le volume total des transactions, englobant à la fois le marché central et le marché de blocs, a diminué de 14 % par rapport aux neuf premiers de 2022 pour atteindre 27,8 Mrds de DH.

Une baisse imputée en grande partie au repli du flux transactionnel sur le marché de blocs de 42% à 2,4 Mrds de DH et dans une moindre mesure à une chute de 9% sur le marché central à 21,5 Mrds de DH.

Parmi les valeurs les plus actives, on retrouve ATTIJARIWafa BANK en tête avec un volume de transactions de 3 Mrds de DH. Elle a clôturé le mois de Septembre sur une hausse de 16,3%, soit 456 DHS. En deuxième position, la valeur IAM, particulièrement volatile, a totalisé durant la période un volume de 2,5 Mrds de DH et a enregistré une hausse de 6,3 % pour atteindre 101 DHS. Enfin, la bancaire BCP s'est placée en troisième position en réalisant un volume de transactions de 1,8 Mrds de DH. La valeur a vu au passage son cours augmenter de 10,4% à 255 DHS l'action.

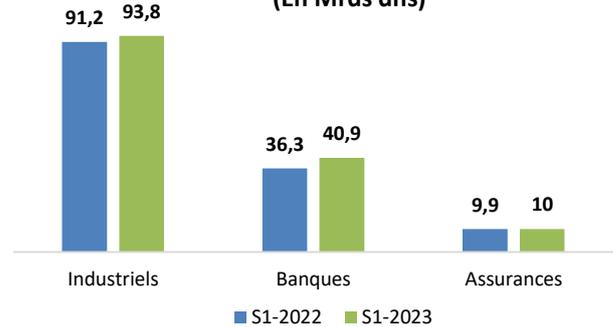
**Evolution des échanges par compartiment  
en Mrds DH**



### Réalisations des sociétés de la cote au premier semestre 2023

En ce qui concerne les publications semestrielles, les revenus totaux des entreprises cotées à la Bourse de Casablanca ont connu une amélioration de 5,2% atteignant 145 Mrds de DH. Cette progression est principalement due à la performance positive du PNB des valeurs bancaires, qui a augmenté de 12,5 % atteignant 41 Mrds de DH, et dans une moindre mesure, à la hausse du chiffre d'affaires des entreprises industrielles, qui est ressorti en amélioration de 2,8 % atteignant 94 Mrds de DH. Cependant, bien que les revenus des entreprises industrielles aient augmenté sur l'ensemble du premier semestre, cette augmentation a été moins marquée au cours du deuxième trimestre de l'année, ce qui indique un ralentissement de l'activité commerciale.

**Evolution des revenus des secteurs cotés  
(En Mrds dhs)**



Sur la partie exploitation, la performance opérationnelle récurrente globale du secteur industriel affiche une tendance négative, avec un REX agrégé en baisse de 5,2 % atteignant 15,3 Mrds de DH au cours du premier semestre 2023. Cette baisse est notamment due à :

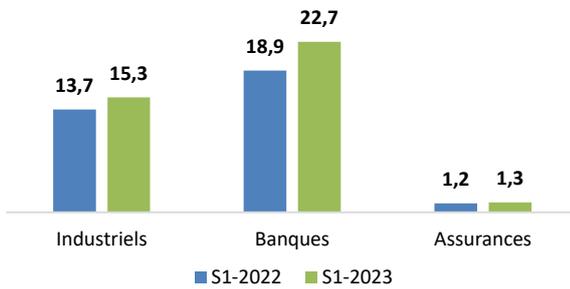
- La dégradation du résultat opérationnel de MANAGEM, qui a connu une baisse de 51 %, atteignant 643 MMDHS au premier semestre 2023. Cette diminution est due à un effet négatif des prix en raison de la forte baisse des cours des métaux de base et à la baisse marquée de la production d'or de la mine TRI-K au cours du premier semestre 2023 en raison de la suspension des activités au Soudan.

- Le repli du résultat d'exploitation de TOTALENERGIES de 65 %, atteignant 175 MMDHS, en raison d'un impact négatif des stocks lié à la baisse des cours internationaux des produits pétroliers.

- Et enfin, à la dégradation du résultat opérationnel de LESIEUR CRISTAL de 78 % par rapport à l'année précédente, atteignant 89 MMDHS, principalement en raison de la réduction des marges.

En ce qui concerne les valeurs bancaires, elles ont enregistré une augmentation significative de leur RBE s'élevant à 22,8 Mrds de DH, soit une hausse de 21%. Cette performance est principalement due à une excellente progression de leur Produit Net Bancaire, combinée à une gestion maîtrisée des charges générales d'exploitation, avec une augmentation de seulement 3,7%. Cela a conduit à une amélioration du coefficient d'exploitation qui est passé à 44,3% comparé à 48,4% au premier semestre 2022.

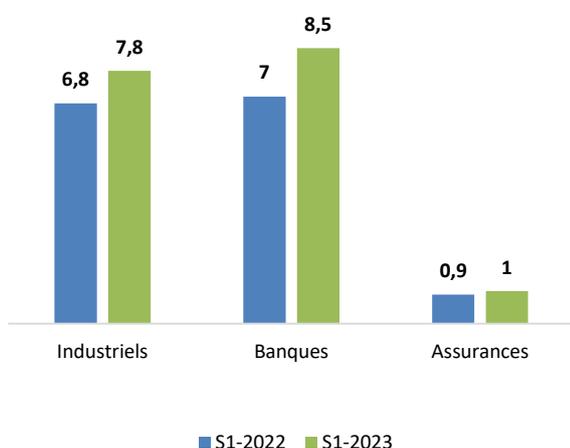
**Evolution du Résultat d'exploitation  
des secteurs cotés (En Mrds dhs)**



Sur le plan des résultats et compte tenu de l'effet mécanique induit par la non-réurrence de la provision d'IAM, la capacité bénéficiaire des sociétés industrielles affiche une progression de 14% à MAD 7,8 Mrds de DH. Retraité de cet élément exceptionnel, leur RNPG aurait reculé de 16% impacté principalement par :

- MANAGEM dont la capacité bénéficiaire accuse une baisse de 75% à 305 MMDHS sous l'effet combiné du repli de ses revenus et du retrait du résultat financier qui creuse son déficit à 266 MMDHS ;
  - TOTALENERGIES MARKETING MAROC dont le RNPG se contracte de 70% à 97 MMDHS ;
  - TAQA MOROCCO qui enregistre un RNPG en repli de 24% à 458 MMDHS.
- Le RNPG des bancaires progresse lui de 21% à 8,5 Mrds de DH en raison essentiellement de la forte hausse du PNB ayant permis de compenser l'alourdissement du coût du risque (7 Mrds de DH).

**Evolution du RNPG des secteurs cotés  
En Mrds dhs**



## 2- Marché obligataire :

A l'instar de l'an précédent, la volatilité s'est encore une fois emparée des taux d'intérêt au cours des neuf premiers mois de l'année 2023. Ces derniers ont naturellement poursuivi leur trend haussier traduisant ainsi l'envolée de l'inflation et le durcissement monétaire qui en a découlé.

Ténor	sept.-23	2022	2021	Var YTD 2023	Var 2022/2021	Var 2023/2021
13 s.	3,04%	3,02%	1,53%	2	149	151
26 s.	3,10%	3,01%	1,55%	9	146	155
52 s.	3,29%	2,97%	1,60%	32	137	169
2 a.	3,48%	3,03%	1,73%	45	130	175
5 a.	3,77%	2,98%	1,99%	79	99	178
10 a.	4,17%	3,19%	2,33%	98	86	184
15 a.	4,58%	3,41%	2,55%	117	86	203
20 a.	4,90%	3,55%	2,88%	135	67	202
30 a.	5,44%	3,29%	3,26%	215	3	218

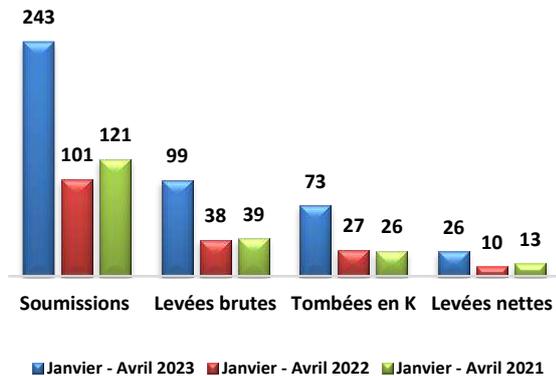
Sur le registre des finances publiques, l'année 2023 s'annonçait plutôt compliquée pour l'argentier du Royaume. Ne serait-ce que sur le plan des remboursements des échéances internes dont l'encours frôlait les 200 Mrds de DH, soit une moyenne mensuelle de plus de 16 Mrds de DH d'interventions brutes sur le marché primaire des Bons du Trésor. A cela s'ajoute, bien entendu, le déficit budgétaire qui se chiffre selon la loi des finances 2023 à 66 Mrds de DH.

Ainsi, entre les durcissements monétaires avec un taux directeur attendu en hausse par la quasi-totalité des investisseurs, et les éventuelles difficultés que pourraient rencontrer le Trésor dans le financement de son déficit et le remboursement de ses tombées, la courbe secondaire des taux s'est orientée à la hausse. Mais d'une manière globale, on peut scinder la période des neuf premiers mois de l'année 2023 en deux sous périodes d'évolution des taux d'intérêt :

La première période s'est étalée sur les quatre premiers mois de l'année et a été marquée par une forte hausse des taux d'intérêt. Une évolution qui est justifiée d'un côté par la persistance d'un contexte inflationniste devant naturellement conduire la Banque Centrale à

relever son taux directeur en mois de Mars. De surcroît, l'argentier du Royaume a adopté un rythme soutenu des levées surtout durant les mois de Janvier et Février, ce qui a amplifié davantage la hausse des taux d'intérêt.

**Evolution des levées nettes du Trésor**  
**Janvier - Avril - En Mrds de DH**



En chiffres, au cours des quatre premiers mois, le Trésor a retenu près de 100 Mrds de DH au titre des séances primaires contre seulement des montants de 38 et 39 Mrds de DH respectivement en 2022 et 2021. Certes, cette tendance haussière a été atténuée par la présence d'une demande importante sur les titres souverains qui a atteint 243 Mrds de DH contre 101 et 121 Mrds de DH en 2022 et 2021. Au final, le court terme a augmenté en moyenne de 25 pbs, le moyen terme, quant à lui s'est hissé de 102 pbs tandis que le long terme a pris pour sa part 184 pbs.

Par la suite, courant le mois d'avril, plusieurs signaux positifs ont commencé à affluer sur le marché. A commencer par l'importante levée du Trésor sur le marché international pour un montant global de 25 Mrds de DH qui a donné un signal positif quant à l'exécution de la loi des finances et du financement du déficit budgétaire. A titre de rappel, sur un montant de 66 Mrds de DH de déficit prévu au titre de l'année 2023, un montant de 51 Mrds de DH serait financé en externe afin d'atténuer la pression du Trésor sur la liquidité locale à l'instar de l'année 2022.

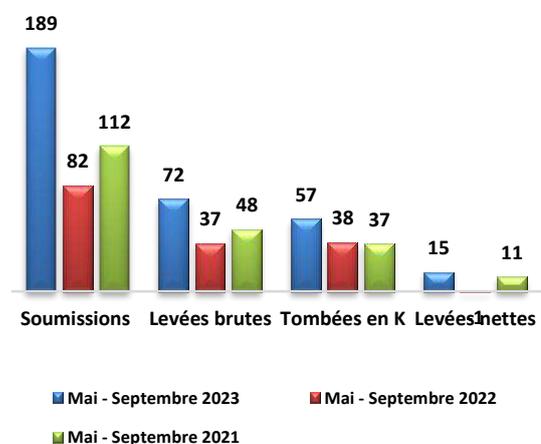
D'autre part, le recul observé sur l'indice des prix à la consommation qui, après le pic du mois de février (+10%) est ressorti en glissement annuel à 8,2% en Avril puis à 7,8% en Mai, a laissé planer le doute sur l'orientation

globale de la politique monétaire et sur un possible arrêt du durcissement monétaire. Cette lecture a été davantage corroborée par un comportement favorable du Dirham principalement face au dollar. Ce comportement a essentiellement résulté de la bonne tenue des réserves de change qui ont profité du raffermissement de la balance des voyages et des transferts des MRE.

Une fois le conseil de la Banque Centrale tenu en juin a statué pour l'observation d'une pause de la politique monétaire, une forte demande sur les titres souverains, essentiellement de maturités moyennes et longues s'est faite sentir. Combiné à une situation du marché de la dette privée à l'arrêt, cette forte demande a provoqué une détente générale des taux de 13 pbs en moyenne sur le court terme, de 41 pbs pour le moyen terme tandis que le long terme a baissé de 43 pbs.

Cette baisse des taux a été accompagnée par une atténuation des levées brutes du Trésor. Conscient de l'avance dont il disposait après la réalisation des emprunts extérieurs, l'argentier du Royaume a revu à la baisse le rythme de ses levées sur le marché local. En chiffres, de la période allant de Mai à Septembre, les levées brutes se sont élevées à 72 Mrds de DH, soit une moyenne mensuelle de 14 Mrds de DH alors que cette moyenne dépassait le montant de 25 Mrds de DH au cours de la période janvier-avril de la même année.

**Evolution des levées nettes du Trésor**  
**Mai - Septembre - En Mrds de DH**



### Perspectives T4 :

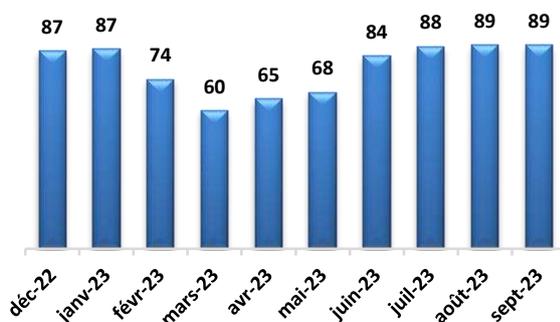
Compte tenu de l'avance dont dispose le Trésor sur l'exécution budgétaire, et d'autre part, de la baisse de l'inflation observée à partir du mois de septembre, les rendements obligataires devraient en principe se stabiliser aux alentours des niveaux actuels pour le reste de l'année. En effet, la politique budgétaire qui a constitué au cours des derniers semestres un facteur amplificateur de la hausse des taux a été neutralisée par l'importante levée du Trésor sur le marché international et par la bonne tenue des recettes fiscales, offrant ainsi à l'argentier du Royaume plus de marge de manœuvre. Sur le plan de la politique monétaire, la faible transmission de cette politique avec des évolutions normatives à la fois de M3 et du crédit bancaire devraient inciter la Banque Centrale à prolonger la pause observée depuis juin 2023.

En revanche, les incertitudes planent toujours sur les équilibres macroéconomiques avec les récentes évolutions du prix de l'énergie, de la faiblesse des perspectives de croissance mondiale, et la persistance des risques géopolitiques devraient renforcer davantage la volatilité des taux d'intérêt.

### 3- Marché monétaire :

La situation de la liquidité bancaire est restée globalement stable au cours des neuf premiers mois de l'année 2023. En effet, le déficit des trésoreries bancaires s'est chiffré en septembre à 89 Mrds de DH contre 87 Mrds de DH au début d'année.

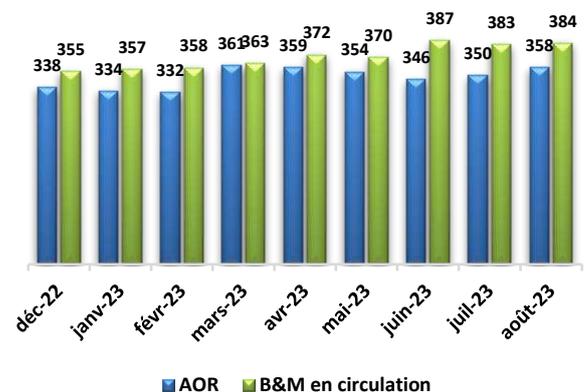
**Evolution du déficit de liquidité bancaire  
(En Mrds de DH)**



Cette quasi-stabilité dudit déficit cache, en revanche, une évolution disparate des deux principaux facteurs autonomes de liquidité bancaire, à savoir les avoirs officiels de réserve et la monnaie fiduciaire.

En ce qui concerne le premier facteur, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est raffermi à fin Août de près de 21 Mrds de DH pour frôler un niveau de 360 Mrds de DH. Cette évolution est redevable d'une part, à l'importante levée du Trésor sur le marché international pour une enveloppe de 25 Mrds de DH, et de l'autre, au bon comportement des principaux postes de la balance courante. En effet, la balance des biens et des services a pleinement profité de la détente du coût de la facture énergétique (-23 Mrds de DH) et du raffermissement des expéditions du secteur de l'automobile (+24 Mrds de DH) pour améliorer son solde de 40 Mrds de DH à 79 Mrds de DH.

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



Parallèlement à cela, l'excellente saison touristique que le Royaume a connu a permis aux recettes de voyages de grimper de près de 18 Mrds de DH à 71 Mrds de DH. Suivant le même trend, mais dans une moindre mesure, les transferts des Marocains Résidents à l'Etranger se sont bonifiés de 5 Mrds de DH à fin Août pour ressortir à 78 Mrds de DH. A contrario, les investissements Directs Etrangers ainsi que les Investissements directs marocains à l'étranger ont été à l'origine de sorties pour un total de 24 Mrds de DH.

S'agissant de la circulation fiduciaire, cette dernière poursuit son ascension importante depuis l'année du Covid 19. Sur les huit premiers mois de l'année, elle a été à l'origine d'une ponction de près de 29 Mrds de DH.

Dans ce contexte de quasi-stabilité du déficit de liquidité bancaire, la Banque Centrale a légèrement baissé l'ampleur de ses injections sur le marché monétaire tout en continuant de satisfaire l'intégralité de la demande des banques au titre des avances à 7 jours. Ces dernières se sont chiffrées à fin Septembre à 98 Mrds de DH contre 114 Mrds de DH en Décembre 2022.

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

