



Bilan d'un exercice contrasté

En 2024, les marchés ont principalement été marqués par des événements politiques.

En premier lieu, le come-back de Donald Trump à la tête de la première puissance mondiale a contribué à modifier la trajectoire des taux US en raison des effets pressentis de sa politique sur la croissance américaine.

Dans le même temps, le Dollar US s'est apprécié, les craintes d'inflation se sont ravivées remettant en cause le rythme de baisse des taux de la FED et un rappel par son Président, Jerome Powell, de son indépendance.

Corrélativement, dans une Europe où la croissance patine, la dissolution en France de l'Assemblée nationale, sa deuxième économie, a contribué à alimenter un climat d'incertitude perceptible, une nouvelle fois, via le marché obligataire où les taux souverains français rappellent ceux de la Grèce.

Ces événements se sont inscrits, rappelons-le, dans un contexte de tensions au Proche Orient et de poursuite du conflit Russo-Ukrainien lequel continue à peser sur les prix de l'énergie ainsi que de certaines matières premières.

Dans ce paradigme, les marchés actions des pays développés et émergents ont performé avec un surcroît significatif pour les actions américaines.

Sur la partie obligataire, la compression des primes de crédit a fait la part belle à cette classe d'actifs qui devrait continuer à profiter en 2025, en plus de ses effets de portage, d'une évolution favorable des taux pour les titres libellés en Euro.

Indépendamment de ce qui précède, la révision plurielle de la croissance marocaine sur Bloomberg ces dernières semaines traduit, une plus grande attention des opérateurs qui projettent, pour 2025, une poursuite favorable de la dynamique du Royaume.

Aussi, tout marché confondu, l'indice actions phare de la bourse de Casablanca clôturent 2024 juste devant le marché US et loin devant les autres places financières. (Annexe 2)

A cet instant, il y a lieu de s'interroger sur les motivations du marché lorsque l'on connaît les incertitudes économiques de l'UE qui est le premier partenaire du Maroc sur le plan des investissements et commercial.

Ces dernières années, le marché marocain a densifié sa diversification avec une plus forte représentativité de la Chine et des Etats-Unis parmi ses acheteurs. (Annexe 1)

Par ailleurs, le Maroc continue de se positionner comme un hub stratégique pour les investissements en Afrique du Nord, grâce à sa stabilité économique, son ouverture aux marchés mondiaux et ses politiques incitatives pour les investisseurs étrangers.



2025 : Lorsque les éléphants se battent les fourmis meurent

L'année 2024 relaye un lot d'incertitudes qui motive l'adoption d'une posture prudente.

En effet, si les marchés sont confiants sur les perspectives US, ils sont plus réservés pour les autres économies :

- S'agissant de l'Union Européenne où l'économie patine dans un climat d'incertitudes politiques (Allemagne et France), qu'advient-il lorsque les mesures protectionnistes promises par le Président Trump entreront en vigueur ? Lors de sa précédente mandature, elles ont coûté à la croissance européenne...
- A propos de la Chine, seul son commerce extérieur résiste. A l'intérieur, son secteur immobilier et sa consommation sont en souffrance. Pour 2025, le pilier "extérieur" semble mis à mal du fait de la guerre commerciale sino-américaine qui s'annonce mais, également, en raison des tensions avec l'Union Européenne sur la taxation de ses véhicules électriques.

Indépendamment de la guerre commerciale qu'il promet, le Président Trump s'engage également à contenir les tensions géopolitiques qui pourraient, si on prend l'hypothèse de l'arrêt du conflit russo-ukrainien, libérer des facteurs de croissance.

Quoiqu'il en soit, la dynamique américaine s'inscrit à rebours des autres pays développés : une croissance robuste, un risque d'inflation, une perspective limitée de baisse des taux...

Tandis qu'en Europe, des voix s'élèvent depuis la BCE pour une politique monétaire de relance dans le but, notamment, que l'inflation ne baisse pas en-dessous de 2% ! Une stabilité politique de ses principales économies (Allemagne et France) permettrait, en outre, un retour de l'investissement privé.

La Chine mise également sur un programme de relance visant à soutenir sa consommation intérieure et à prévenir un risque de déflation. Il faut, en effet, à la seconde économie mondiale, désensibiliser sa croissance qui s'est construite sur un marché globalisé qui tend à être remis en cause.

Paradoxalement, ces observations n'appellent pas à une sous-pondération ou à une réduction du risque dans les portefeuilles en raison du caractère attractif des valorisations hors marché U.S. De plus, les déclarations du Président Trump ne traduisent pas toujours l'exactitude de son action et une moindre mauvaise nouvelle est susceptible pouvoir faire rebondir les marchés.

Il découle de ce qui précède une position neutre, en ce début d'année, sur la plupart des classes d'actifs. Seule la direction du Dollar US, des taux de la zone Euro et US bénéficient d'une opinion tranchée.



Classe d'actifs	Stratégie / Région	Sous-pondérer	Neutre	Surpondérer	Changement*	Commentaires
Actions Internationales	Actions	○	●	○		La croissance mondiale continue à soutenir la croissance des bénéfices des sociétés, mais les valorisations restent un point d'attention
	États-Unis	○	○	●		Un momentum plus fort par rapport aux autres marchés développés, une qualité élevée et des bénéfices par action solides, mais les valorisations, en particulier dans le secteur technologique, constituent un frein.
	Europe	○	●	○		La faiblesse persistante du cycle mondial des biens (notamment la Chine) freine les actions européennes.
	Japon	○	●	○		Une éventuelle hausse des taux directeurs l'année prochaine pourrait avoir un impact négatif sur le marché boursier.
Obligations Internationales	Duration	○	●	○		Le cycle de détente monétaire se poursuit aux États-Unis et en Europe.
	États-Unis	●	○	○		La croissance reste soutenue et l'inflation a du mal à revenir à son objectif cible. De plus, les politiques du futur président pourraient entretenir l'inflation.
	Europe	○	○	●		Le ralentissement de l'économie européenne pourrait nécessiter une politique plus accommodante à moyen terme.
	Crédit	○	●	○		Les spreads sont bas, mais l'avantage de rendement par rapport aux souverains persiste.
	États-Unis	○	●	○		Des taux plus élevés plus longtemps pourraient avoir un impact négatif sur le coût de refinancement des sociétés.
	Europe	○	●	○		La baisse des taux d'intérêt de la BCE pourrait profiter au marché du crédit mais les risques sur la croissance posent un risque pour les taux de défaut
FX	Euro/Dollar	●	○	○		L'euro est affaibli à cause de la croissance ralentie en Europe et le besoin probable pour la BCE de devenir plus agressive dans la réduction des taux.

Conjoncture nationale : une expansion maîtrisée

Les perspectives de croissance (+3.9%) établis par Bank Al Maghrib sur lesquelles se projettent également le consensus de marché (source Bloomberg) expriment une reconnaissance élargie de la vigueur de l'économie marocaine. (Annexe 5)

Indépendamment de cet agrégat, ses projections d'inflation (+2.4%) et de réduction de son déficit budgétaire (4.2% vs 4.5% source Bank Al Maghrib) font état d'une expansion maîtrisée de l'économie du Royaume. (Annexe 5)

Nous savons que le Maroc, depuis plusieurs années, avait su renforcer ses partenariats et attirer, au-delà des plateformes de services, des industries importantes, en particulier dans l'aéronautique et l'automobile.

Ce développement économique a progressivement généré le développement d'une classe moyenne disposant d'un pouvoir d'achat lequel favorise la demande intérieure.

Sur l'impulsion de sa Majesté le Roi, ce sont aussi des transformations sociétales qui ont été réalisées permettant de conjuguer progressivement développement économique et progrès social dans l'objectif notamment de réduire les inégalités.

Parmi ces réalisations, il faut citer le droit des femmes, les décisions en matière d'environnement et la mise en place d'une sécurité sociale universelle.

Ce n'est donc pas sans raison que le Maroc a été désigné pour accueillir le concert des nations en 2030 ; un événement qui devrait attirer un afflux massif de touristes générant des revenus importants pour les secteurs liés à l'accueil.



En outre, la sélection du Maroc, comme pays organisateur de la Coupe du Monde, va nécessairement stimuler les investissements dans les infrastructures sportives et les projets de développement urbain qui bénéficieront directement à l'économie locale. Les sponsors internationaux et les partenariats commerciaux seraient également renforcés, avec des marques de renom cherchant à associer leur image aux couleurs nationale.

Dans un marché où les opérateurs agissent par anticipation, les fondamentaux de l'économie marocaine légitime l'intérêt des intervenants qui ont contribué à une performance 2024 supérieur à celle des actions internationales (MASI RB +26% vs MSCI World +18.7% – Source Bloomberg). (Annexes 2 et 3)

D'autant plus que sur le plan microéconomique, les résultats publiés par les entreprises du secteur bancaire, de la construction et de la santé sont encourageants.

Toutefois, il convient, à cet instant, de noter un risque de survalorisation de certaines valeurs ; l'évolution du MASI ayant été près de deux fois plus rapide que celle des profits.

De même sur le plan macroéconomique, les risques sur la production agricole peuvent affecter la croissance économique du pays. La variation des rendements, en fonction des aléas climatiques, peut impacter les projections économiques. Rappelons que le secteur agricole représente une part importante du PIB et que le niveau des récoltes influence la sécurité alimentaire, le prix des denrées et la dépendance aux importations.

A la faveur de ce qui précède, les principaux facteurs qui devraient stimuler le marché marocain pour ce début d'exercice sont :

- La baisse de l'aversion au risque du fait de la performance 2024 du marché des actions.
- Le niveau de rendement des actions (+3.2%) qui rivalise avec le taux à 10 ans du Trésor marocain (Annexe 6).
- L'augmentation de la capacité bénéficiaire globale des entreprises.

S'agissant du **marché des actions**, les facteurs précités traduisent une croissance des bénéfices anticipés par action, un regain de la confiance des investisseurs et, à rendement équivalent (+3.2%), une prime de risque supérieur au marché de taux pour un horizon d'investissement équivalent.

- Dans cet environnement, le segment "Value" du marché devrait réaliser une performance supérieure car il ne pâtit pas d'un risque de valorisation. En revanche, le stock picking sera déterminant pour les autres segments de la cote.

S'agissant du **marché obligataire**, la baisse du déficit budgétaire devrait entraîner un plus faible volume des émissions du Trésor et bénéficier à la contraction des spreads de crédit en raison du repli de la demande sur ce segment de marché.

- Dans ce contexte, les conditions précitées sont favorables à une baisse des taux et donc, à l'appréciation des obligations déjà émises.



Classe d'actifs	Stratégie	Sous-pondérer	Neutre	Surpondérer	Commentaires
Actions	Actions	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	Les marchés actions devraient bénéficier de flux positifs en lien avec l'amélioration du rendement
	Value	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	Le segment "Value" devrait bénéficier de la dynamique des flux, des risques de survalorisation et de la baisse de l'aversion au risque
	Growth	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	Les valeurs de croissance devraient bénéficier de la dynamique des flux mais pourrait également patir de prise de profit en lien avec la valorisation
	Quality	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	<input type="radio"/>	Le style "Quality" devrait bénéficier de la dynamique des flux mais pourrait également patir de prise de profit en lien avec la valorisation
Obligations	Duration	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	Baisse de taux en lien avec une demande obligataire supérieure à l'offre
	Crédit	<input type="radio"/>	<input type="radio"/>	<input checked="" type="radio"/>	Baisse de taux en lien avec une demande obligataire supérieure à l'offre

NB : les indications ci-dessus expriment un sentiment de marché mais ils n'engagent pas les décisions d'investissement qui sont conditionnées à des facteurs indépendants de la qualité d'un titre tel que sa liquidité.

Avertissement :

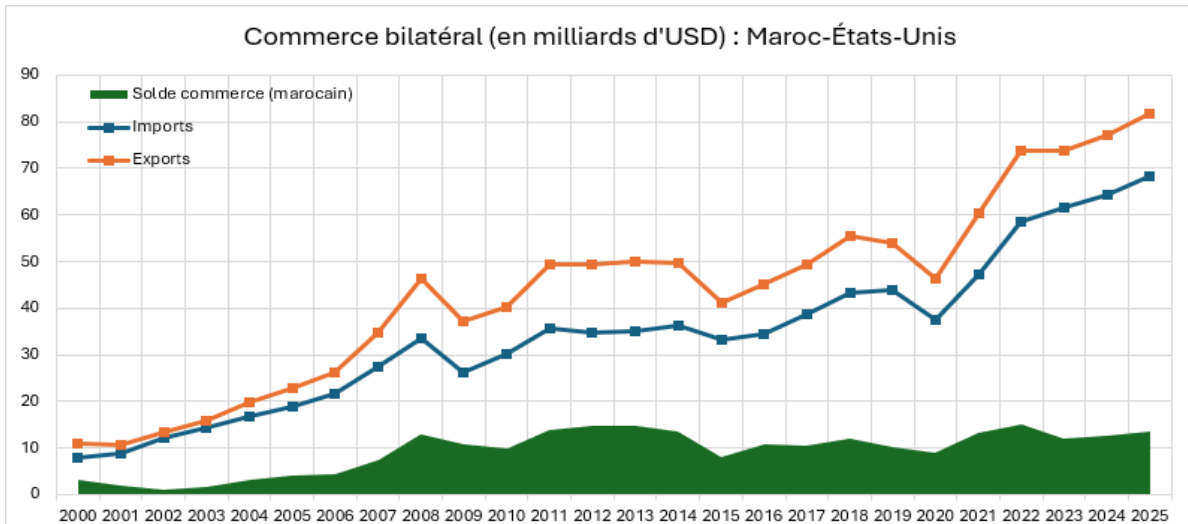
Cette documentation n'a pas pour objet d'être une offre ou une sollicitation visant un instrument financier. Les références à des instruments financiers sont faites dans un but unique d'illustration et ne doivent pas être interprétées comme des recommandations. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Il n'y a aucune garantie que les objectifs ou les chiffres prévus soient atteints et les informations contenues dans ce document sont données à titre indicatif.

Le présent document non contractuel vous est fourni à titre d'information.

Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer rigoureusement.



❖ Annexe 1 : Une diversification réussie des échanges – ex : la relation Maroc – États-Unis

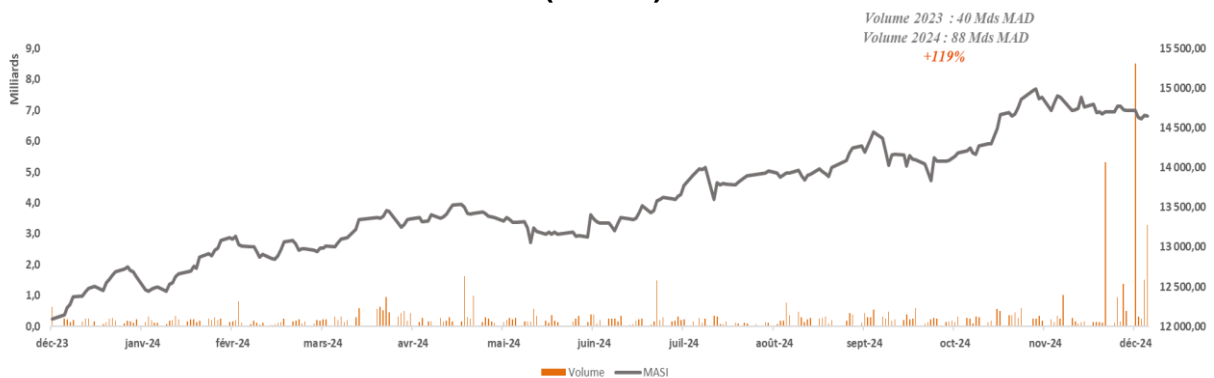


❖ Annexe 2 : Performances du MASI vs les autres marchés

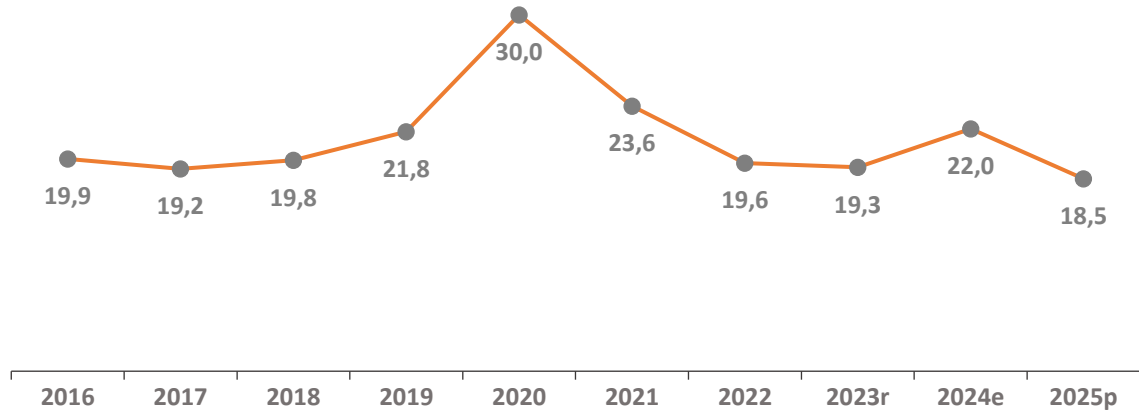
	2024	3Y	5Y	7Y	10Y
MASI RB	+26.0%	+6.8%	+7.3%	+6.0%	+8.1%
MSCI EM	+7.5%	-1.9%	+1.7%	+1.4%	+3.6%
MSCI EUROZONE	+8.9%	+5.1%	+7.0%	+6.4%	+6.9%
MSCI EUROPE	+8.6%	+4.4%	+6.6%	+6.5%	+6.6%
MSCI USA	+24.6%	+8.1%	+14.0%	+13.3%	+12.5%
MSCI WORLD	+18.7%	+6.3%	+11.2%	+10.2%	+9.9%

Source : Bloomberg – Indices en Euro, dividendes réinvestis.
Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

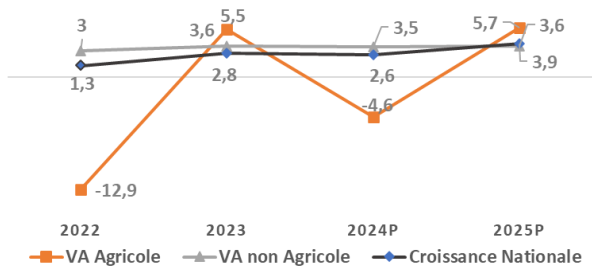
❖ Annexe 3 : Performance et volume (+119%) du MASI en 2024



❖ Annexe 4 : MASI – Evolution du PE

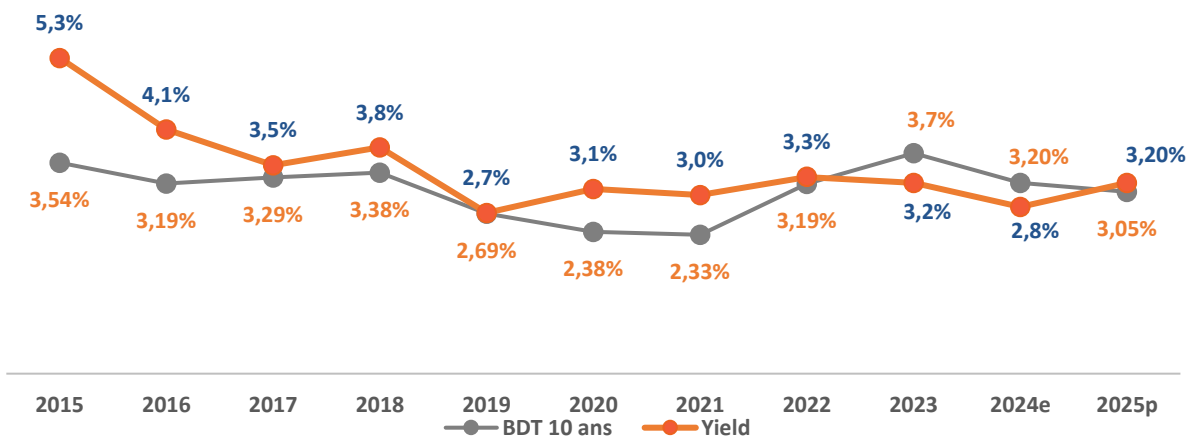


❖ Annexe 5 : Inflation et Croissance Nationale – Source BAM



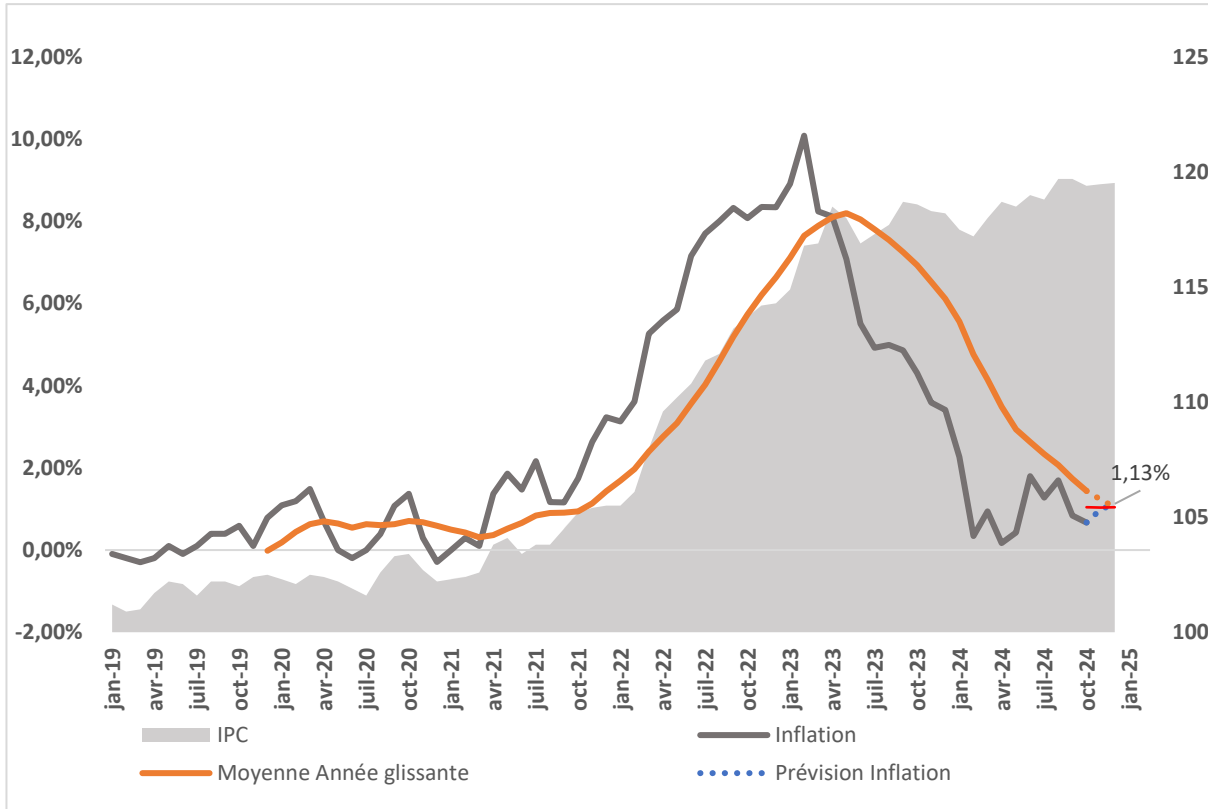
	2022	2023	2024p	2025p
Inflation	6,6	6,1	1,0	2,4
Inflation sous-jacente	6,6	5,6	2,1	2

❖ Annexe 6 : Rendement marché action vs Taux – Source BAM





❖ Annexe 7 : Evolution de l'IPC et de l'inflation



❖ Annexe 8 : Inflation et taux directeur

