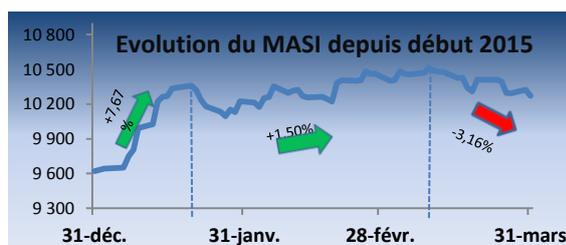


I - Marché boursier :

Bonne orientation des indices performance

Propulsé par les prémisses d'une bonne année agricole, la relance prévue des investissements publics et privés, la reprise de la demande extérieure adressée au Maroc, et de façon plus résonnante, par les perspectives dressées d'une croissance économique devant frôler 5% en 2015 au lieu de 2,4% en 2014, le marché des actions réalise une belle prouesse en ce début d'année. Le Masi, principal indicateur de la cote, se voit en effet cumuler une performance remarquable de 6,75% à 10.270 pts. Le bilan est légèrement meilleur du côté du baromètre des valeurs les plus actives, le Madex, qui profite de l'intérêt exercé sur les blue-chips de la place, et progresse de 7,45%. À la lumière de ces orientations, La capitalisation boursière se renforce, affichant un élargissement substantiel de 33,5 Mrds de DH à près de 517,9 Mrds de DH.



Mais loin d'être lisse et monotone, cette ascension est sillonnée de hausses et des baisses que l'on peut agréger sommairement en trois phases distinctes : Une première, s'étendant jusqu'au 20 janvier, pendant laquelle l'indice du marché a emprunté une trajectoire fortement haussière pour atteindre un premier sommet de +7,67%. En plus d'être appuyé par les bonnes perspectives économiques qui se profilait à l'horizon, le marché doit son envolée sur la période à la poursuite de la baisse des taux sur le marché obligataire, qui rendaient, en temps et lieu, l'alternative d'investissement en bourse plus attractive. Du 20 janvier au 10 mars, l'euphorie et l'emportement se sont mis à céder la place à l'hésitation et l'incertitude en raison des résultats mitigés des sociétés de la cote, et de la succession des profits warnings qui donnaient à prévoir une régression considérable des réalisations au titre de 2014. Le plus pesant parmi ces avertissements est celui annoncé par Alliances, ou encore celui sorti par sa consœur Addoha, bien que cette dernière l'ait atténué en le greffant avec son plan dénommé « génération de cash ».

Tant bien que mal, la place boursière a su garder le cap haussier pendant la période, et ce grâce au bon comportement de Maroc Telecom et de certains autres majors de la place, en particulier Attijariwafa Bank et la BCP. Sous cet effet, le marché a grignoté

quelques points encore, clôturant la période sur une performance annuelle proche de 10%.

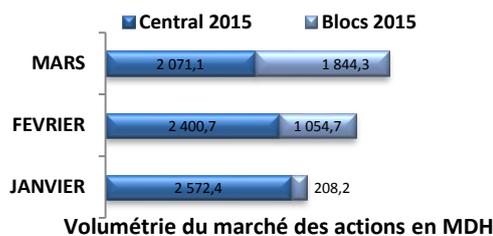
Mais pour l'épisode de baisse, ce n'était que partie remise, étant donné que les publications décevantes ont continué d'affluer, ce qui a fini par avoir raison du moral des investisseurs et faire flancher le marché. A partir du 11 mars, l'indice général du marché a ainsi entamé un virage formellement baissier, pour perdre 3,16% en trois semaines de cotation, et ramener, par la même occasion, sa performance trimestrielle à 6,75%.

Mais gare à la cherté de la place

Compte tenu de l'évolution globalement haussière des cours sur le trimestre, qui se conjugue à une régression à deux chiffres des résultats des entreprises de la cote au terme de l'exercice 2014, le marché marocain perd de son attractivité par rapport aux places comparables, en devenant encore plus cher, et moins rémunérateur ; Il traite désormais à 17,6 fois ses résultats 2014, et offre un rendement de dividende de 3,9%.

Raffermissement ostensible des échanges

Coté flux, après une année 2014 majoritairement atone, on a assisté en ce début d'année à une reprise des échanges. La volumétrie globale du marché a en effet accusé un sursaut manifeste de 58,5% à 10,1 Mrds de DH. Cette reprise intègre une hausse de 69,1% des échanges sur le marché Central à 7 Mrds de DH, et une ascension de 39,6% de l'animation du marché de blocs, qui canalise 3,1 Mrds de DH contre 2,2 Mrds durant le premier trimestre de 2014.



Le flux négocié sur le compartiment central a été essentiellement drainé par Itissalat Al-Maghrib (1,2 Mrds de DH), Attijariwafa Bank (944 MDH), Cosumar (871 MDH), et BCP (509 MDH) qui ont accaparé 50,28% du flux transactionnel global. En dehors d'IAM, ATW, et BCP, habituées à figurer dans ce palmarès, le flux exceptionnel généré par le sucrier Cosumar provient de la cession par la SNI de ses parts résiduelles dans la valeur (9,1% du capital), directement sur le marché central, plutôt que de recourir à une Offre Publique de Vente «OPV» comme prévu initialement.

Le concernant, le marché de gré à gré a été animé par les valeurs Attijariwafa Bank (1,35 Mrds de DH) Itissalat Al-Maghrib (819 MDH), et BCP (484 MDH).

Une orientation sectorielle prêtant à la prudence

Au volet des performances sectorielles, 10 secteurs seulement sur les 22 de la cote affichent une performance annuelle positive, ce qui vient renseigner sur le caractère disparate de la hausse que connaît le marché.

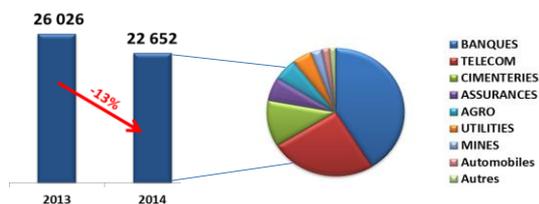
Le secteur ayant pourtant le plus profité de la poussée haussière est celui du « Transport », qui marque une progression de 18,77%, redevable à CTM. Celle-ci étant fortement convoitée par les investisseurs en raison de sa généreuse politique de distribution de dividende. Le secteur « Electricité » s'adjuge à son tour une croissance de 17,18% due à la spectaculaire ascension 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, et pâtissant des menaces de faillite qui rodent autour de Med Paper, l'indice « Sylviculture & Papiers » se rétracte de 36,5%. L'indice « Chimie », impactée par le litige opposant les sociétés Fives FCB et CPC Maroc à la société Ynna Holding, cède quant à lui 33,06%. Derrière, l'indice des « Loisirs & Hôtels » lâche 17,47% sous l'effet du plongeon en bourse du titre Risma.

LECTURE DES RESULTATS 2014

Les résultats des sociétés cotées au titre de l'exercice 2014 ont déçu plus d'un. Alors que le cru du premier semestre laissait entrevoir une bonne orientation annuelle des résultats, et une rupture avec l'effritement des marges que subissaient les sociétés de la cote des années durant, des facteurs non pris en compte semblent en avoir décidé autrement. Et dans leur acharnement sur les sociétés de la cote, ils n'ont pas fait dans la demi-mesure.

Les profits des entreprises ont en effet connu un violent déclin de près de 13% en 2014. Ils n'ont pas enregistré pareille correction sur les dix dernières années. L'ampleur du déclin est telle que 11 sociétés ont émis des alertes sur leurs résultats « Samir, Alliances, Managem, SMI, CMT, Jet Contractors, Fenie Brossette, ... », ce qui vient égaler l'ancien pic d'alertes observé en 2011.



Masse Bénéficiaire (en MDH): Evolution et contribution par secteur

Le principal responsable du revirement inattendu de tendance n'est autre que le raffineur des produits pétroliers SAMIR, qui enregistre dans ses comptes au terme de 2014 une variation de stock négative de près de 3 Mrds de DH induite par la forte chute du cours de pétrole à l'international. Les immobilières Alliances et Addoha, ne sont pas en reste. Elles cristallisent ensemble une grande partie des pertes du marché. La

première attribue ses résultats à la réforme de l'activité de sa filiale EMT Construction ainsi qu'à la régression des pôles résidentiel et golfique, tandis qu'Addoha attribue ses déboires au ralentissement de la demande de logements et à certaines difficultés financières.

Mais l'année n'a pas été difficile pour tout le monde. Les banques ont dégagé 9,6 Mrds de DH de profits en 2014, en hausse de 9,6%. La puissance de cette croissance vient de la performance exceptionnelle de l'activité des marchés ainsi que des filiales à l'étranger. Maroc Télécom s'en est également bien sorti pendant cet exercice, en hissant ses profits de 5,6% à 5,5 Mrds de DH, grâce à la bonne tenue des filiales africaines, à l'atténuation de la baisse sur le marché local, et à la non-réurrence d'une charge exceptionnelle liée au règlement d'un litige fiscal.

Dans ces conditions, la capacité bénéficiaire globale des sociétés recule de 12,8% à 22,6 Mrds de DH, la marge nette globale ressort elle à 9,2%, en baisse de 1,4 pts en variation annuelle.

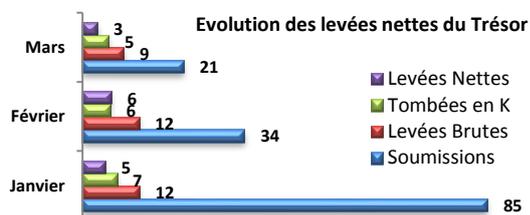
Coté rétribution, la masse de dividendes à distribuer au titre de l'exercice 2014 ressort en baisse de 10,5% à 19,7 Mrds de DH. Comme à l'accoutumée, Maroc Télécom demeure le plus gros distributeur de dividendes, soit près de 31% de la masse globale à 6 Mrds. En seconde position, les banques polarisent 24% de la masse des dividendes, en proposant à leurs actionnaires un montant de 4,8 Mrds.

II - Marché obligataire :

Le marché obligataire a évolué durant le premier trimestre 2015 en deux phases disparates. La première, entamée depuis le début de l'année jusqu'à fin février, s'est caractérisée par la poursuite de l'orientation baissière des taux. Pendant cette période, qui correspond généralement à celle de prise de décisions d'allocation d'actifs, les investisseurs ont manifesté une forte demande pour les titres souverains. Dans leurs choix d'investissement, ces derniers étaient motivés par l'embellie économique qui se profilait à l'horizon, mais aussi empressés de se ressourcer au plus vite, par anticipation d'une éventuelle baisse imminente du taux directeur. Les soumissions lors des séances d'adjudications sont alors montées en flèche pour avoisiner les 119 Mrds de DH au titre des deux premiers mois de l'année. Les levées brutes se sont en revanche limitées à 24 Mrds de DH,

Le manque d'appétit du Trésor pour ces soumissions qui sont à la fois abondantes, et attractives, s'explique par le redressement relatif de ses comptes en ce début d'année. En effet, sur les trois premiers mois de l'année, l'argentier du Royaume affiche un déficit budgétaire de 12,3 Mrds de DH en atténuation de 17% par rapport à son niveau au T1-2014. Cette maîtrise du besoin de financement est liée à une évolution plus importante des recettes ordinaires (+6,9%) par

rapport à celle enregistrée par des dépenses ordinaires (+6,2%).



En conséquence, l'ensemble de la courbe des taux a corrigé à la baisse. Le court terme a perdu en moyenne 8 pbs, le moyen terme 25 pbs, tandis que le long terme s'est délesté de 32 pbs.

Mais cette baisse, excessive au goût de certains investisseurs (Rendement d'un BDT 52 Sem en dessous du taux directeur), a incité ces derniers à chercher d'autres véhicules de placements, plus rémunérateurs, en l'occurrence la dette privée. Le manque d'intérêt pour les BDT a alors entraîné le marché obligataire à partir du fin février, dans une nouvelle phase de hausse des taux d'intérêt.

La publication des données relatives à l'indice des prix à la consommation au titre du mois de janvier ayant fait ressortir une inflation, en glissement annuel, de l'ordre de 1,6% a écarté le scénario d'un abaissement du taux directeur en mars et a provoqué de ce fait un mouvement vendeur poussant les rendements obligataires à la hausse. Cette nouvelle orientation s'est profilée sur l'ensemble de la courbe mais de manière plus prononcée sur le court et le moyen terme. Ainsi, le compartiment court terme s'est vu augmenter en moyenne de 10 pbs, le moyen terme de 24 pbs tandis que le long terme a repris 5 pbs uniquement.

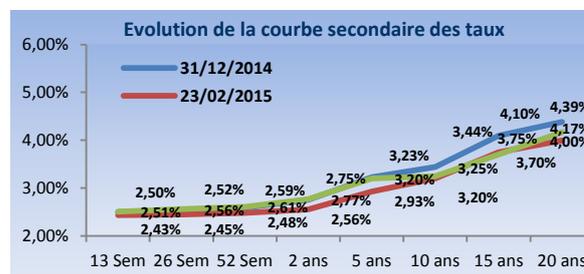
Toujours durant cette deuxième phase, les investisseurs ont revu à la baisse leurs soumissions qui ont affiché un retrait de 38% par rapport à février. Ils ont de surcroît rehaussé leurs exigences en termes de rendements, créant de fait, un écart entre l'offre et la demande de titres et réduisant la liquidité du marché primaire des titres souverains. Ainsi, les levées brutes sur le mois de mars se sont inscrites en baisse 25%, en s'élevant à 9 Mrds de DH contre 12 Mrds pour les deux premiers mois de l'année.

S'agissant de la structure de la demande, elle s'est tournée vers le MLT pendant les deux premiers mois afin de tirer profit de la tendance baissière des taux avant que les investisseurs ne se positionnent, au mois de mars, sur les maturités courtes, peu sensibles, pour se prémunir contre la hausse des taux.

Evolution du marché primaire des BDT -T1 2015-

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%	7,2%
Total T1	38,7%	39,6%	21,7%
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%
Total T1	40,7%	34,9%	24,3%

Le marché secondaire des bons du Trésor, quant à lui, a été plus actif en drainant un volume transactionnel de 37 Mrds de DH contre 14 Mrds un trimestre plus tôt. Par segment, le compartiment court terme s'est accaparé à lui seul 55% du volume trimestriel. Le taux de concentration sur ce segment s'est d'ailleurs fortement renforcé au mois de mars témoignant de la volonté des investisseurs de réduire la sensibilité de leurs portefeuilles dans un contexte de correction haussière des rendements obligataires.



S'agissant du marché de la dette privée, l'encours des Titres de Créances Négociables a affiché, à fin mars 2015, un recul de 13,6% passant de 81,2 Mrds à 70,1 Mrds de DH. Ce retrait est principalement attribuable au faible recours des banques de la place au marché de la dette privée. A lui seul, l'encours des CD a enregistré une baisse 9 Mrds à 53 Mrds de DH en lien avec les émissions obligataires ayant été opérées par les principales banques en décembre 2014 ainsi qu'avec l'opération de contribution libératoire intervenue en début d'année. Evoluant dans le même sens mais dans une moindre mesure, l'encours des billets de trésorerie a affiché un recul de 2 Mrds à 4 Mrds de DH.

III - Marché monétaire :

Après avoir connu une amélioration durant l'année 2014 grâce essentiellement au raffermissement des réserves internationales nettes en lien avec l'encaissement des dons en provenance des pays du Golfe, l'émission à l'international de l'OCF et l'amélioration de la balance commerciale, la situation de la liquidité bancaire s'est dégradée au cours du premier trimestre 2015. En effet, Le déficit de liquidité s'est légèrement accentué principalement sous l'effet restrictif exercé par i) les opérations du Trésor sur le marché monétaire et ii) la baisse des réserves nettes de changes. Ces deux facteurs autonomes de liquidité ont été à l'origine d'une ponction de 1,6 Mrds de DH pour le premier contre 1,3 Mrds de DH pour le second. Leur impact, n'a pas été compensé par l'effet expansif exercé par la circulation fiduciaire dont le volume est passé de 192 Mrds de DH à 189 Mrds de DH à fin mars. Dans ces conditions, les trésoreries bancaires se sont resserrées en affichant un déficit de l'ordre de 44 Mrds de DH contre 40 Mrds de DH à fin 2014.

Face à cette situation, et dans le but de préserver l'équilibre du marché, la Banque Centrale a fourni de la liquidité essentiellement via ses avances hebdomadaires. Elle a injecté en moyenne quelques 42,5 Mrds de DH au cours du premier trimestre dont 26,3 sous forme d'avances à 7 jours. Dans ce contexte, les taux monétaires n'ont pas enregistré de variations majeures. Le TMP interbancaire a traité en moyenne à des niveaux proches du taux directeur à 2,51% alors que la rémunération de la pension livrée jj s'est stabilisée 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 d'inflation modéré de 1,4% en moyenne en 2015, tenant compte notamment de la hausse du SMIG entrée en vigueur en juillet 2014, et de celle devant intervenir en juillet 2015. La croissance, quant à elle, devrait se renforcer en 2015 pour s'établir à 5% sous de la bonne tenue aussi bien de la composante agricole que non agricole.

Evolution du marché monétaire durant T1

