

1- Contexte macroéconomique :

Après une année 2022 marquée par une croissance économique atone, une inflation galopante et un resserrement monétaire inédit, l'année 2023 s'est annoncée également difficile quoique dans une moindre mesure.

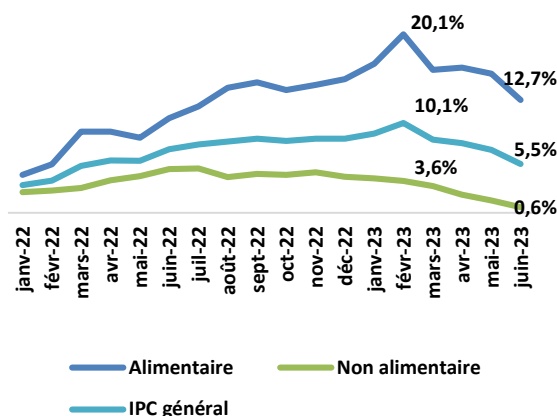
S'agissant de l'activité économique, cette dernière s'inscrirait pour le deuxième et le troisième trimestre de l'année 2023 selon le HCP dans un contexte marqué par (i) un ralentissement de l'économie mondiale compte tenu du resserrement monétaire sans précédent opéré par les banques centrales, (ii) Une modération prononcée de la demande étrangère à l'égard du Maroc et enfin (iii) une réduction progressive des pressions inflationnistes en lien notamment avec la correction des prix des matières premières.

Néanmoins dans ce contexte, l'économie nationale aurait continué son redressement durant le T2 de l'année en cours en progressant de 3,2% après avoir enregistré une croissance de 3,5% en T1 2023. Cette amélioration a été portée par une progression combinée de 6,3% de la valeur ajoutée dans le secteur agricole et de 3% dans les activités non agricoles.

Concernant l'évolution de l'indice des prix, ce dernier a connu des fluctuations importantes sur le premier semestre. Ledit indice a, en effet, atteint deux chiffres en affichant une hausse de 10,1% au mois de février en glissement annuel, avant de se tasser à 7,1% au mois de mai puis à 5,5% au mois de juin, soit le plus bas niveau enregistré depuis un an.

Il convient de signaler que la spirale inflationniste n'est plus en lien avec le renchérissement des matières premières suite à la guerre en Ukraine, il s'agit d'une inflation d'origine interne étroitement liée à la hausse des prix des aliments frais, appelée à se maintenir au cas où le stress hydrique continue de frapper le Royaume de plein fouet. Les grosses variations qu'a enregistré l'IPC ces derniers mois proviennent principalement d'une explosion de l'indice des produits alimentaires de près de 18% en février avant de revenir à +12,7% au mois de juin 2023.

Variation annuelle de l'IPC par grande division

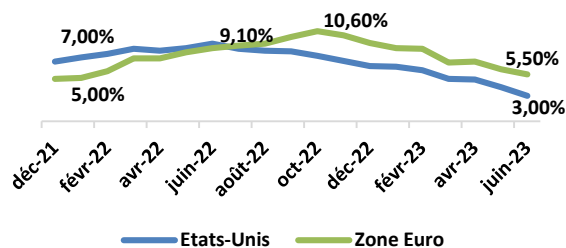


L'Inflation à l'international :

Par ailleurs, la décélération de l'inflation se confirme également à l'échelle mondiale notamment aux Etats-Unis où l'indice des prix a atteint 3% en juin sur an, soit le plus bas niveau depuis mars 2021 ! Ceci est redevable aux hausses opérées par la Fed de ses taux depuis mars 2022 de 500 pbs au total portant son loyer d'argent dans une fourchette de 5,00%-5,25%. L'institution américaine a opté pour un statut quo à l'issue de sa réunion de juin 2023 afin d'évaluer l'impact des hausses précédentes tout en laissant la porte ouverte à de nouvelles hausses d'ici la fin de l'année estimées à 25 pbs par les analystes.

L'économie américaine a pourtant largement résisté au resserrement monétaire, sauf le marché de l'immobilier et de l'industrie manufacturière. En effet, l'économie américaine a progressé plus rapidement qu'attendu au 2^{ème} trimestre de 2,4% contre 2% au 1^{er} trimestre. Cette performance s'explique en grande partie par la résistance du marché de l'emploi qui a stimulé les dépenses de consommation, tandis que les entreprises ont investi davantage dans des équipements écartant ainsi les craintes d'une récession tant redoutée.

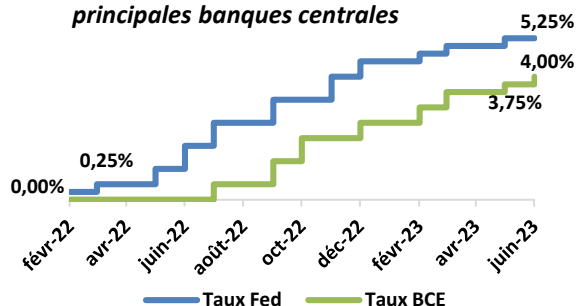
**Evolution de l'indice des prix
en Europe et USA**



L'indice des prix de la zone euro a également connu une baisse significative à 5,5% au mois de juin 2023 en glissement annuel après un pic à deux chiffres de 10,6% en octobre 2022. Contrairement à la FED, la BCE était un peu tard sur le front de l'inflation, son cycle de resserrement monétaire a été entamé en juillet 2022 portant son taux de référence sur les dépôts de 0% à 4%, soit 400 pbs opérés au total en moins d'un an.

La zone euro n'a pourtant pas échappé à la récession, son PIB a reculé sur deux trimestres d'affilée avec une contraction de 0,1% en T1 2023 suivant une baisse de même ampleur pour T4 2022. Même s'il s'agit de replis minimes, la zone euro est donc officiellement entrée en récession technique début 2023.

**Evolution des Taux des
principales banques centrales**



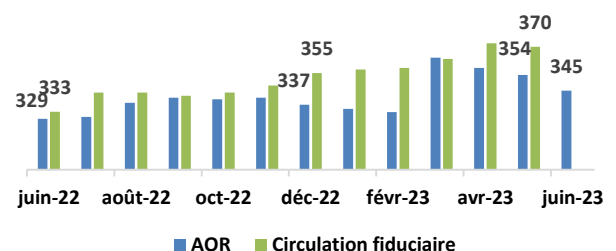
2- Marché monétaire :

Le besoin de liquidités des banques est ressorti en légère amélioration à fin juin 2023 en s'établissant à 84 Mrds de DH, soit moins de 2 Mrds de DH par rapport au début de l'année. La circulation fiduciaire étant le facteur autonome qui a le plus pesé sur la liquidité du système bancaire au moment où les avoirs officiels de réserves et les placements des excédents de Trésorerie de l'argentier de l'Etat connaissent une embellie.

En effet, l'effet restrictif qu'exerce la circulation fiduciaire sur la liquidité des banques s'est renforcé davantage avec la période de Aid Al Adha caractérisée par une sortie de masse de cash du circuit bancaire. Elle s'est établie selon les dernières statistiques disponibles à fin mai à 370 Mrds de DH soit une hausse de 15 Mrds de DH depuis le début de l'année. Quant au grand contributeur à l'amélioration de la liquidité des banques en l'occurrence les Avoirs Officiels de Réserve, ils se sont distingués en s'élevant depuis le début d'année de plus de 8 Mrds de DH pour s'établir à 345 Mrds de DH, grâce notamment à l'émission du Trésor sur le marché international de 25 Mrds de DH en mars 2023.

Concernant l'argentier de l'Etat, ce dernier a été fortement actif sur le marché monétaire via ses opérations de placement d'excédents de Trésorerie qui ont frôlé la barre de 40 Mrds de DH en lien exclusif avec le bon redressement de l'activité sur le marché primaire des BDT ainsi que l'émission obligataire réalisée à l'international.

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



Afin de maintenir l'équilibre du marché monétaire, la Banque centrale a continué de satisfaire l'intégralité du besoin en cash du système bancaire. Ses interventions au titre du mois de juin ont atteint un niveau important de 121 Mrds de DH en hausse de 7 Mrds de DH depuis le début de l'année et de 13 Mrds de DH par rapport à la même période une année auparavant !

Politique monétaire : Fin du cycle haussier des taux ou une simple pause ?...

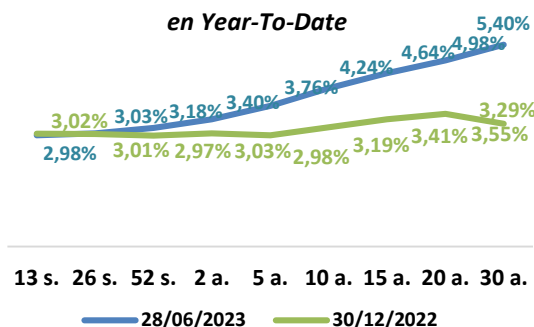
Après une période caractérisée par des resserrements monétaires inédits opérés par les banques centrales à l'échelle mondiale, ces dernières ont commencé à adopter de

nouvelles orientations durant T2 2023. Certaines ont opté pour une posture encore plus stricte en augmentant leur taux de 50 pbs à l'instar de la Banque d'Angleterre. D'autres, comme la BCE, ont préféré limiter l'augmentation à 25 pbs. Enfin, il y a celles qui ont décidé de marquer une pause dans leur cycle monétaire à l'image de la Fed et de Bank Al-Maghrib. Cette dernière a en effet décidé, lors de sa dernière réunion au titre de T2-2023 d'observer une pause dans son cycle de resserrement monétaire en maintenant son taux directeur inchangé à 3% et ce, afin d'évaluer les effets cumulés des hausses précédentes totalisant 150 pbs depuis septembre 2022 ainsi que l'impact des mesures gouvernementales destinées à soutenir le pouvoir d'achat des ménages, tout en laissant la porte ouverte à de nouveaux relèvements. Ces derniers sont nécessaires selon Fitch Solutions qui estime que les augmentations de 150 pbs opérées jusqu'à présent sont insuffisantes pour ramener l'inflation à sa cible implicite de 2% à moyen terme et que la Banque centrale devra poursuivre son cycle pour atteindre un niveau du taux directeur à 4% d'ici fin 2023.

3- Marché obligataire :

La vague de hausse qui a balayé le Maroc en 2022 et au T1 2023 a montré des signes d'essoufflement en raison notamment de la pause actée par BAM dans son cycle de resserrement monétaire et de la gestion maîtrisée du déficit budgétaire et ce, dans un contexte marqué par une réduction progressive des tensions inflationnistes et une activité économique en légère amélioration.

**Evolution des taux d'intérêt BDT
en Year-To-Date**



En effet ; comme mentionné précédemment pour la politique monétaire, Bank Al-Maghrib a décidé de marquer une pause lors de sa dernière réunion au titre de T2 2023

entraînant immédiatement une correction technique baissière des taux d'intérêt. La Banque Centrale a toutefois laissé la porte ouverte pour d'éventuelles hausses pour le reste de l'année afin de ramener l'inflation vers son objectif à moyen terme, bien qu'elle a commencé à se tasser véritablement au mois de juin en atteignant 5,5% en glissement annuel contre 7,1% un mois auparavant.

S'agissant du deuxième facteur pouvant influencer l'évolution des taux en l'occurrence le financement du déficit budgétaire, et en dépit de l'importance de l'enveloppe des tombées qui frôlent un montant de 100 Mrds de DH pour l'année 2023 dont 36 Mrds de DH au titre du seul mois d'avril, le Trésor a bel et bien su tirer son épingle du jeu. A l'origine, la concrétisation de l'émission obligataire internationale d'un montant de 25 Mrds de DH couplée dans une moindre mesure à la réalisation de sa première opération au titre des financements innovants d'un montant de 5 Mrds de DH. Ceci a permis au Trésor de constituer un matelas de financement confortable comme en atteste ses interventions massives sur le marché monétaire via les placements d'excédents de Trésorerie et sa bonne maîtrise du déficit budgétaire à fin mai appelée à se maintenir compte tenu de l'évolution prévisionnelle des recettes fiscales en 2023.

Enfin, tenant compte de tous ces éléments, la hausse des taux d'intérêt depuis le début d'année a concerné en moyenne le court terme pour 6 pbs uniquement tandis que le moyen terme a enregistré une augmentation de 58 pbs. Enfin, le long terme le plus concerné par la hausse, s'est hissé de 146 pbs.

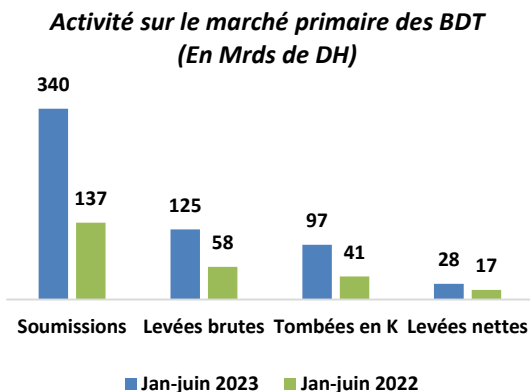
Ténor	28/06/2023	2022	2021	Var YTD 2023	Var 2022/ 2021	Var 2023/ 2021
13 s.	2,98%	3,02%	1,53%	-4	149	145
26 s.	3,03%	3,01%	1,55%	2	146	148
52 s.	3,18%	2,97%	1,60%	21	137	158
2 a.	3,40%	3,03%	1,73%	37	130	167
5 a.	3,76%	2,98%	1,99%	78	99	177
10 a.	4,24%	3,19%	2,33%	105	86	191
15 a.	4,64%	3,41%	2,55%	123	86	209
20 a.	4,98%	3,55%	2,88%	143	67	210
30 a.	5,40%	3,29%	3,26%	211	3	214

Marché primaire des Bons du Trésor

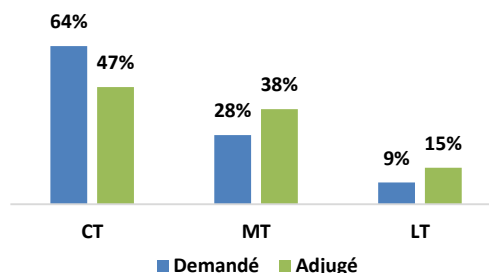
Après une année 2022 exceptionnellement difficile, l'activité sur le marché primaire des BDT s'est nettement améliorée en 2023 permettant au Trésor de lever des montants importants en lien exclusif avec la normalisation des niveaux de la courbe des taux d'intérêt opérée par le Trésor le 06 janvier 2023. En chiffres, les levées de l'argentier de l'Etat se sont affichées à 125 Mrds de DH à fin juin contre 58 Mrds de DH uniquement sur la même période un an auparavant.

Ceci a été réalisable grâce à l'engouement des investisseurs qui ont manifesté une demande importante dans l'absolu en lien avec la correction haussière des rendements obligataires jugée désormais adéquate et intégrant toute possibilité de relèvement futur du taux directeur. En chiffres, les soumissions ont totalisé 340 Mrds de DH à fin juin en progression de 148% par rapport à fin juin 2022.

Quant à la structure de ces soumissions, les courtes maturités drainent toujours la majeure part de la demande. Cependant, les investisseurs ont commencé à montrer de l'appétence pour les maturités moyennes et longues. En effet, le segment moyen s'est adjudgé 28% du total soumissionné tandis que le long terme s'est accaparé 9%. Le reliquat, à savoir 64%, a concerné les courtes maturités. Face à cela, plus de la moitié des levées du Trésor a concerné le segment moyen long terme avec 38% pour le premier et 15% pour le second.



Structure du marché primaire des BDT (Janvier - Juin 2023)

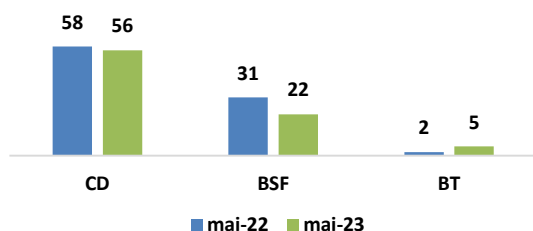


Marché des Titres de Créances Négociables

De son côté, l'activité sur ce marché est ressortie en baisse à fin mai 2023, portée par un net repli de l'encours des BSF qui s'est établi à 22 Mrds de DH en chute de 29% par rapport à mai 2022. A l'origine, les tensions inflationnistes et la baisse de l'activité économique ayant entraîné une diminution de la demande de crédit. De son côté, et compte tenu de la politique ultra-accommodante de BAM qui satisfait l'intégralité de la demande de cash du système bancaire, les banques de la place ont moins recouru aux CD sur les cinq premiers mois de l'année, leur encours est ressorti en baisse de 2 Mrds de DH à 56 Mrds de DH. En revanche, l'encours des Billets de Trésorerie s'est amélioré de 3 Mrds de DH pour s'afficher à 5 Mrds de DH.

Signalons par ailleurs que dans le cadre des opérations de gestion active de sa dette intérieure, le Trésor a procédé depuis le début de l'année à cinq séances d'échanges des BDT de courte maturité contre ceux à maturité moyenne et longue portant sur un volume de près de 44 Mrds de DH. L'objectif de ces opérations étant de lisser l'échéancier de la dette intérieure de l'argentier de l'Etat à travers la réduction de ses pics de remboursement notamment ceux qui ont concerné le mois d'avril.

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



Perspectives 2023

Concernant les perspectives d'évolution des taux d'intérêt, la situation reste mitigée et très ambiguë ce qui rend difficile toute prédiction sur leur évolution d'ici la fin de l'année.

D'un côté, il s'agit d'un tassement significatif de l'indice des prix à la consommation qui s'est établi à 5,5% à la fin du mois de juin représentant le niveau le plus faible enregistré depuis plus d'un an. De plus, le Trésor fait preuve d'une gestion assez maîtrisée du déficit budgétaire conforme aux prévisions de la loi de finances. De l'autre côté, on a assisté récemment (Juillet 2023) au retournement du resserrement monétaire des taux directeurs de 25pb par les principales banques centrales à l'image de la Fed et la BCE, ce qui laisse présager que la fin du cycle n'est pas encore atteinte et que BAM qui a laissé la porte ouverte à de nouvelles hausses lors de sa dernière réunion de juin pourrait éventuellement relever son loyer d'argent ce qui, naturellement, poussera les taux d'intérêt à la hausse.

Dans l'ensemble, le Trésor avec sa situation maîtrisable pourrait ne pas exercer de pression sur les taux d'intérêt, mais l'orientation de la politique monétaire reste un élément déterminant compte tenu des dernières évolutions.

4- Marché boursier :

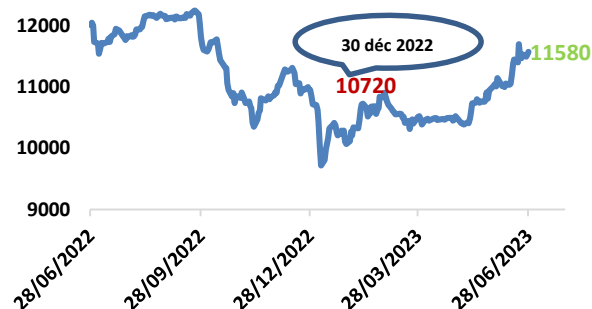
En proie à la méfiance depuis fin 2022, le marché boursier a témoigné d'un regain d'optimisme durant le deuxième trimestre 2023. Ce regain, qui s'est traduit par une performance à fin juin de 8% est en partie

redevable à l'affaiblissement de la hausse des rendements obligataires après la forte correction opérée en début d'année. En outre, le rebond a été davantage renforcé suite à la décision de BAM de marquer une pause dans son cycle de resserrement monétaire induisant une révision à la baisse des prévisions des taux d'intérêt et donc une hausse de la valorisation des cours boursiers.

De surcroît, le rebond est également attribué aux résultats annuels 2022 globalement encourageants en dépit des défis auxquels les sociétés de la cote ont dû faire face tout au long de l'année 2022.

Enfin, le marché a témoigné d'un intérêt accru de la part des investisseurs étrangers, en raison notamment des évolutions récentes qu'a connues le Royaume à l'image de sa sortie de la liste grise du GAFI, l'approbation de la Ligne de Crédit Modulable (LCM) par le FMI, ainsi que l'inclusion de certaines valeurs de la cote dans l'indice MSCI FM comme Sodep Marsa Maroc et Akdital.

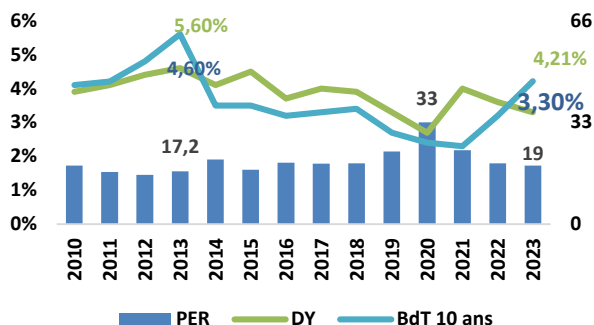
Evolution de l'indice général MASI



Par ailleurs, et bien que la hausse des taux d'intérêt a commencé de perdre de sa vigueur récemment, les rendements obligataires surperforment toujours le dividend yield de la cote. Ce dernier est en effet estimé à 3,30% pour l'année 2023 au moment où le rendement du BDT 10 ans se situe à 4,21% à fin juin, soit un écart de 91 pbs ! Un niveau jamais revisité depuis 2013.

Concernant la cherté de la place Casablancaise mesurée par le ratio PER, celui-ci est estimé à 19x pour l'année en cours aligné avec la moyenne observée sur les onze dernières années de 19,5x, abstraction faite de l'année 2020 du Covid-19.

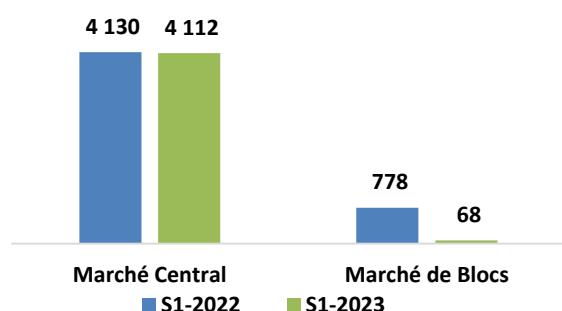
Evolution du PER, D/Y et du rendement du BDT 10 ans



Sur le plan des échanges, la hausse du MASI a été réalisée sur un volume global (Central et Blocs) en baisse de 15% par rapport au S1-2022 à 4,2 Mrds de DH. Ce repli est en effet porté par une chute significative de 91% à 68 MDH au niveau du marché de Blocs.

De leur côté, les volumes au niveau du marché Central se sont affichés à 4,1 Mrds de DH, quasi stables par rapport à fin juin 2022. Par instrument, l'opérateur Télécom Itissalat Al-Maghrib est la valeur la plus active sur fond de 901 MDH, elle achève le semestre sur une note stable à 95 DHS. Arrive ensuite la BCP qui a brassé 9,56% du volume traité, soit 393 MDH tout en se hissant de 14,29% à 264 DHS. Enfin, Bank of Africa est en troisième position avec un volume de 329 MDH et gagne au passage 1,14% à 177 DHS.

Evolution des échanges par compartiment en MDH



Performances sectorielles

S'agissant des performances sectorielles, le secteur de l'immobilier chapeaute le palmarès des trois plus fortes hausses en enregistrant

une performance de 49,45%. Cette évolution est portée par Alliance qui a entamé l'année sur une bonne voie conformément aux objectifs arrêtés dans le plan de développement 2022-2025. Le promoteur immobilier s'est en effet offert une performance annuelle de plus de 56% à 81 DHS. Arrive juste après le secteur « Loisirs et Hôtels » en s'adjugeant +44,74% redevable à son unique valeur Risma dans un contexte de forte reprise touristique. Enfin, le secteur « Sociétés de Portefeuilles-Holding » est arrivé en troisième position avec une performance de 27% porté par Delta Holding qui s'est hissée de 29% en Year-To-Date à 31 DHS.

En revanche, la « Chimie » est le secteur le plus malmené en réalisant une contre-performance de plus de 17% redevable principalement à la Snep qui a vu son chiffre d'affaires baisser de 12% au titre de T1-2023 en lien exclusif avec la baisse des prix de vente des produits vinyliques (-41%). Le secteur minier est juste derrière avec une baisse de 14% porté par Managem qui a laissé des plumes suite aux événements survenus au Soudan. Enfin, le secteur « Pétrole et Gaz » a accusé une baisse de 11% à fin juin, redevable à Afriquia Gaz qui a dévissé de plus de 10% à 4180 DHS.

Réalisations au titre de T1-2023

La publication des réalisations des sociétés de la cote au T1-2023 est intervenue dans un contexte marqué par deux éléments majeurs au niveau mondial à savoir la correction des prix des matières premières et le ralentissement de l'activité économique surtout en Europe.

Parallèlement au niveau local, le contexte s'est caractérisé notamment par une perte du pouvoir d'achat des ménages compte tenu de l'explosion de l'indice des prix. Ce dernier a commencé toutefois à montrer des signes de ralentissement en passant d'un pic de 10,1% sur un an en février à 5,5% en juin 2023.

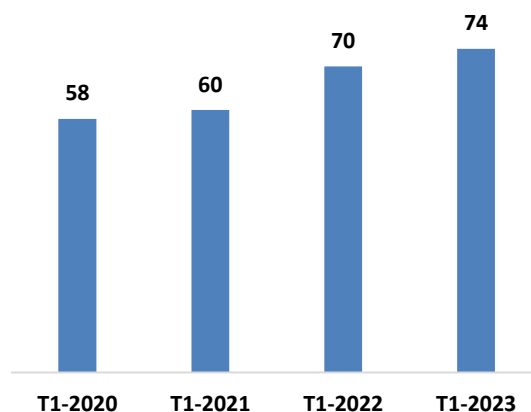
Compte tenu de cela, le montant du chiffre d'affaires réalisé par les sociétés de la cote s'est arrêté à 75 Mrds de DH en progression uniquement de +6,7% par rapport à T1 2022 contre une variation de +15,5% entre T1 2022 et T1 2021. Cependant, il est à noter que cette

décélération s'adjudge également à un effet de base eu égard à la forte reprise économique post-Covid et le renchérissement des matières premières à l'échelle mondiale qui ont dopé le chiffre d'affaires des sociétés de la cote durant le premier trimestre de l'année 2022.

S'agissant des contributeurs à l'évolution des revenus au titre de T1-2023, le secteur de l'Electricité arrive premier à travers son unique valeur Taqa Morocco dont les revenus ont augmenté de plus de 1,4 Mrds de DH à 4 Mrds de DH et ce, compte tenu de l'évolution du prix du charbon au niveau international. Arrive en deuxième position le secteur des distributeurs, porté par Label'Vie qui a vu ses revenus augmenter de 789 MDH à 3,7 Mrds de DH. Cette progression résulte du renforcement de son plan commercial anti-inflation marqué par d'importants investissements en marge destinés à soutenir le pouvoir d'achat de ses clients.

En revanche, le secteur minier est le seul qui affiche une baisse de ses revenus au titre de T1-2023. Ces derniers se sont délestés de 520 MDH à 2,5 Mrds de DH porté majoritairement par Managem dont les ventes reculent de 571 MDH à 2,2 Mrds de DH eu égard à la correction des prix des métaux au niveau international.

Evolution des revenus agrégés
(En Mrds de DH)



Contributeurs à l'évolution des
revenus agrégés du T1 2023 (En MDH)

