

I - Marché boursier :

Essoufflement de la dynamique haussière

Après l'époustouflante hausse observée en début d'année, le marché boursier marocain s'est engagé depuis le mois de mai et jusqu'à fin juin dans une spirale fortement baissière pour réduire de moitié sa performance engrangée plus tôt dans l'année. Cette inflexion brutale et rapide est mieux perceptible dans le comportement du principal indice du marché qui, après avoir accumulé une performance de 14,58% au 10 mai 2016, a piqué du nez pour perdre 7,05% de sa valeur en moins de deux mois.

S'interrogeant sur la raison de ce repli, on s'aperçoit qu'elle tient à la conjonction d'une multitude d'événements défavorables ayant fortement altéré le moral des investisseurs. On en cite notamment, le prononcement de la liquidation de la SAMIR par la Cour d'appel de commerce de Casablanca, la publication des réalisations financières annuelles 2015 d'ALLIANCES qui ont dévoilé au grand jour une perte sèche pour le groupe s'élevant à 1,8 Mrds de DH, et l'abaissement de la pondération du Maroc dans le MSCI FM à l'occasion de la révision semi-annuelle de l'indice. Concernant ce dernier point, il convient de préciser qu'hormis BMCE, BCP et Wafa Assurance, toutes les autres valeurs marocaines dans l'indice ont accusé une baisse de pondération.



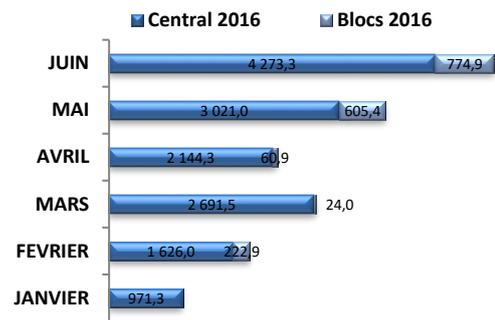
Au bilan, le principal indice du marché, boucle la première moitié de l'année sur une performance de 6,50%. Une performance qui, en dépit de son rétrécissement depuis le 10 mai, demeure louable compte tenu du contexte macroéconomique peu favorable où elle s'inscrit (prévision d'une régression à deux chiffres de la valeur ajoutée agricole et d'un ralentissement prononcé du PIB non agricole).

En somme, la résilience du marché qui contraste radicalement avec la conjoncture macroéconomique semblerait trouver son origine dans la publication par les sociétés de la cote de résultats annuels 2015 globalement satisfaisants (hausse de la masse bénéficiaire de 1,6%, hors SAMIR et ALLIANCES), mais surtout dans le manque d'alternatives de placement dans un contexte d'accentuation de la baisse des taux obligataires et monétaires.

Quasi stagnation des échanges : bon comportement du marché central

En termes de flux, le volume échangé sur la place casablancaise s'est élevé à 16,4 Mrds de DH au titre des six premiers mois de 2016, contre 16,2 Mrds de DH sur

la même période une année auparavant. Cette stabilité apparente dissimule toutefois des évolutions distinctes sur le compartiment central et de blocs du marché.



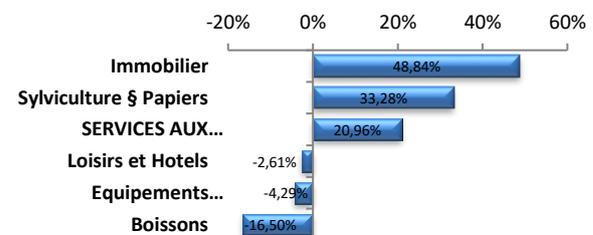
Volumétrie du marché des actions en MDH

Sur le premier compartiment, les échanges ont accusé en effet une progression de 12,6% à 14,7 Mrds de DH. Et c'est l'action BCP qui arrive en pole position des valeurs les plus actives avec 2,6 Mrds de DH drainés sur la valeur, soit près de 17,4% des échanges. Le Top 3 des valeurs les plus actifs est complété, dans l'ordre, par ATTIJARIWafa BANK (2,5 Mrds de DH, 17,1%) et ADDOHA (1,8 Mrds de DH, 12,1%).

Pour sa part, le marché de blocs a généré un volume se limitant à 1,7 Mrds de DH, en fort déclin de 46% comparé au volume qui y a été brassé une année plus tôt. Celui-ci a été concentré à hauteur de 25,7% par BCP, 14% par SMI, et 10,5% par Wafa Assurance.

Des performances sectorielles toujours orientées à la hausse

Au volet des performances sectorielles, 17 secteurs sur les 22 de la cote affichent une performance semestrielle positive. Ceci vient renseigner sur le caractère quasi général de la hausse qui se répand le marché.



Plus fortes variations semestrielles

Le secteur ayant pourtant le plus profité de la poussée haussière est celui de l'« Immobilier » avec un indice en progression de 48,84%. Son ascension se doit à la bonne tenue des trois principales valeurs du secteur avec en première position Addoha qui fait un grand rattrapage (+53,25%), portée par les retombées positives de son Plan Génération de Cash « PGC ». Alliances voit à son tour son cours propulser de 51,22%, au moment où Résidence Dar Saada signe une progression inférieure, mais qui n'en demeure pas moins remarquable de près de 37%.

Pour sa part, l'indice « Sylviculture \$ Papiers », remonte la pente, après des années d'effritement, en signant une progression de 33,28%. Une progression redevable à l'unique valeur du secteur Med Paper qui se reprend après l'instauration par le département de commerce

extérieur d'un droit additionnel sur les importations de papier pour une durée de 4 ans.

Le secteur « **Services aux collectivités** » s'adjuge à son tour une croissance de 20,96% à mettre à l'actif de Lydec qui reconquit les investisseurs après la signature entre l'ONEE et l'autorité déléguante d'une convention devant augmenter le champ d'actions de Lydec sur le plan régional et renforcer son chiffre d'affaires global.

Au bas de l'échelle, et pâtissant de la méforme de Brasserie du Maroc, l'indice « **Boissons** » se rétracte de 16,5%. L'indice « **Equipements électroniques et électriques** », impacté à son tour par les pertes accusées par son seul titre NEXANS MAROC cède 4,29%. Enfin, sous l'effet des inquiétudes qui attachent encore l'avenir de RISMA, l'indice « **Loisirs et Hôtels** » se rétracte de 2,61%.

Diagnostic du marché : Situation toujours accablante

Dans son rapport de stabilité financière rendu public en ce mois de juillet, Bank Al Maghrib a été sévère dans son diagnostic sur la Bourse de Casablanca. Elle a particulièrement examiné les questions ayant trait à la liquidité, la concentration de la capitalisation boursière, et la contribution du marché dans le financement de l'économie. De cet examen découle les conclusions suivantes :

Une faible liquidité qui devient structurelle : la liquidité de la place boursière de Casablanca demeure en effet très faible. Mesurée à travers le rapport entre le volume échangé et la capitalisation boursière, elle s'est située à seulement 8,49% en 2015. La faiblesse de la liquidité ne favorise naturellement pas l'efficacité du marché et peut constituer un facteur aggravant, en cas de tensions sur le marché, susceptible d'augmenter le coût des transactions et d'accélérer une éventuelle baisse des cours.

Un niveau important de concentration : la concentration du marché boursier sur certains émetteurs est en amplification continue dans la mesure où cinq valeurs cotées représentent 64% de la capitalisation boursière globale contre 56,8% en 2014 et 54% en 2013. A elle seule, Itissalat Al Maghrib en représente 22% suivie d'Attijariwafa Bank avec 15%.

Une contribution au financement de l'économie qui demeure marginale : la contribution du marché boursier demeure marginale même si elle s'est légèrement relevée à 5% et ce, après deux années de baisses consécutives. Le montant des levées de fonds via la Bourse est passé de 1,5 Mrds de DH en 2014 à 2,9 en 2015.

Des points positifs surgissent toutefois de cette étude. Ils concernent le niveau relativement faible de la volatilité du marché, et sa capacité de résilience face à une éventuelle crise financière internationale.

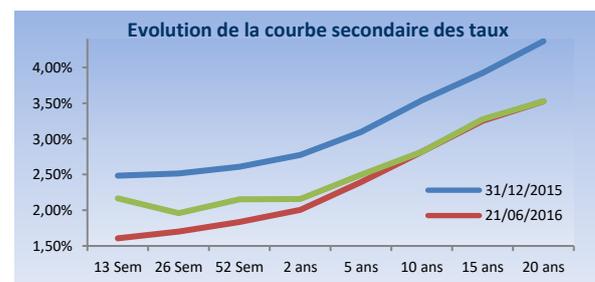
Pour le premier point, la mesure de la volatilité historique de la bourse de Casablanca atteint en 2015 8,27% pour le MASI et 8,70% pour le MADEX et respectivement 9,89% et 10,21% en mai 2016. Ceci étant, comparé à la volatilité des places internationale comme Paris et Amsterdam qui s'élève respectivement à 23,55% et 23,50% en 2015, la volatilité de la place casablancaise reste à des niveaux relativement modérés.

Au sujet de la capacité de la bourse de Casablanca à faire face aux crises financières internationales notant qu'à la fin de l'année 2015, les étrangers détiennent 13,8% du flottant en bourse contre 13,7% en 2014 et 14,2% en 2013. Or, l'ensemble du flottant ne représente que 23,37% de la capitalisation boursière. L'impact d'une éventuelle crise financière internationale sur la bourse de Casablanca à travers un retrait des capitaux étrangers non stratégiques semble limité, bien qu'il puisse avoir un effet amplificateur dû aux comportements moutonniers possibles chez les investisseurs locaux.

Marché obligataire :

Sous l'effet de la conjonction de plusieurs facteurs, le marché des taux a évolué au cours du premier semestre de manière disparate. Le raffermissement de la position structurelle de liquidité bancaire, l'amélioration des fondamentaux du Trésor et la politique monétaire sont les principaux éléments qui ont pesé dans la balance des forces. N'en demeure que le dernier mot dans le comportement du marché s'attribue à l'évolution de la situation de liquidité bancaire.

Sur l'ensemble, l'orientation des taux d'intérêt a été baissière bien que cette tendance cache une évolution en deux phases.



La première phase s'est étendue du début de l'année jusqu'au conseil de la Banque Centrale qui s'est tenu le 21 juin 2016. Pendant cette période, les taux d'intérêt ont emprunté le seul chemin de la baisse. Une orientation motivée par une demande importante sur les Bons du Trésor combinée à une offre qui s'est faite rare.

La baisse des taux a d'autant plus été accentuée par la décision de la Banque Centrale, survenue en mois de mars, de revoir à la baisse le taux directeur afin de stimuler la croissance économique.

Au côté de l'ajustement des taux apporté par BAM, cette configuration du marché résulte, d'une part, dans la résorption du déficit de liquidité bancaire de près de 13 Mrds de DH entre décembre et mai pour se situer à 3,5 Mrds de DH, et de l'autre, dans l'amenuisement des besoins du Trésor qui, à fin mai, ont marqué une baisse de 17% à seulement 26 Mrds de DH.

Structure des soumissions			
Mois/Maturité	<= 52 semaines	2 à 5 ans	>= 10 ans
Janvier	23,8%	57,0%	19,2%
Février	21,8%	27,2%	51,0%
Mars	46,8%	51,3%	1,9%
Avril	31,4%	46,8%	21,8%
Mai	51,2%	34,6%	14,2%
Juin	69,0%	23,6%	7,4%
S1 2016	37,2%	40,0%	22,9%
Structure des levées			
Mois/Maturité	<= 52 semaines	2 à 5 ans	>= 10 ans
Janvier	16,6%	43,1%	40,3%
Février	10,6%	25,5%	63,9%

Mars	23,1%	65,4%	11,5%
Avril	19,0%	66,7%	14,3%
Mai	35,8%	31,3%	32,8%
Juin	80,8%	19,2%	0,0%
S1 2016	27,0%	34,9%	38,1%

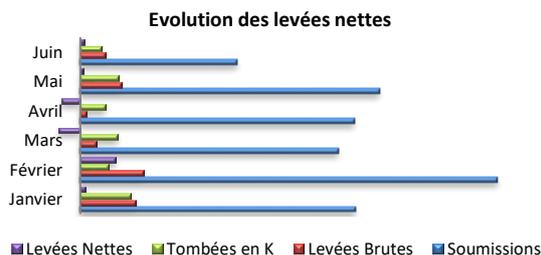
Au niveau de la demande, désireux de profiter pleinement de la tendance du marché, les investisseurs ont manifesté une forte demande sur les Bons du Trésor ayant atteint 250 Mrds de DH sur les cinq premiers mois. Leur intérêt s'est, par ailleurs, orienté vers le moyen et long terme afin de sensibiliser davantage leurs portefeuilles.

En conséquence, le long terme s'est effrité, en moyenne, de 74, le moyen terme et 73 pbs, tandis que le court terme a baissé de 82 pbs

La revue à la hausse du coefficient de la réserve monétaire obligatoire effectuée par la Banque Centrale lors de son conseil du 21 juin a signé le début de la deuxième phase. Constatant que les taux monétaires s'écartaient significativement du taux directeur « touchant des plus bas de 1,50% pour le Repo jj et 1,94% pour le TMP interbancaire », BAM a pris la décision d'augmenter le coefficient de la réserve monétaire obligatoire de 2% à 4% afin.

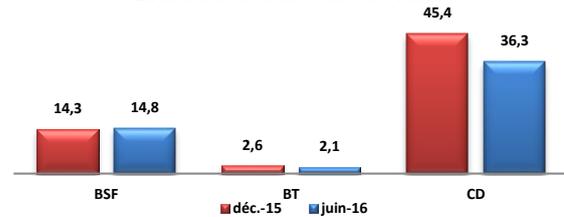
Cette décision a induit une ponction de liquidité de l'ordre de 9 Mrds de DH et a ramené le besoin de liquidité bancaire à 16 Mrds de DH à fin juin. Face à cette situation, l'intervention de la Banque Centrale est devenue un impératif pour rétablir l'équilibre du marché. Elle a, en effet, injecté de la liquidité via les avances à 7 jours et à 24 heures accordées respectivement aux taux de 2,25% et 3,25%!

Avec cette nouvelle donne, les investisseurs ont réduit significativement le volume de leurs soumissions qui s'est limité en mois de juin à 26 Mrds DH contre une moyenne mensuelle de 46 Mrds de DH sur la période. Ils ont également délaissé les segments sensibles, à savoir le moyen et le long terme, au profit du court terme. Dans le détail, ce dernier a capté 69% de la demande globale, contre 23% et 7% respectivement pour le moyen terme et le long terme.



Dans ces conditions, les rendements obligataires, particulièrement ceux du court et moyen terme, se sont orientés quasi instantanément à la hausse. Ils ont gagné, en moyenne, 38 pbs pour le premier et 13 pbs pour le second.

Evolution de l'encours de TCN



Sur le compartiment de la dette privée, l'encours de Titres de Créances Négociables a encore une fois marqué une forte baisse de 14% pour se situer à 53 Mrds de DH. Le faible recours des banques au financement via les Certificats de Dépôts (CD) en est la raison principale. En effet, l'encours de ces instruments s'est amoindri de 9 Mrds de DH à 45 Mrds de DH.

Marché monétaire :

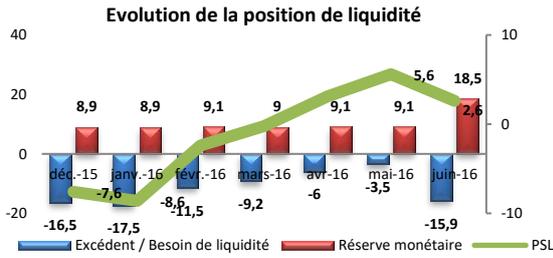
La situation de la liquidité bancaire a connu au cours du premier semestre des changements majeurs au grès de l'évolution de multiples facteurs aux impacts opposés. D'une part, elle a été portée par la bonne dynamique des réserves internationales nettes dont l'encours s'est apprécié de 24% en glissement annuel à 244 Mrds de DH, et ce malgré la méforme du commerce extérieur.

Encadré : Analyse des comptes extérieurs :

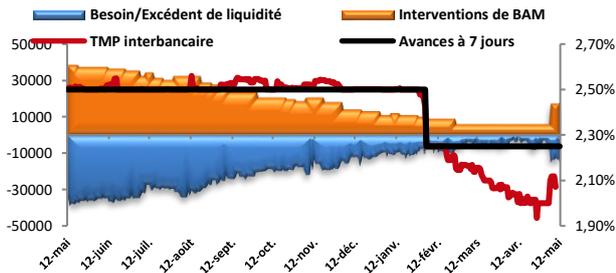
L'analyse des comptes extérieurs à fin juin laisse apparaître une aggravation de 5,2 Mrds de DH du déficit commercial à 85,2 Mrds de DH. Elle découle d'une hausse des importations (3,7%) plus importante que celle des exportations (1,6%). L'évolution des importations s'explique principalement par l'augmentation de 15,4% des acquisitions de biens d'équipement. En revanche, l'atténuation de la facture pétrolière a permis un repli de 31,6% des achats de produits énergétiques. Pour ce qui est des exportations, les expéditions de la construction automobile ont progressé de 15%, les ventes de phosphates et dérivés ont en revanche poursuivi leur tendance baissière entamée en février avec un repli de 12%. Concernant les autres rubriques du compte courant, les recettes de voyages ont progressé de 2,9% et les transferts des MRE de 3,9%. S'agissant des flux d'investissements directs étrangers (IDE), leur solde s'est affaibli de 3,6 Mrds de DH à 12 Mrds de DH.

De l'autre, la liquidité bancaire s'est fortement impactée par la revue à la hausse du coefficient de la réserve obligatoire. Cet ajustement monétaire s'est, en effet, soldé par une ponction de près de 9 Mrds de DH et à été l'origine d'un resserrement de la liquidité en mois de juin.

En ce qui la concerne, la circulation fiduciaire a eu dans l'ensemble un impact quasi-neutre sur la liquidité bancaire bien que son évolution, sur les cinq premiers mois, a été volatile. Elle a d'abord exercé un effet expansif sur la liquidité bancaire au cours des trois premiers mois avant que cet effet ne se dissipe entre avril et mai.



Dans ce contexte, le besoin de liquidité, qui se situait à 16,5 Mrds de DH en début d'année, boucle le premier semestre proche des 16 Mrds de DH après avoir atteint, en mois de mai, un plus bas à 3,5 Mrds de DH.



Evoluant au sens opposé du déficit de liquidité, les taux monétaires ont dans un premier temps baissé pour creuser un écart important par rapport au taux directeur allant jusqu'à 75 pbs pour le Repo jj et 31 pbs pour le TMP interbancaire avant d'emprunter le chemin de la hausse suite au resserrement de liquidité. Ils ont ainsi bouclé le semestre à 1,75% pour le Repo jj et à 2,05% pour le TMP interbancaire.