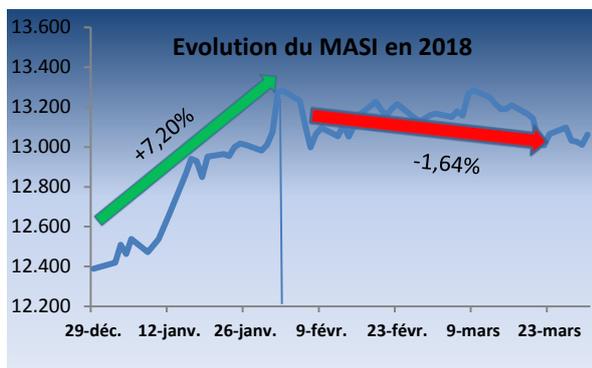


I - Marché boursier :

Dynamique haussière inhibée par la cherté relative du marché

Porté par le raffermissement du cadre macroéconomique et par les bonnes perspectives des sociétés de la cote, le marché boursier a surfé sur une vague haussière en ce début d'année avant d'être rattrapé par l'incertitude. C'est ainsi que le principal indice du marché achève le premier trimestre de l'année sur une hausse de 5,44% à 13.062 pts. A son tour, le baromètre des valeurs les plus liquides s'apprécie de 5,06% à 10.611 pts.

Dans les faits, le principal indice du marché, le MASI, a entamé l'année avec une accélération remarquable pour atteindre un plus haut de 13.280 pts et une performance de 7,20% en date du 02 février. Cette hausse rapide a été propulsée en premier lieu par les anticipations favorables d'évolution des résultats des sociétés de la cote au titre de l'exercice 2017. La course au titre a concerné en premier lieu les valeurs défensives offrant un rendement de dividende élevé (MAROC TELECOM, TAQA MOROCCO, ...). L'entrée en vigueur de la réforme de la flexibilité du Dirham, courant le mois de janvier a renforcé l'appétit des investisseurs pour le placement en bourse. Ces derniers se sont rabattus, pour le coup, sur les valeurs réalisant une partie de leur chiffre d'affaires à l'étranger, motivés par l'effet positif escompté de la réforme sur l'activité à l'export.



Durant la période de publication des résultats annuels des sociétés de la cote, et malgré le bon cru observé des résultats, le marché s'est orienté à la baisse, en accusant du 02 février au 30 mars un retrait de 1,64%. Ce renversement de vapeur qui contraste avec le raffermissement patent des indicateurs d'activité des sociétés de la cote (hausse de 4,1% à 236,9 Mrds de DH du chiffre d'affaires agrégé et de 12,1% à 31,8 Mrds de DH du RNPG) s'explique indubitablement par la cherté du marché qui traite aujourd'hui à un Price Earning Ratio (PER) supérieur à 20x « ce qui en fait le deuxième marché le plus chère de la zone MENA après la Tunisie », et par le recul du rendement des dividendes des sociétés du MASI, passant de 3,6% en 2016 à 3,3% en 2017.

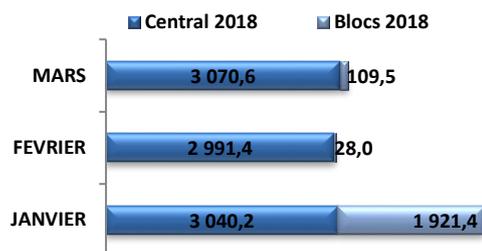
Régression des échanges : Attijariwafa bank s'illustre sur les deux compartiments

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 11,16 Mrds de DH, marquant un

retrait de 16,6% en comparaison avec le volume négocié durant la même période de l'année dernière.

Cette régression s'attribue au compartiment central qui accuse un recul des transactions de 27,4% à 9,1 Mrds de DH. Par valeur, Attijariwafa bank arrive en pole position des valeurs les plus actives sur ce compartiment, avec plus de 1,4 Mrds de DH drainés sur le titre, soit près de 15,8% des échanges. Le Top 3 des valeurs les plus actives est complété, dans l'ordre, par Itissalat Al-Maghrib (1,12 Mrds de DH, 12,3%) et BCP (671,7 MDH, 7,4%).

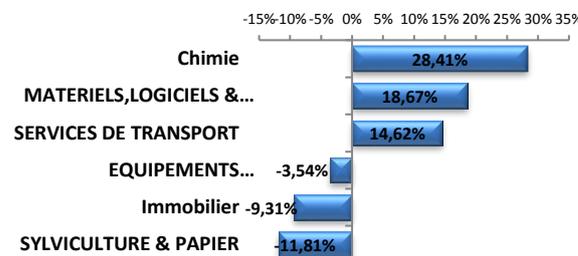
Pour sa part, le marché de blocs a généré un volume de 2,06 Mrds de DH « contre 853 MDH une année plus tôt ». Il a été animé à hauteur de 37,4% par Attijariwafa bank, 21% par LafargeHolcim Maroc, et 18,9% par Cosumar.



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 18 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 28,41% grâce au bon comportement de SNEP (+29,6%) et Maghreb Oxygène (+9,5%). A souligner que la fulgurante remontée de SNEP est due au redressement continu des indicateurs d'activité et financiers de la société « RNPG 2017 de +76,6 DMH contre +39,8 MDH en 2016 et -49,3 MDH en 2015 ». Derrière, le secteur de matériels, logiciels et services informatiques marque une progression de 18,67%. Une performance redevable à la quasi-totalité des valeurs du secteur avec, dans l'ordre, M2M « +27,0% », Disway « +23,5% », HPS « +18,8% », Microdata « 15,9% » et S2M « +15,5% ».

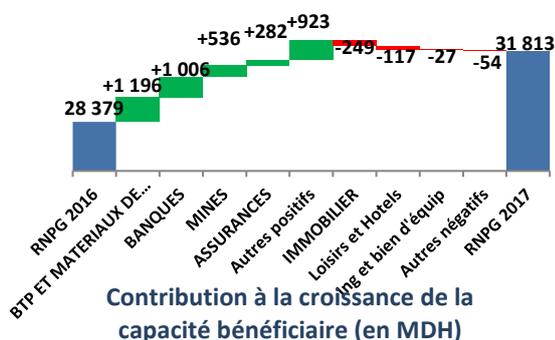
Au bas de l'échelle, la plus forte baisse a concerné le secteur « Sylviculture & Paper », avec un indice en recul de 11,81% en raison de la contre-performance de Med Paper. Retombant dans les abysses, l'indice immobilier se rétracte de 9,31% sous l'effet de Résidence Dar Saada qui

lâche de 22,9% à 118 DH et d'Addoha qui recule de 6,8% à 30,74 DH.

Panorama sur les résultats des sociétés cotées en 2017

Les sociétés cotées à la bourse de Casablanca ont su tirer profit du contexte économique propice en 2017 (Croissance du PIB de 4%, contre 1,2% une année plus tôt) pour réaliser de bonnes performances, à la fois sur le volet commercial et financier.

En effet, le chiffre d'affaires agrégé des sociétés de la cote affiche une croissance de 4,1% à 236,9 Mrds de DH. La plus importante évolution est paraphée par le secteur Pétrole & Gaz « +23,6% à 14,3 Mrds de DH » qui profite notamment de la hausse considérable des ventes de Total Maroc sous l'effet de l'extension de son réseau de stations-services en 2017 et de la dynamique positive de la consommation domestique des carburants. Derrière, le secteur des Mines réalise une progression de 14,6% à 6,7 Mrds de DH, tiré par les réalisations probantes de Managem, résultant d'un contexte minier très favorable en 2017, marqué par la reprise significative des cours des métaux de base à l'international. Notons également la bonne performance du secteur des Assurances (+10,8% à 16,4 Mrds de DH) tiré principalement par l'essor de la branche Vie sous l'effet du développement de la bancassurance, et du secteur bancaire qui affiche une évolution de son PNB de 5,8% à 58,6 Mrds de DH, sous l'effet du redressement des marges d'intermédiation bancaires.



Sur le volet opérationnel, le résultat d'exploitation limite sa progression à 2,6% pour s'établir à 53,1 Mrds de DH. Il est impacté notamment par la hausse des coûts énergétiques suite à la hausse du cours du pétrole, et la morosité du secteur immobilier. Au final, la capacité bénéficiaire globale se hisse de 12,1% pour se fixer à 31,8 Mrds de DH, sous l'effet combiné de (i) la non-réurrence d'éléments exceptionnels négatifs (notamment les nombreux contrôles fiscaux opérés en 2016 et la dotation de provision de CEMENTS DU MAROC pour sa participation dans Suez Cement Company), (ii) la constatation de plus-values de cession de MANAGEM, (iii) l'amélioration du coût du risque des Banques et la dynamique soutenue de l'activité de leurs filiales, (iv) la baisse du taux d'IS apparent qui est passé de 33% en 2016 à 30% en 2017.

Coté rétribution, les sociétés cotées sont plus généreuses qu'avant, celles-ci comptent distribuer une masse de dividendes de 21,7 Mrds de DH, ce qui correspond à un

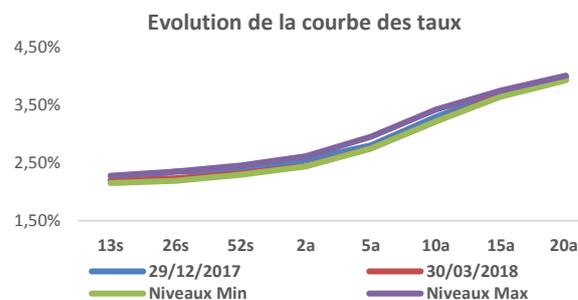
taux de distribution de 80% contre 72% un an auparavant.

Ceci étant, et avec la hausse plus importante des cours boursiers sur la période que celle des résultats, le rendement du dividende de la cote (D/Y) s'étiole à 3,3%, contre 3,6% en 2016 et 4,7% en 2015.

II- Marché Obligataire :

La volatilité des taux continue de caractériser le marché obligataire marocain. Ainsi, bien que leur orientation soit globalement baissière, les taux d'intérêts ont évolué en deux phases distinctes au cours du premier trimestre de l'année 2018. Ces derniers ont tout d'abord emprunté le chemin de la hausse avant que cette tendance ne s'inverse à partir de fin janvier.

En effet, le début d'année a été particulièrement marqué par l'occurrence de plusieurs événements favorisant une remontée des taux, à commencer par l'intensification des levées du Trésor, les perspectives de détérioration de la liquidité bancaire et les incertitudes autour de la réforme de change et de ses impacts sur les taux d'intérêts.



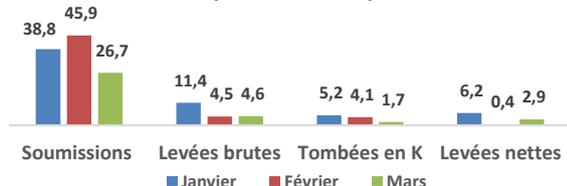
En chiffres, sur le seul mois de janvier, l'argentier du Royaume a procédé à des levées nettes dépassant les 6 Mrds de DH. Ces levées ont été effectuées dans un contexte d'affaiblissement de la demande. Les investisseurs n'ayant manifesté qu'une demande de 38,8 Mrds de DH, contre 45 Mrds de DH sur le même mois en 2017. Ce manque d'engouement s'explique d'une part, par les perspectives de détérioration de la liquidité bancaire en lien avec la hausse de la facture énergétique (prix du baril ayant atteint les 70 USD), et de l'autre, par les incertitudes autour des impacts de la réforme de change dont le démarrage a été annoncé le 15 janvier.

Souhaitant esquiver l'orientation haussière des rendements obligataires au cours de cette phase, les investisseurs se sont majoritairement rabattus sur les segments les moins sensibles, à savoir le court et moyen terme. Ainsi, sur les 38,8 Mrds de DH soumissionnés au titre du mois de janvier, ces deux segments ont capté 31,8 Mrds de DH. Sous l'ensemble de ces effets, la courbe secondaire a connu un mouvement de pentification. Le moyen terme a augmenté en moyenne de 8 pbs, le long terme a pris 3 pbs tandis que le court terme est resté stable.

L'annonce du Ministre de l'économie et des finances, fin janvier, d'une éventuelle sortie à l'international de l'argentier du Royaume a marqué le début d'une nouvelle phase d'évolution des taux. Intégrant cette donnée, qui devrait se traduire par un retrait des interventions du

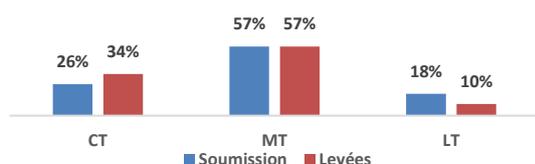
Trésor sur le marché local, les investisseurs se sont rués sur les titres souverains. Ils ont, en effet, manifesté une demande de 45,9 Mrds de DH au mois de février. Le Trésor s'est de son côté, contenté d'en retenir 4,5 Mrds de DH. Ainsi, ses interventions nettes ont chuté à 400 MDH contre 6,2 Mrds de DH en janvier.

Evolution des levées du Trésor
(En Mrds de DH)



Toutefois, les investisseurs sont restés globalement positionnés sur les segments court et moyen terme qui ont représenté 82% de la demande globale. Ces derniers ont, néanmoins, revu leurs exigences de rendement à la baisse. Ce comportement a conduit à une détente des taux de 7 pbs en moyenne sur le court terme, de 15 pbs sur le moyen et de 5 pbs sur la partie longue de la courbe.

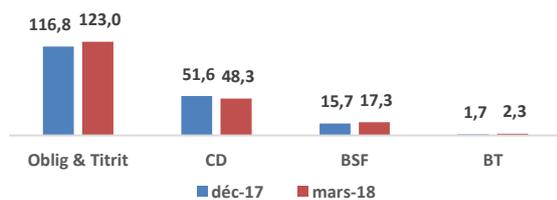
Structure des soumissions et des levées sur le marché primaire



En plus des séances primaires qui se sont soldées par un financement net de 9,6 Mrds de DH, l'argentier du Royaume a poursuivi son programme de gestion active de la dette. Il a organisé deux séances d'échange de titres de courte durée contre d'autres de maturités plus longues. Ces opérations ont porté sur un total de 9,4 Mrds de DH dont 78% ont été remplacés par le 5 ans.

Sur le compartiment de la dette privée, et après avoir progressé de près de 20 Mrds de DH l'année précédente, l'encours de cette dette poursuit son trend haussier au T1-2018. Il a en effet progressé de 5 Mrds de DH pour atteindre 191,9 Mrds de DH. Cette progression se doit aux multiples sortie obligataires et de parts de FPCT effectuées au cours du premier trimestre (+6 Mrds de DH). Dans une moindre mesure, les encours des Bons des sociétés de Financement et des Billets des Trésoreries ont respectivement augmenté de 1,6 Mrds de DH et de 700 MDH pour atteindre 17,3 Mrds de DH et 2,3 Mrds de DH.

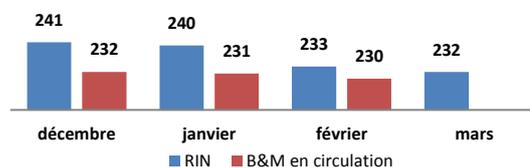
Evolution de l'encours de la dette privée
(En Mrds de DH)



III- Marché monétaire :

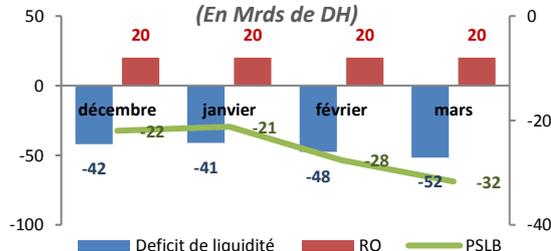
Après avoir porté longtemps la liquidité bancaire, les réserves de changes ont exercé l'effet inverse en ce début 2018. L'encours de ces dernières s'est en effet effrité de 9 Mrds de DH sur les trois premiers mois de l'année, passant de 241 Mrds de DH à 232 Mrds de DH. Cette tendance est étroitement liée à l'évolution des indicateurs du commerce extérieur. Le solde de la balance commercial s'est aggravé à fin mars de 4,7 Mrds de DH par rapport à son niveau d'il y a un an. Cette détérioration a résulté d'une hausse des importations (+ 8,9 Mrds de DH) en lien avec la hausse des importations des biens d'équipement (+3,4 Mrds de DH) plus importante que celle enregistrée par les exportations (+4,2 Mrds de DH). Dans une moindre mesure, la monnaie fiduciaire a exercé un effet restrictif sur la liquidité bancaire très limité.

Evolution des facteurs de liquidité
(En Mds de DH)



Au final, le déficit des trésoreries bancaires s'est creusé de 10 Mrds de DH pour atteindre 52 Mrds de DH. Compte tenu de cela, et intégrant un niveau de la réserve obligatoire stable aux alentours de 20 Mrds de DH, la position structurelle de liquidité bancaire ressort négative à 32 Mrds de DH à fin mars.

Evolution de la liquidité bancaire
(En Mrds de DH)



Afin de combler ce déficit de la liquidité bancaire et maintenir les taux monétaires à des niveaux proches du taux directeur, la banque centrale a dû augmenter l'encours de ses interventions, principalement à travers ses avances à 7 jours. L'encours de ces dernières s'est élevé à fin mars à 52,3 Mrds de DH contre 43,5 Mrds de DH à fin décembre. En conséquence, le taux repo jj a traité sur la période à 2,20% tandis que le TMP interbancaire est ressorti en moyenne à 2,26%.

Evolution du marché monétaire

