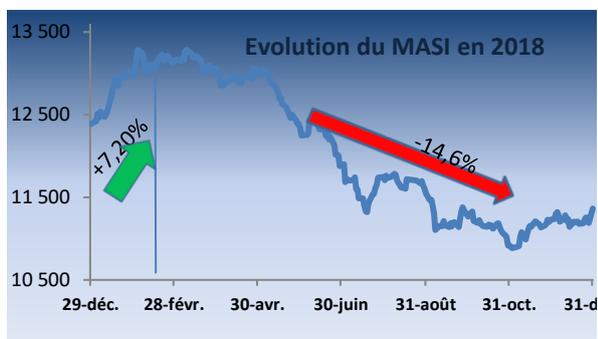


## I - Marché boursier :

### Accélération de la descente

Avec une perte de 8,27% au compteur en 2018, la cote marque une rupture prononcée avec la tendance haussière initiée en 2016. En valeur, ce sont 45 Mrds de DH de capitalisation qui sont partis en fumée. Cette baisse occulte toutefois une évolution en deux phases.

En effet, le principal indice du marché, le MASI, a entamé l'année avec une accélération remarquable pour atteindre un plus haut de 13.280 pts en date du 02 février et une performance de 7,20%. Cette hausse rapide a été propulsée par les anticipations favorables d'évolution des résultats des sociétés de la cote au titre de l'exercice 2017 puis, par l'entrée en vigueur de la réforme de la flexibilité du Dirham, qui a renforcé à son tour l'appétit des investisseurs pour le placement en bourse, notamment sur les valeurs réalisant une partie de leur chiffre d'affaires à l'étranger.



Durant la période de publication des résultats annuels des sociétés de la cote, et malgré le bon cru globalement observé, certains secteurs influents ont grandement déçu, faisant entraîner dans leur sillage le marché dans une longue et laborieuse spirale baissière. C'est le cas notamment de l'immobilier qui ne réussit toujours pas à s'affranchir de ses difficultés. C'est d'ailleurs principalement ce secteur qui est à l'origine de la contre-performance du marché. Son indice affiche une chute de près de 47% en 2018. La capitalisation d'Addoha s'est réduite comme une peau de chagrin, passant de 10,6 à 5,5 Mrds de DH. Celle d'Alliances de 2,6 à 1,6 Mrds de DH et de Résidences Dar Saada de 4 à 2,6 Mrds de DH. Les secteurs des matériaux de construction et de l'assurance ne sont pas en reste. Le premier, dont l'activité est liée à celle de la construction et des projets d'infrastructures, est en petite forme et le contrat programme du BTP n'a toujours pas vu le jour. La capitalisation de LafargeHolcim est passée de 46,3 Mrds de DH en début d'année à 41,8 Mrds de DH aujourd'hui. Celle de Sonasid de 2,7 à 1,8 Mrds de DH. Pour l'assurance, la hausse de la sinistralité a pénalisé le leader du secteur, Wafa Assurance, dont la capitalisation a chuté de 17,3 à 14 Mrds de DH.

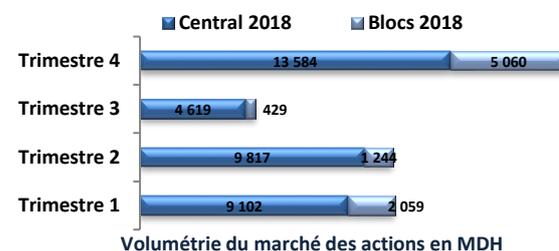
Mais l'événement qui a frappé de plein fouet la Bourse de Casablanca, et la dynamique économique de manière générale, c'est le mouvement de boycott de trois marques de grande consommation qui a démarré le 20 avril. Juste après cette date, les cours ont accéléré leur baisse jusqu'à la mi-juillet.

Pour ne rien arranger, les résultats semestriels sont venus confirmer les craintes des investisseurs et plonger le marché dans les abysses.

Dans la même lignée, quelques facteurs exogènes ont concouru à l'amplification de la baisse. L'on cite dans ce sens, la hausse du cours du pétrole qui menace d'éroder les marges des sociétés de la cote, ou encore la dynamique de vente des étrangers sur le marché boursier. Une dynamique qui ne se limite toutefois pas qu'au Maroc, puisqu'elle affecte également plusieurs autres pays émergents.

### Régression des échanges : Attijariwafa bank s'illustre sur les deux compartiments

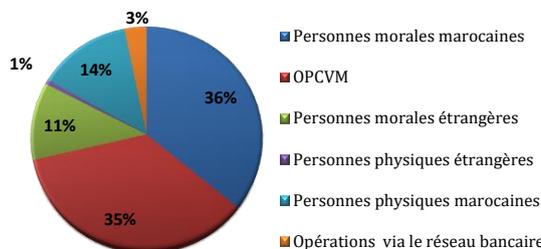
Au registre des échanges, le volume global brassé dans la Bourse de Casablanca en 2018 se situe à 45,9 Mrds de DH, en diminution de 27,7% sur une année.



Cette régression s'attribue aussi bien au marché central que celui de blocs. Sur le premier compartiment, le volume transactionnel a régressé de 6% à 37,1 Mrds de DH. Par valeur, Attijariwafa bank arrive en pole position des valeurs les plus actives. Elle draine 9,2 Mrds de DH, soit près de 24,7% des échanges. Le Top 3 des valeurs les plus actives est complété, dans l'ordre, par Itissalat Al-Maghrib (3,9 Mrds de DH, 10,4%) et BMCE Bank (3,1 Mrds de DH, 8,5%).

Pour sa part, le marché de blocs a généré un volume de 8,8 Mrds de DH contre 24 Mrds de DH une année plus tôt. Il a été animé à hauteur de 64,4% par Cosumar (2,2 Mrds de DH), BCP (1,9 Mrds de DH), et Attijariwafa bank (1,6 Mrds de DH).

Du côté des intervenants, les statistiques à fin septembre révèlent que près de 36,2% des volumes brassés sur le marché central reviennent aux personnes morales marocaines, suivies des OPCVM, des personnes physiques marocaines et des personnes morales étrangères avec des parts respectives de 35,7%, 12,7% et 11,8%.

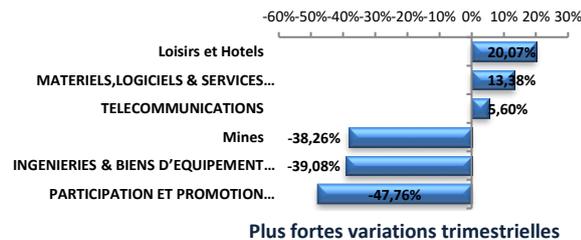


Répartition des volumes (Achats+Ventes) par catégorie d'investisseur

En termes d'orientations, les personnes morales marocaines ont adopté une position nette acheteuse « +1,0 Mrds de DH ». Même comportement pour les OPCVM ayant effectué des achats nets de 659 MDH, tandis que les personnes morales étrangères et les personnes physiques marocaines avaient adopté une position nette vendeuse de -784 MDH et -131 MDH respectivement.

### Des performances sectorielles pour la plupart dans le rouge

Au chapitre des variations sectorielles, seuls 7 secteurs sur les 24 de la cote sont parvenus à échapper à la baisse.



En tête de liste, arrive le secteur « Loisirs et Hôtels » réalisant une ascension de 20,1% grâce au bon comportement de Risma qui semble profiter du contexte sectoriel favorable, avec des arrivées touristiques ayant cru de 8 % en 2018. Le secteur « NTI » arrive en deuxième position avec une performance annuelle de 13,4%, tirée essentiellement par la performance annuelle de HPS et de M2M de +53,9% et +24,2% respectivement.

Au bas de l'échelle, on retrouve le secteur « Participation et Promotion immobilières » dont l'indice est en recul de 47,8% en raison de la contre-performance de l'ensemble des valeurs qui le composent : Alliances (-58,3% à 85 DH), Addoha (-48,5% à 17 DH) et RDS (-35,3% à 99 DH).

### Tour d'horizon des bourses mondiales

L'année 2018 a été la plus mauvaise depuis 2008 sur les places européennes, avec une baisse de 13% pour l'indice élargi Stoxx 600. Le CAC 40 a perdu 10,95% sur l'année. De l'autre côté de l'atlantique, à Wall Street, malgré le démarrage d'année prometteur, les principaux indices ont terminé l'année sur leurs plus fortes pertes annuelles depuis dix ans. Le Dow Jones et le S&P500 ont ainsi réalisé une contreperformance de 5,6% et 6,2% respectivement. C'est cependant en Asie que le plongeon a été le plus sévère, et singulièrement en Chine, où les valeurs ont connu une année calamiteuse. A la Bourse de Shanghai, l'indice composite a perdu 24,6%, celui de la Bourse de Shenzhen a chuté de 33,2%. L'indice CSI 300 des grandes capitalisations de Chine continentale accuse sur l'ensemble de l'année une chute de 25,31%, sa pire performance en dix ans. La Bourse de Hong Kong a reculé à son tour de 13,61%, tandis que celle de Séoul a cédé 17,28%.

A la Bourse de Tokyo, l'indice Nikkei a perdu 12,1% sur douze mois, sa première perte annuelle depuis 2011, mettant un terme à sa plus longue série de hausses consécutives depuis la fin des années 1980.

Cette mauvaise année boursière s'est aussi distinguée par son étendue sur les différents compartiments des marchés: Les investisseurs en actions et en obligations ont, en effet, tous deux souffert, rompant avec une règle

de transvasement historiquement ancrée. Du moins du point de vue du dollar américain où il n'y a eu nulle part où se cacher pour les investisseurs. Même l'or, valeur refuge par excellence, a été dans le rouge.

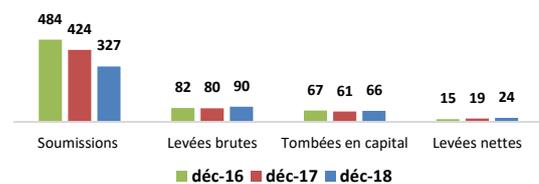
Pour 2019, le conflit commercial sino-américain restera l'une des craintes principales des investisseurs, ainsi que la question du Brexit. Celle plus globale d'un ralentissement économique et celle de l'attitude des banques centrales seront également à surveiller.

## II - Marché obligataire :

Creusement du déficit de liquidité bancaire, léger dérapage des finances publiques, hausse de l'inflation, tous les ingrédients d'une hausse des taux se sont réunis au cours de 2018.

Dans les faits, la situation de la liquidité bancaire s'est dégradée au cours de l'année de 28 Mrds de DH à 70 Mrds de DH sous l'effet restrictif exercé à la fois par les réserves de change et par la hausse de la circulation fiduciaire. Cette tendance a entraîné un rétrécissement de la demande pour les titres souverains. En chiffres, les soumissions des investisseurs au titre des séances primaires se sont limitées à 327 Mrds de DH contre 424 Mrds de DH en 2017 et 484 Mrds de DH en 2016.

Evolution des levées nettes du Trésor (En Mrds de DH)



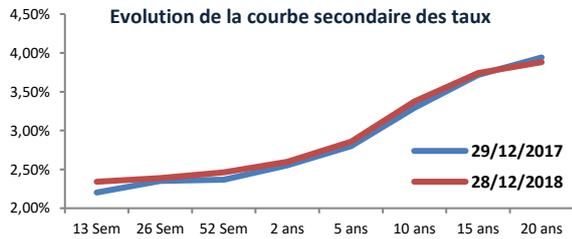
Au niveau des finances publiques, le Trésor a vu son déficit budgétaire se dégrader à 37,5 Mrds de DH de DH contre 35,7 Mrds de DH en 2017. En plus de cette détérioration, le Trésor a, pour la troisième année consécutive, pioché principalement dans le marché local pour faire face à son déficit et rembourser ses tombées en capital. Ainsi, ses levées nettes se sont situées à 28 Mrds de DH en 2018, contre 19 Mrds en 2017 et 15 Mrds de DH en 2016.

Parallèlement aux séances primaires, le Trésor a poursuivi sa politique de gestion active de la dette. Il a, en effet, organisé de multiples séances d'échanges de titres de courtes maturités, contre d'autres, de maturités plus longues dans le but de lisser les pics de remboursement et atténuer l'ampleur de ses tombées. En chiffres, le volume de ces opérations a frôlé les 20 Mrds de DH au titre de l'année 2018, dont 62% ont été échangés contre la maturité 5 ans.

Du côté de l'inflation, cette dernière a enregistré, au terme de l'année 2018, une augmentation de 1,9% par rapport 2017. Cette évolution a concerné aussi bien les produits alimentaires dont l'indice a augmenté de 1,3% que les produits non alimentaires dont l'indice a progressé de 1,8%.

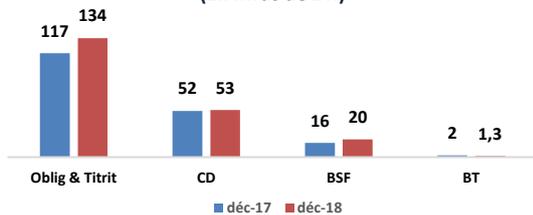
Eu égard à l'ensemble de ces éléments, la courbe des taux a légèrement corrigé à la hausse. Ainsi, le court terme a

pris en moyenne 9 pbs, le moyen terme a augmenté de 5 pbs tandis que le segment long terme de la courbe, peu liquide, est resté globalement stable.



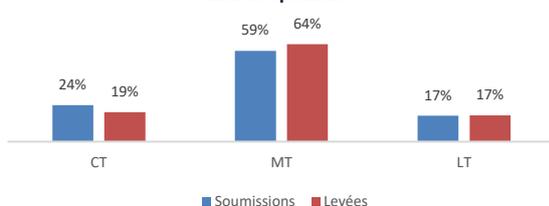
Par ailleurs, d'autres éléments ont favorisé cette correction haussière des rendements obligataires. Parmi eux, on peut citer la concurrence de la dette privée ayant exercé un effet d'éviction sur la dette souveraine. En effet, bon nombre d'investisseurs ont orienté leurs placements vers des instruments plus rémunérateurs, en l'occurrence les titres de dette privée. Cet arbitrage a été rendu possible grâce à l'évolution remarquable de l'encours de cette dernière qui a cru de plus de 21 Mrds de DH en 2018. Cette évolution traduit principalement la hausse de l'encours des « Obligations et Titrisations » qui s'est raffermi de près de 17 Mrds de DH. Dans une moindre mesure, les « Bons de sociétés de financement » et les « Certificats de dépôt » ont vu leur encours augmenter de 4 et 1 Mrds de DH respectivement.

**Evolution de l'encours de la dette privée**  
(En Mrds de DH)



Dans ce contexte de correction haussière des rendements obligataires, les investisseurs ont orienté la majorité de leur demande vers les segments court et moyen terme. Ces deux segments ont, en effet, représenté près de 83% des soumissions alors que le segment long terme n'en a capté que 17%. Respectant cette configuration, le Trésor a retenu l'essentiel de son besoin sur le moyen terme (64%).

**Structure des soumissions et des levées sur le marché primaire**

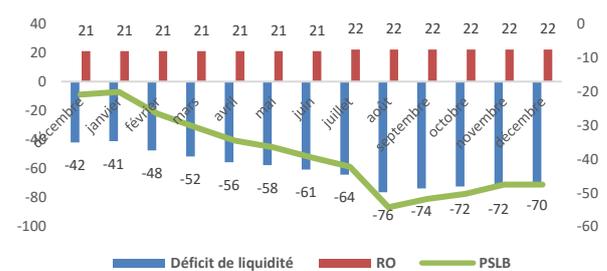


### III- Marché monétaire :

Grandement impactée par les baisse de l'encours des réserves de change et la hausse de la circulation fiduciaire, la situation de la liquidité bancaire a poursuivi sa détérioration en 2018. Pour le premier facteur autonome

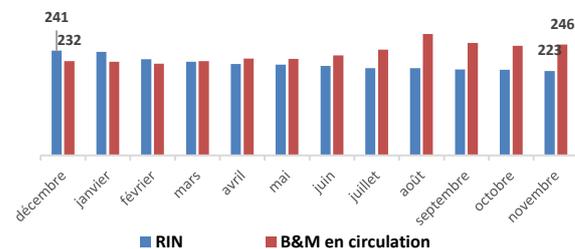
de liquidité, les réserves de change se sont effrités de 11 Mrds de DH pour s'établir à 230 Mrds de DH à fin décembre. La raison derrière cette dégringolade est étroitement liée à la méforme du commerce extérieur. En effet, le solde de la balance commerciale s'est aggravé de près de 15 Mrds de DH au cours de l'année pour se situer à 204,5 Mrds de DH. Ce gap a été davantage creusé par la régression des recettes des MRE (-1,1 Mrds de DH) tandis que le flux net des IDE a augmenté de 7,4 Mrds de DH pour atteindre 33,4 Mrds de DH.

**Evolution de la liquidité bancaire (En Mrds de DH)**



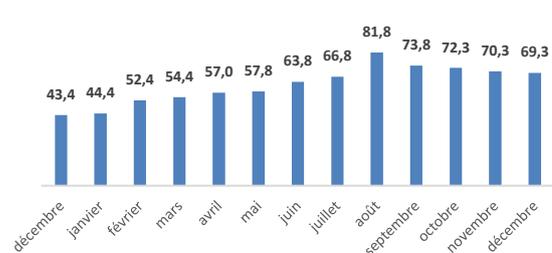
A son tour, la monnaie fiduciaire a exercé un effet restrictif sur la liquidité bancaire. En chiffres, ce facteur de liquidité a été à l'origine d'une ponction de 14 Mrds de DH en novembre 2018, contre 16 et 11 Mrds de DH respectivement en novembre 2017 et 2016.

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



Eu égard à ces éléments, le déficit de liquidité bancaire s'est creusé de 28 Mrds de DH pour se situer, en décembre, à 70 Mrds de DH. Dans la même lignée, compte tenu d'un niveau de réserve obligatoire qui se stabilise aux alentours de 22 Mrds de DH, la position structurelle de la liquidité bancaire est ressortie en territoire négatif à 48 Mrds de DH contre 21 Mrds de DH en 2017.

**Encours des interventions de BAM (En Mrds de DH)**



Face à cette situation, la Banque Centrale a dû renforcer ses injections afin de rétablir l'équilibre du marché. En chiffres, le volume global de la monnaie centrale s'est chiffré à près de 69,3 Mrds de DH à fin 2018, marquant ainsi une hausse de 25,9 Mrds de DH par rapport à 2017.

3