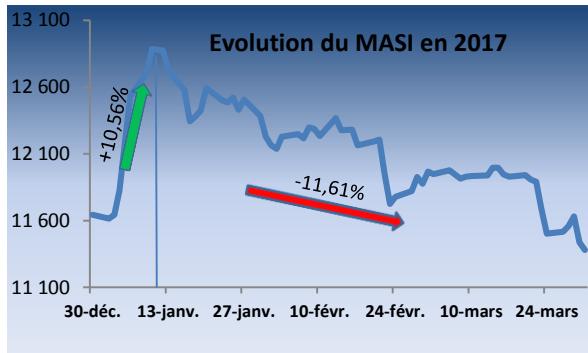


### I - Marché boursier :

#### Après l'illusion la désillusion

Subséquemment à l'euphorie du mois de décembre et qui s'est poursuivie avec la même vigueur durant les premières séances de janvier, le marché a radicalement rebroussé chemin, réduisant à néant sa percée positive en 2017. Dans les faits, le principal indice du marché, le MASI, a entamé l'année avec une accélération sur les chapeaux de roues pour atteindre un plus haut de 11.873 pts et une performance à deux chiffres de 10,56%, avant d'entamer une descente lente mais longue, au bout de laquelle il se voit effacer l'intégralité de ses gains, pour ensuite transformer son avantage en désavantage, en scellant le premier trimestre sur une perte de l'ordre de 2,27%.



Et tandis que la hausse observée en premier lieu est propulsée par des facteurs fondamentaux, sur lesquelles s'est bâtie une large entente de la part des intervenants du marché, la baisse, elle, tient beaucoup plus à certains ajustements techniques.

En s'y attardant, l'épisode de remontée du marché est principalement motivé par (1) l'amélioration anticipée de la capacité bénéficiaire des sociétés de la cote, (2) les niveaux historiquement trop bas de la courbe des taux incitant pour une réallocation des ressources vers le marché action, (3) les signaux encourageants de normalisation de l'activité des immobilières Addoha et Alliances, ensuite, et non en reste, (4) le contexte macroéconomique national favorable avec une croissance économique estimée à plus de 4% en 2017 « grâce essentiellement à la reprise du secteur agricole ».

Pour ce qui est de l'épisode baissier qui a pris place dès la deuxième semaine de l'année, s'il est légitime de l'imputer aux prises de bénéfices surtout après l'accélération hallucinante du marché depuis le mois de septembre, cette raison ne pourrait pas à elle seule expliquer l'ampleur de la correction. D'autres facteurs techniques sont ainsi venus accélérer le retournement du marché. On en cite notamment la déception tangible sur le niveau de dividende que compte distribuer les sociétés de la cote « recul de la rémunération des placements boursiers avec un ratio (D/Y) qui s'établit aujourd'hui à 3,4% seulement, contre 4,7% en 2015 », ou encore la surévaluation injustifiée de certains titres « Après la vague de hausse ayant profité à quasiment tout le marché, les résultats annuels ont constitué une occasion pour opérer un ajustement sur les titres ne justifiant pas de leur niveau de valorisation ».

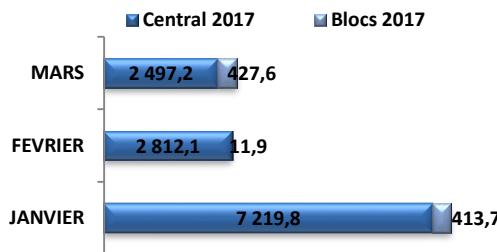
De là, il ressort que le marché boursier marocain est tout aussi sensible dans son comportement aux distributions de dividendes qu'à la croissance des résultats.

#### Flambée des échanges : L'immobilière Addoha se hisse parmi le trio de tête.

Au registre des échanges, depuis le début de l'année et jusqu'à fin mars, le volume global brassé dans la Bourse de Casablanca s'élève à 13,38 Mrds de DH, marquant une progression prodigieuse de 141,7% en comparaison avec le volume négocié durant la même période de l'année dernière. Cette flambée concerne aussi bien le comportement central que de blocs.

Sur le premier compartiment, les échanges connaissent une progression de 137% à 12,5 Mrds de DH. Et c'est le titre Attijariwafa bank qui arrive en pole position avec plus de 1,35 Mrds de DH drainées sur le titre, soit près de 11% des échanges. Le Top 3 des valeurs les plus actives est complété, dans l'ordre, par Addoha (1,21 Mrds de DH, 9,7%) et Itissalat Al-Maghrib (1,20 Mrds de DH, 9,6%).

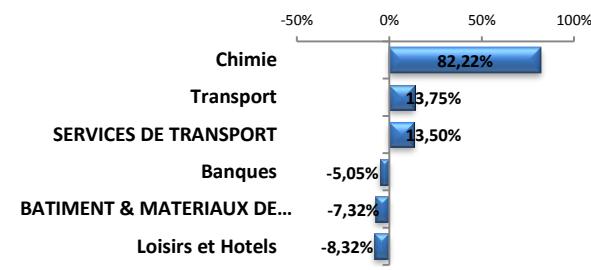
Pour sa part, le marché de blocs a généré un volume de 853 MDH « contre 247 une année plus tôt ». Il a été animé à hauteur de 28,7% par BMCE Bank et 19,2% par LafargeHolcim Maroc.



#### Volumétrie du marché des actions en MDH

#### Des performances sectorielles toujours orientées à la hausse

Au chapitre des variations sectorielles, l'orientation demeure favorable avec 16 secteurs sur les 23 de la cote qui clôturent le premier trimestre à la hausse.



#### Plus fortes variations trimestrielles

En tête de liste, on retrouve le secteur « Chimie » réalisant une ascension spectaculaire de 82,22% grâce au bon comportement de SNEP (+92,66%) et Maghreb Oxygène (+18,8%). A souligner que la fulgurante remontée de SNEP est due au redressement des indicateurs d'activité et financiers de la société « RNPG 2016 de +39,8 DMH contre -49,3 MDH en 2015 ». Loin derrière, le secteur « Transport », marque une progression de 13,75%. Une performance redétable en grande partie à CTM qui ne

perd rien de son attractivité grâce à sa généreuse politique de distribution de dividende et sa solidité financière.

Au bas de l'échelle, et pâtissant des déboires de RISMA, l'indice « Loisirs et Hôtels » se rétracte de 8,32%. L'indice « Bâtiments & Matériaux de construction », impacté à son tour par le recul de Jet Contractors (-12,1%), Lafargeholcim Maroc (-11,8%) et Afric Industries (-9,1%), recule de 7,32%.

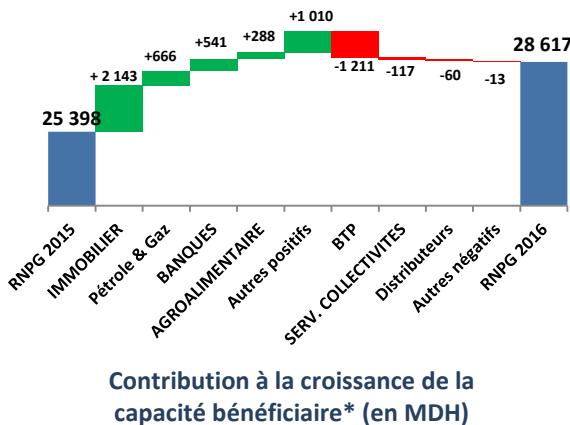
### Panorama sur les résultats des sociétés cotées en 2016

2

En dépit d'un contexte macroéconomique délicat, matérialisé par une forte décélération de la croissance économique « ne dépassant guère les 1,1% en 2016 », les valeurs de la cote casablancaise enregistrent de bonnes performances aussi bien sur le volet commercial que financier.

Ainsi, le chiffre d'affaires agrégé des sociétés de la cote en 2016 affiche une croissance inespérée de 4,7% à 229,9 Mrds de DH. Le principal contributeur à cette croissance est de loin le secteur immobilier, lequel profite notamment du redressement notable de l'activité d'Alliances. Derrière, le secteur bancaire réalise une progression de 4% du PNB à 55,4 Mrds de DH, tirée par les réalisations probantes du trio de tête BMCE BANK (+1.173 MDH), ATTIJARIWAFA BANK (+673 MDH) et BCP (+314 MDH) et ce en dépit d'un contexte de resserrement des marges d'intermédiation.

Sur le volet opérationnel, le résultat d'exploitation a marqué un bond de 12,2% à 52,2 Mrds de DH. Cette bonne performance tient aussi bien à l'accroissement des revenus qu'à une meilleure maîtrise des charges. Partant de cela, et malgré la lourdeur des redressements fiscaux dont ont fait l'objet certaines grandes capitalisations de la place, la capacité bénéficiaire globale se hisse de 12,7% pour se fixer à 28,6 Mrds de DH. Par pôle d'activité, les immobilières ont contribué à cette hausse à hauteur de 2,1 Mrds de DH, elles sont suivies par les distributeurs du Pétrole et Gaz (+666 MDH), puis par les banques (+541 MDH).

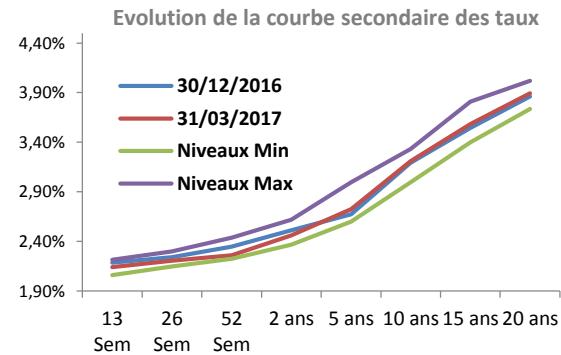


Soulignons qu'en dehors de CIMAR ayant provisionné 1,25 Mrds de DH concernant sa participation dans Suez Cement, sous l'effet de la dévaluation de la livre égyptienne, la capacité bénéficiaire de la cote affiche une progression saisissante de près de 18,2% !

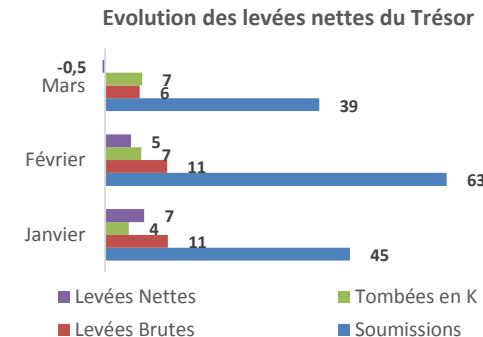
Coté rétribution, les sociétés cotées sont moins généreuses qu'avant, celles-ci comptent distribuer une masse de dividendes de 20,9 Mrds de DH, ce qui correspond à un taux de distribution de 72,6% contre 83,5% un an auparavant. Avec cela, et sur la base des cours boursiers au 31 mars 2017, le rendement du dividende de la cote (D/Y) s'élève à 3,4%, contre 4,7% en 2015.

### II- MARCHE OBLIGATAIRE :

Bien que leur évolution sur le premier trimestre soit peu significative, les rendements obligataires n'ont pas manqué de volatilité. Cela survient dans un contexte de dégradation de la situation de la liquidité bancaire dont le déficit s'est situé à 17,3 Mrds de DH à fin mars contre 14,7 Mrds de DH à fin décembre, et d'intensification des interventions du Trésor. Lequel a comblé l'intégralité de son besoin de financement, qui s'est chiffré à 9,8 Mrds de DH sur la période, sur le marché intérieur de la dette, et s'en est même servi pour rembourser ses échéances à l'international qui se sont élevées à plus de 1,6 Mrds de DH.



Dans cet environnement, la courbe des taux a évolué en deux phases. Elle a débuté l'année sur une trajectoire haussière avant d'emprunter le chemin inverse à partir de la mi-février. Dans le détail, le premier mois de l'année a été marqué par une forte présence de l'argentier du Royaume sur le marché des adjudications. En effet, il a procédé à des levées brutes de 11 Mrds de DH dont 4 Mrds seulement ont servi à rembourser ses tombées en capital.

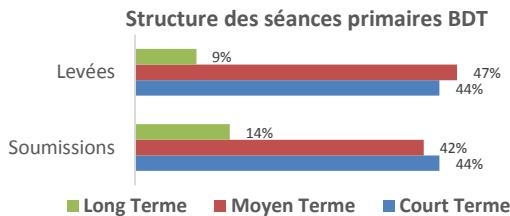


Pour sa part, la demande des investisseurs n'a pas suivi le besoin croissant du Trésor et s'est limitée à 45 Mrds de DH contre une moyenne mensuelle de 52 Mrds de DH en T1 2016. Ainsi, les rendements obligataires se sont orientés à la hausse. Le court terme a pris en moyenne 5,2 pbs, le moyen terme a augmenté de 17,3 pbs tandis que le long terme a connu une hausse de 2,4 pbs.

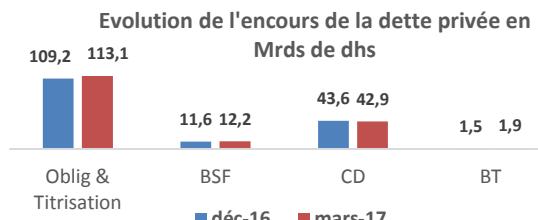
A partir de la mi-février, les interventions de l'argentier du Royaume se sont atténuées pour se limiter à 5 Mrds de DH en net en février et un désendettement de 500 MDH en mars contre un financement net de 7 Mrds de DH en janvier. De leur côté, les investisseurs ont manifesté une demande mensuelle moyenne de 51 Mrds de DH contre 45 Mrds de DH en janvier.

Sous ces effets, les rendements obligataires se sont naturellement détendus de 13 pbs en moyenne pour le court terme, 15 pbs pour le moyen terme tandis que le long terme, peu liquide, est resté quasi-inchangé.

Au final, sur l'ensemble de la période, les rendements obligataires du court terme se sont délestés de 7,5 pbs, ceux du moyen terme ont baissé de 2,3 pbs alors que ceux du long terme ont pris 4,4 pbs.



Quant à l'organisation des séances primaires, après trois années de préférence pour les segments long terme, motivée par les perspectives lucides de détente des taux et par la volonté express du Trésor d'augmenter la duration de son portefeuille, les investisseurs ont préféré orienter leurs soumissions vers le court et le moyen terme. Ces deux segments ont concentré 86% des soumissions alors que le long terme n'en a capté que 14%. Allant dans le sens de la demande, le Trésor a orienté le plus gros de ses levées brutes vers le premier segment (91%), et s'est contenté de retenir 9% sur le long terme. En conséquence, la duration moyenne du portefeuille de dette interne de l'argentier du Royaume s'est situé à fin mars à 6,57 contre 6,76 à fin 2016.

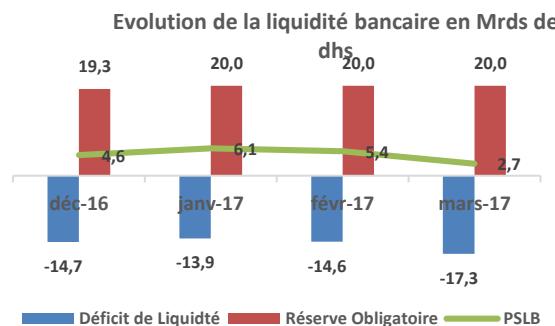


En ce qui le concerne, le marché de la dette privée a connu une bonne animation grâce aux multiples levées opérées au cours du trimestre. Cette animation est principalement redevable à la progression de l'encours des « Oblig & Titrisation » de 4 Mrds de DH pour atteindre 113 Mrds de DH. Dans une moindre mesure, les encours des « BSF » et des « BT » ont augmenté respectivement de 600 MDH et 400 MDH pour atteindre, dans l'ordre, 12 et 2 Mrds de DH.

### III- Marché monétaire :

Alors qu'elle a été soutenue depuis trois années par la bonne dynamique des réserves de change, la liquidité bancaire voit son rythme de progression s'essouffler. En effet, le déficit des trésoreries bancaires a connu un creusement de 2,6 Mrds de DH sur les trois premiers mois

de l'année pour s'établir à 17,3 Mrds de DH. Pour cause, la méforme du commerce extérieur dont le déficit s'est creusé de 7,8 Mrds de DH pour s'établir à 45,5 Mrds de DH à fin mars, combiné à la faiblesse des dons reçus des pays du CCG qui se sont limités à 213 MDH à fin mars 2017. Avec cela, l'encours des réserves internationales nettes se voit régresser de 2 Mrds de DH pour se situer à 250 Mrds de DH.

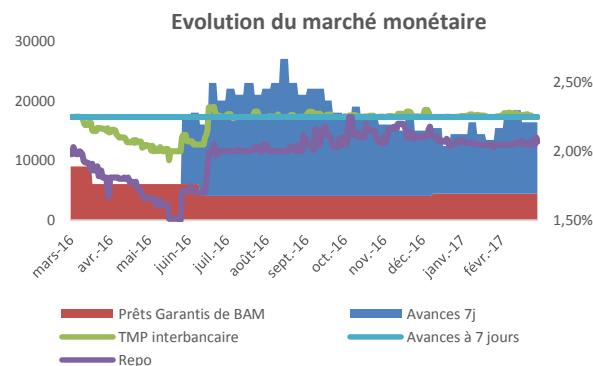


#### Zoom sur le commerce extérieur :

Arrêtée à fin mars, la situation des échanges extérieurs a été marquée par une aggravation du déficit commercial de 21% par rapport à l'année précédente pour ressortir à 45,5 Mrds de DH. Cette évolution résulte d'une part, d'une hausse des importations (+9,9%) suite au renchérissement de la facture énergétique (+6,2 Mrds de DH), plus importante que celle des exportations (+3%), en lien avec l'essoufflement des expéditions du secteur de l'automobile.

En conséquence, le taux de couverture a baissé de 3,9 points, d'un an à l'autre, pour s'établir à 56,9%.

Pour les flux financiers, le solde des recettes des voyages a régressé de 1,1 Mrds de DH à 8,7 Mrds de DH. Evoluant dans le même sens, mais dans une moindre mesure, les recettes MRE ont reculé de 2,3% à 13,8 Mrds de DH contre 14,1 Mrds de DH un an auparavant. Enfin, le flux des investissements directs étrangers (IDE) s'est établi à 5,3 Mrds de DH contre 5,5 Mrds de DH à fin mars 2016, soit une baisse de 3,7%.



Dans ce contexte, et dans le but de maintenir les taux monétaires proches du taux directeur, la Banque Centrale a dû injecter, sur les trois premiers mois de l'année, un volume moyen de 15,5 Mrds de DH de monnaie centrale, dont 11 Mrds de DH servis sous forme d'avances à 7 jours. Ainsi, les taux monétaires ont traité en moyenne à 2,07% pour la pension livrée jj et à 2,26% pour le TMP interbancaire.