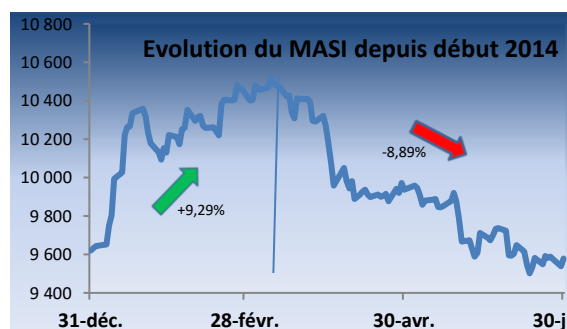


I - Marché boursier :

Retour à la case de départ après une courte embellie

Le bon départ du marché boursier en début d'année, appuyé par l'association d'une multitude de signaux encourageants « bonnes perspectives de croissance économique, reprise de la demande extérieure adressée au Maroc, compagne agricole exceptionnelle » a laissé présager que le marché boursier était enfin en passe de rompre avec le long cycle de baisse où il est confiné depuis 2008. Hélas, l'embellie n'a été que de courte durée. Le mauvais sort a en effet fini par rattraper le marché boursier en faisant voler en éclat pendant la seconde moitié de ce semestre toute la performance engrangée sur le premier. En données chiffrées, et après avoir touché un plus haut de 9,29% au mois de mars, le principal indice de la place a clôturé le semestre sur une variation négative de -0,43% à 9.578 pts. Même constat du côté du baromètre des valeurs les plus actives, qui revient presque à la case de départ après avoir signé une performance proche de 10% plus tôt dans l'année. Tenant compte de cette évolution, le marché traite aujourd'hui à 18,2 fois ses résultats 2014 et offre un rendement de dividende de 4,2%.



Pour ce qui est des facteurs à l'origine de ce retournement de vent, brusque et violent, on cite le repli notable de la masse bénéficiaire de la place de **-12,6% à 22,6 Mrds de DH au terme de l'exercice 2014**, la série inédite des profits warning, et les multiples difficultés que traversent certaines grandes capitalisations de la cote, les immobilières en premier, avec Addoha et Alliances, mais surtout la CGI dont les déboires se sont enflés au point de causer la radiation de son titre de la cote.

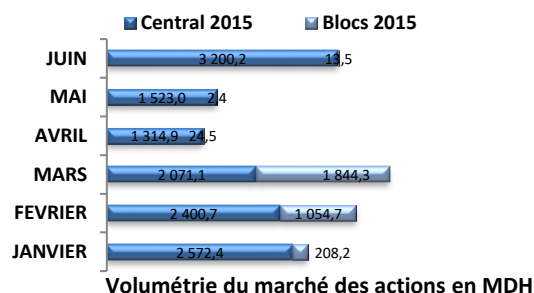
C'est donc sans surprise que les immobilières se positionnent en tête des plus grands contributeurs à l'enlèvement du marché boursier depuis le mois de mars. Derrière eux, figure le mastodonte de la bourse, Maroc Télécom, dont le titre a fortement plongé en raison du flou qui a entouré le dossier d'acquisition par la société des filiales africaines de sa maison mère Etisalat, et du retard qu'elle a pris dans le lancement de son offre 4G.

Ceci étant, d'autres valeurs ont atténué la baisse du marché sur la période, notamment les trois cimentiers qui ont affiché de bonnes performances boursières durant le premier semestre, et ce sous la bonne étoile du projet de fusion entre HOLCIM et LAFARGE qui semble être bien interprété par les opérateurs du marché. Les valeurs agroalimentaires, à l'exception de Centrale Laitière, ont elles aussi affiché une belle remontée, grâce aux retombées positives escomptées de la compagne agricole sur le secteur.

Raffermissement des échanges demeurant toutefois insuffisant

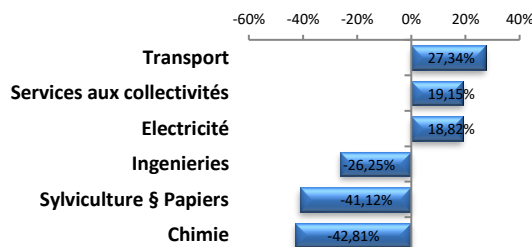
Cote échanges, le flux transactionnel semestriel qui a transité sur le marché actions s'est établi à 16,2 Mrds de DH en augmentation de 15,7% par rapport à la même période de l'année précédente. Cette croissance est tirée par la hausse du flux du marché central (+53,9% à 13,1 Mrds de DH). En revanche, le volume drainé sur le marché de blocs a reculé de 43,1% à 3,1 Mrds de DH.

Sur le compartiment Central, Attijariwafa Bank a été la valeur la plus dynamique en s'accaparant 22,6% des échanges. Elle est suivie par Maroc Télécom et BMCE Bank qui drainent des flux respectifs de 1,9 Mrds de DH et 1,4 Mrds de DH. Le concernant, le marché de blocs a aussi été dynamisé par le couple Attijariwafa Bank et Maroc Télécom, qui monopolise 69% des volumes, avec 1,3 Mrds de DH pour la première valeur, et 819 MDH pour la seconde.



Une orientation sectorielle prêtant à la prudence

Au volet des performances sectorielles, 9 secteurs seulement sur les 22 de la cote affichent une performance semestrielle positive, ce qui vient renseigner sur le caractère disparate de la hausse que connaît le marché.



Plus fortes variations trimestrielles

Le secteur s'étant pourtant le plus distingué est celui du « **Transport** », qui marque une progression de 27,34%, redevable à CTM grâce à l'intérêt croissant que manifestent les investisseurs pour le titre en raison de la généreuse politique de distribution de dividende de l'entreprise et sa solidité financière avérée. Arrive ensuite le secteur « **Services aux collectivités** » avec une ascension de 19,15% inscrite par son unique valeur Lydec. Le secteur « **Electricité** » s'adjuge à son tour une croissance de 17,18% due à la spectaculaire remontée de Taqa Morocco, portée par la progression à deux chiffres de ses indicateurs d'activité en 2014 après consolidation des deux unités Jlec 5&6.

Au bas de l'échelle des plus fortes variations, l'indice « **Chimie** » recule de 43% en raison de la contreperformance de Maghreb Oxygène « -38% » et de SNEP « -41% » qui sont justifiés par les résultats annuels

décevants de la première et par le litige opposant les sociétés Fives FCB et CPC Maroc à la société Ynna Holding pour la seconde. Pâtissant des menaces qui rodent autour de Med Paper, l'indice « Sylviculture & Papiers » se rétracte pour sa part de 41,12%. Derrière, et sous l'effet du plongeon en bourse de Stroc Industrie, l'indice « Ingénierie » lâche 26,25%.

Situation toujours accablante de la bourse de Casablanca

Dans le volet du rapport de stabilité financière, consacré à la Bourse de Casablanca, Bank Al Maghrib a été sévère dans son diagnostic. Il a ainsi implicitement justifié l'atonie actuelle, trouvant le marché cher, peu liquide et concentré. Aussi, pour ne rien arranger les investisseurs ont un comportement moutonnier qui aggrave la baisse des cours en cas de retrait des étrangers.

En effet, pour Bank Al Maghrib le PER de la Bourse de Casablanca est en augmentation à la fin de l'année 2014, étant estimé à 18,1 fois contre 17,5 fois en 2013. Surtout, si ce niveau de valorisation est en nette diminution par rapport à la fin de l'année 2009 où il avait atteint 20,4 fois, il demeure à un niveau relativement élevé par rapport à plusieurs places boursières émergentes, (ex : un PER de 10 en Turquie ou à Abou Dhabi). Selon la banque centrale, cette cherté, ne contribue pas à l'amélioration de l'attractivité de la Bourse de Casablanca auprès des investisseurs.

Par ailleurs, Bank Al Maghrib constate que le manque de liquidité s'est aggravé en 2014 avec un ratio de liquidité qui a rechuté à 8,25% en 2014 après le rebond enregistré en 2013 à 11,1% (un pic de 17% en 2008). Cette faiblesse de la liquidité avec un niveau jamais atteint depuis six années, affecte l'efficacité du marché et peut constituer un facteur aggravant, en cas de tensions sur le marché. Surtout, l'entrée en vigueur de la loi sur les prêts de titres n'a pas, pour l'instant, eu d'effet positif sur la liquidité en 2014. Notons que plus que la cherté, la liquidité constitue l'handicap majeur du marché boursier, notamment avec une faible profondeur, faisant fuir les investisseurs étrangers.

Pour ne rien arranger, en plus du manque de liquidité, le marché souffre selon Bank Al Maghrib de la concentration de la Bourse sur un nombre très limité d'émetteurs (cinq valeurs cotées représentent 56,8% de la capitalisation), ce qui constitue une source de fragilité pour le système financier. En effet, un incident de parcours d'une ou deux grosses capitalisations, peut faire plonger le marché en entier.

Aussi, Bank Al Maghrib qui a apprivoisé la psychologie collective du marché boursier, a rappelé qu'en cas de crise financière internationale, la Bourse de Casablanca reste exposée au risque de retrait des capitaux étrangers. En particulier, même si les étrangers ne détiennent en 2014 que 13,7% du flottant en bourse, l'impact d'un éventuel retrait peut être amplifié par les effets moutonniers des investisseurs. En effet, rappelons que les investisseurs étrangers ont l'habitude de réclamer l'exécution de leur mouvement en bourse dans un laps de temps court, contrairement aux institutionnels locaux pouvant se montrer patients.

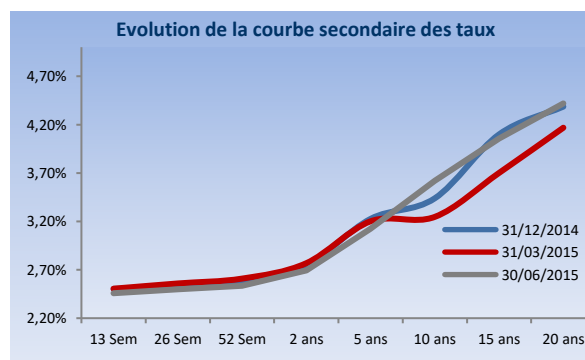
Enfin, en terme de financement de l'économie, force est de constater que la contribution du marché boursier a atteint un niveau marginal. En effet, le montant des levées de fonds via la bourse est passé de 7,5 Mrds de DH en 2012 à 1,5 Mrds de DH. Il représente 4% du financement total de l'économie, en chute depuis 2007 où ce taux était de 7%.

Marché obligataire :

Pentification de la courbe des taux :

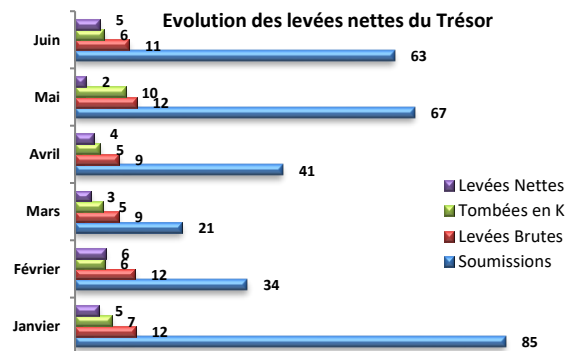
Dans un contexte macroéconomique marqué par un retour de la croissance économique, une montée de l'inflation et une poursuite de l'amélioration de la situation de la liquidité, la courbe des taux d'intérêt a connu un mouvement de pentification au cours du deuxième trimestre de 2015. En effet l'économie nationale affiche de bonnes perspectives de croissance pour l'année 2015. Elle aurait atteint au deuxième trimestre un taux de 4,3% au lieu de 4,1% au premier trimestre. L'indice des prix à la consommation aurait, pour sa part, augmenté de 2%, en variation annuelle, au deuxième trimestre après une croissance de 1,5% au premier trimestre. La liquidité bancaire continue quant à elle de profiter du bon comportement des réserves internationales nettes pour atténuer l'ampleur de son déficit d'environ 9 milliards de dirhams.

En conséquence, le comportement des investisseurs lors des séances primaires a été particulièrement marqué par une orientation des soumissions vers le court et moyen termes, segments qui présentaient un potentiel de baisse des taux. La demande sur ces segments s'est en effet élevée à 160 milliards de dirhams durant le deuxième trimestre de 2015 contre 109 milliards de dirhams un trimestre plutôt. Ceci a exercé une pression baissière sur cette partie de la courbe dont les niveaux ont baissé de 6 pbs en moyenne pour le court terme et de 10 pbs pour le moyen terme. En même temps, les investisseurs ont délaissé les segments longs termes, trop sensibles, afin de se prémunir contre toute éventuelle correction haussière des taux. La demande sur cette partie s'est ainsi inscrite en baisse de 19 milliards sur le deuxième trimestre de 2015 pour atteindre 11 milliards de dirhams. Les investisseurs ont également revu à la hausse leurs exigences de rendements engendrant une hausse moyenne de 30 pbs des taux longs.



De l'autre côté, l'offre de titres sur le marché primaire a été légèrement plus restreinte. Pour cause, le redressement des comptes du Trésor qui, à fin juin, affiche un déficit budgétaire de l'ordre de 20,3 Mrds en atténuation de 12,8% par rapport à son niveau de juin 2014. Cette performance est essentiellement attribuable, d'une part, à la décompensation qui a généré sur un an glissant une économie de 4 Mrds de DH et de l'autre aux dépenses d'investissement qui ont vu leur enveloppe se rétrécir de 300 MDH. Sous cet effet, le Trésor a naturellement réduit son recours au marché primaire des bons du Trésor. Il a en effet procédé à des levées

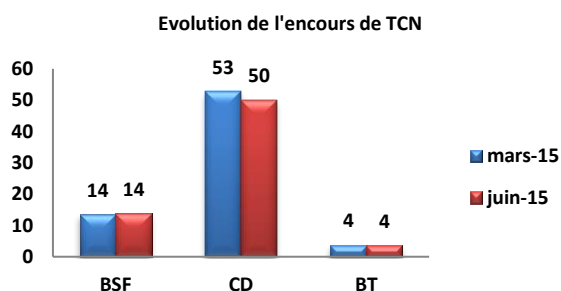
brutes totalisant 31 Mrds de DH contre 32 un trimestre plutôt.



Structure des soumissions			
Mois/Maturité	<= 52 semaines	2 à 5 ans	>= 10 ans
Janvier	28,8%	47,0%	24,1%
Février	41,8%	33,4%	24,8%
Mars	73,3%	19,6%	0,5%
Avril	6,4%	5,4%	10,3%
Mai	49,9%	45,8%	4,4%
Juin	39,2%	54,6%	6,2%
Total S1	42,5%	44,1%	13,3%

Structure des levées			
Mois/Maturité	<= 52 semaines	2 à 5 ans	>= 10 ans
Janvier	25,2%	42,9%	31,9%
Février	27,5%	38,1%	34,4%
Mars	80,3%	19,7%	0,0%
Avril	81,0%	13,2%	5,8%
Mai	35,4%	62,8%	1,8%
Juin	30,9%	60,2%	8,9%
Total S1	43,6%	41,5%	15,0%

S'agissant du compartiment de la dette privée, l'encours global des titres de créances négociables a poursuivi sa baisse entamée depuis le début de l'année. Il s'est en effet chiffré, à fin juin 2015, à 67,5 Mrds de DH contre 70,1 à fin mars 2015. Ce retrait est attribuable aux faibles recours des banques de la place au marché de la dette. Après une baisse de 9 Mrds enregistrée en premier trimestre, l'encours des CD plonge encore une fois de 3 Mrds de DH pour atteindre 50 Mrds en juin. L'amélioration de la situation de la liquidité conjuguée aux émissions que les principales banques ont effectuées sur le compartiment obligataire en sont les principaux facteurs explicatifs.

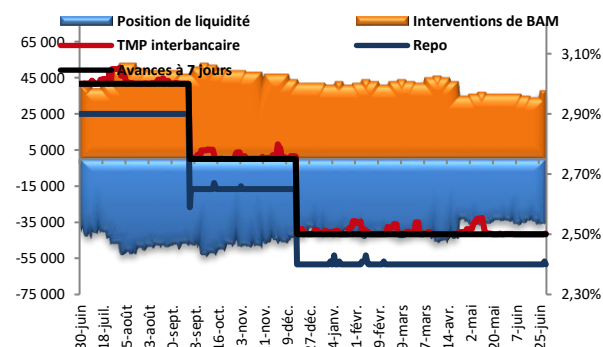


Marché monétaire :

Liquidité bancaire portée par les réserves de change

Les trésoreries bancaires se sont globalement détendues durant le deuxième trimestre 2015. Leur déficit s'est en effet atténué de 9 milliards de dirhams passant de 44 milliards de dirhams en mars à 35 milliards de dirhams à fin juin. Compte tenu du maintien au même niveau de la réserve obligatoire, cette atténuation est le résultat des deux effets opposés exercés par deux facteurs autonomes de liquidité. D'un côté, les réserves internationales nettes ont été à l'origine d'un effet expansif avoisinant les 12,5 milliards de dirhams en relation avec le placement par l'OCP auprès du système bancaire du montant de sa levée internationale ayant porté sur 1 milliard de dollars. De l'autre côté, la hausse de la circulation de la monnaie fiduciaire occasionnée par la période estivale et le mois sacré du Ramadan a exercé un effet restrictif de 3,9 milliards de dirhams sur la liquidité bancaire.

Face à cette amélioration, les interventions de Bank Al Maghrib se sont inscrites en baisse. En effet l'institution d'émission a procédé, en moyenne, à des injections avoisinant les 38 milliards de dirhams contre 42,6 milliards de dirhams un trimestre plutôt.



Dans ce contexte, les taux monétaires n'ont pas connu de variations majeures courant le trimestre. Le TMP interbancaire est ainsi resté proche du taux directeur et a traité en moyenne à 2,51% alors que sur le compartiment des repos, la rémunération quotidienne moyenne s'est élevée à 2,40%.

Notons par ailleurs, qu'à l'issue de sa réunion trimestrielle, la Banque Centrale a décidé de maintenir inchangé son taux directeur à 2,5%. L'institut d'émission table sur un taux de croissance de 5%. Celle-ci devrait être tirée par le haut par l'augmentation de 15% de la valeur ajoutée agricole, à l'heure où le rythme des activités non agricoles devrait s'accélérer légèrement pour avoisiner 3,5%.