

## I - Marché boursier :

### La dégringolade enrayée

Alors que l'on s'attendait à ce que le marché boursier traverse une période estivale assez calme, à l'instar des précédentes années, ce dernier a été étonnamment plus mouvementé cette année. Les indices boursiers ont, de leur côté, tous emprunté le chemin de la hausse. A commencer par l'indice de toutes les valeurs cotées, le Masi, qui a pleinement profité de la reprise des deux plus grandes capitalisations de la place « IAM et ATW », en plus des valeurs énergétiques, et des deux cimentiers Lafarge et Holcim, pour réaliser une performance trimestrielle saisissante de 9,26%, et franchir par la même occasion, et pour la première fois depuis Juillet 2012, la barre symbolique des 10.000 points. Le baromètre des valeurs les plus actives a fait de son côté légèrement mieux en clôturant la période sur une hausse de 9,87% à 8.254 points. Pour sa part, la capitalisation boursière s'est appréciée de 40,5 Mrds à 497 Mrds, suite au rétablissement des cours des sociétés cotées.



S'agissant des forces ayant alimenté cette poussée positive, figure en premier lieu les anticipations favorables dressées autour des réalisations semestrielles des sociétés de la cote. D'un œil critique, soulignons que la perçue positive des résultats a été plutôt modeste et qu'elle a occulté de fortes disparités, dépendamment de la situation sectorielle de chaque société. Elle demeure néanmoins très intéressante dans la mesure où elle survient dans un contexte macroéconomique peu favorable aux affaires, avec notamment la baisse avérée de l'activité agricole, l'accroissement modéré des activités non agricoles, la baisse du rythme de croissance de la consommation, la décompensation additionnelle sur les combustibles, la hausse du SMIG, et la décélération de l'investissement notamment sur le marché immobilier.

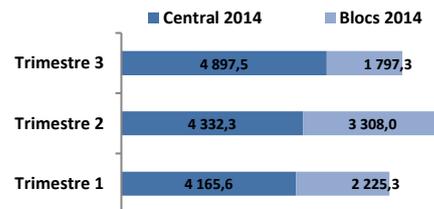
Le deuxième facteur ayant donné un coup de pouce au marché des actions dans son ascension, est l'arbitrage graduel qui se fait en faveur des actions, en relation avec la baisse continue qui lamine le marché des taux, et qui détourne l'attention des investisseurs de ce segment devenu peu lucratif.

Notant bien, qu'en raison de l'asymétrie entre la percée réalisée sur le marché boursier, et celle des résultats des sociétés de la cote, la place marocaine est devenue davantage plus chère, avec un PER 2014 estimé de 17,5x, et moins rémunératrice, étant donné que le rendement du dividende « D/Y » a dégringolé à 3,9%.

### Un dynamisme en raffermissement

Coté échanges, la volumétrie globale de la place enregistre au titre de ce troisième trimestre un net raffermissement pour s'établir à 6,7 Mrds, contre 2,7 Mrds de DH à la même période de l'an dernier. Cette variation intègre une hausse des volumes réalisés sur le marché central (4,9 Mrds, VS 2,7 Mrds en T3-2013), et sur le marché de Blocs (1,8 Mrds, VS 88 MDH un an plus tôt). Le flux annuel drainé sur le compartiment central atteint pour l'occasion 13,4 Mrds de DH. Il demeure concentré autour des Blue Chips de la place, avec en tête de liste des valeurs les plus actives AttijariWafa Bank qui brasse 2,1 Mrds, suivie par Itissalat Al-Maghrib et ADDOHA qui arrivent ex aequo avec 1,49 Mrds brassé par chacune d'entre elles.

Le concernant, le marché de blocs a canalisé 7,3 Mrds depuis le début de l'année. La plus grande opération sur ce compartiment a porté sur la cession des 6% de participation de l'Etat marocain dans le capital de la BCP aux BPR pour une valeur de 2,05 Mrds de DH. La deuxième, d'un montant de 1,9 Mrds de DH, a concerné la vente par la SNI de 24,2% du capital de Cosumar au profit d'un consortium d'institutionnels marocains. Pour la dernière, il s'agit de l'acquisition par Holmarcom de 30% du capital d'Atlanta, à 1,2 Mrds de DH.

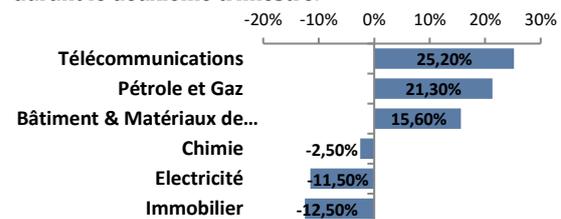


### Volumétrie du marché des actions en MDH

Soulignons, en revanche, que la récente envolée des échanges n'a pas suffi pour absorber le retard accusé sur le premier semestre de l'année. La volumétrie globale enregistrée sur le marché accusant toujours un retrait notable de près de 22% par rapport aux neufs premiers mois de 2013. Par ailleurs, le dynamisme affiché n'aura certainement pas suffi pour dissuader le groupe FTSE (Financial Times Stock Exchange) de rétrograder le marché boursier marocain du rang de « Marché émergent » à celui de « Marché frontière ». Une décision actée le 22 septembre 2014 pour motif du manque récurrent de liquidité sur la place marocaine. Rappelons que l'indice MSCI avait déjà opéré le même ajustement en juin 2013.

### Bonne orientation des secteurs

Au volet des performances sectorielles, 14 secteurs affichent une évolution trimestrielle positive contre 7 durant le deuxième trimestre.



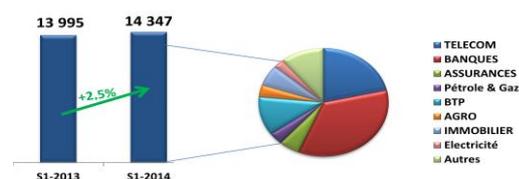
Plus fortes variations trimestrielles

Le secteur « Télécommunication » se dresse en tête du peloton, avec une progression de 25,2%, entièrement redevable à la performance de Maroc Télécom. A son tour, le secteur « Pétrole et Gaz » s'adjuge une croissance de 21,3% grâce à la spectaculaire ascension de SAMIR (+50%). Pour sa part, le secteur « Bâtiment et Matériaux de construction » se hisse de 15,60% suite à l'orientation favorable de Holcim (+21%), et Lafarge (+23%), portées par leur projet de fusion.

Au bas de l'échelle, et pâtissant de la contre-performance d'Addoha (-11%), et d'Alliances (-22%), l'indice « Immobilier » se rétracte de 12,5%. L'indice « Electricité » se déprécie de son coté de 11,5%, sous l'effet de la correction apportée au titre Jlec après détachement d'un dividende exceptionnel représentant près de 24% de son cours en bourse. Loin derrière, le secteur « Chimie » lâche 2,50% entraîné par la méforme de SNEP (-3%), et Colorado (-2%).

#### Zoom sur les résultats semestriels des sociétés cotées

Vus dans leur ensemble, les résultats de ce premier semestre sont relativement bien orientés avec une hausse du chiffre d'affaires consolidé des sociétés de la cote de 5,6% à 124 Mrds de DH, du résultat d'exploitation de 1,2% à 24 815 Mrds de DH, et du RNPG de 2,5% à 14,3 Mrds de DH. Les principaux contributeurs à cette performance sont les bancaires qui ont profité des plus-values engrangées sur les activités de marchés, ainsi que de la montée en puissance de la participation de leurs filiales africaines, pour afficher un RNPG en hausse de 7,6% à 5 Mrds de DH, et concourir à hauteur de 2,53% à la croissance du RNPG consolidé des sociétés de la cote. Jlec, la toute dernière recrue de la bourse, n'est pas passée inaperçue ce semestre avec une contribution positive de 2,03% aux résultats, attribuable à la comptabilisation d'une compensation financière de 378 MDH, lui ayant été accordée suite au retard de construction des unités 5 et 6.



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

La Samir qui arrive à faire passer ses indicateurs au vert, grâce au lancement de sa filiale de distribution (SDCC), et aux accords passés avec les distributeurs locaux, n'a pas été en reste ce semestre, avec une contribution à la croissance des résultats de la cote de 0,76%. En revanche, le secteur de télécommunications et celui des mines ont brutalement amorti cette orientation positive sous l'effet des pressions concurrentielles qui s'exercent sur le premier, et de la baisse des cours des matières premières qui pénalise le second.

Notant, en dernier lieu, la légère érosion de la marge d'exploitation agrégée des sociétés de la cote qui

baisse de 0,9 points à 20,4%, et de la marge nette qui se rétracte de 0,5 points à 11,8%.

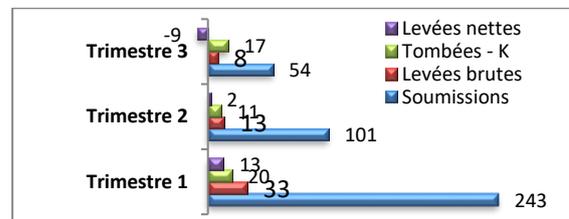
## II- Marché Obligataire :

Le marché obligataire a évolué durant le troisième trimestre 2014 dans un climat caractérisé par une décélération de la tendance baissière des taux accompagnée par le ralentissement de l'activité sur ses deux compartiments, primaire et secondaire.

Sur le marché primaire, le trésor a limité son recours à l'endettement profitant principalement de son aisance financière. En effet, le besoin de financement du trésor s'est élevé, à fin septembre 2014, à 36 Mrds de DH contre 48 Mrds un an auparavant, soit une baisse de 25%. Cette évolution trouve essentiellement son origine dans l'appréciation de 1,8% de recettes ordinaires en lien étroit avec l'amélioration des recettes fiscales ainsi qu'à l'allègement du poids de la compensation qui affiche une baisse de 36%.

Eu égard à l'amélioration de sa situation, le trésor a adjugé uniquement 8 Mrds de DH courant le troisième trimestre contre 13,4 Mrds de DH le trimestre dernier, soit un retrait de 40%. Quant aux levées nettes du trésor, elles étaient négatives durant le troisième trimestre de l'année traduisant ainsi l'orientation de désendettement du trésor sur le marché intérieur.

De leur coté, les investisseurs, Conscients du confort du trésor en matière de gestion de son besoin de financement, ils ont revu à la baisse leur demande en Bons du Trésor sur le marché primaire. Le volume des soumissions a, en effet, affiché un recul de 46% par rapport au semestre précédent. L'accalmie de la demande des titres souverains a déclenché une détente de la trajectoire baissière des taux observée depuis de l'année.



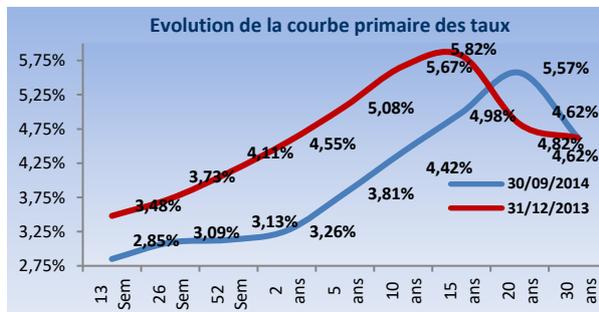
En ce qui concerne la structure de ses levées, le trésor semble être toujours attiré par les maturités longues en témoigne le taux élevé de concentration des levées sur ce segment.

Structure Mensuelle des soumissions			
	<= 52 Sem	2 à 5 ans	>= 10 ans
Juillet	62%	34%	3%
Août	28%	31%	41%
Septembre	45%	29%	27%
<b>Trimestre 3</b>	<b>47%</b>	<b>31%</b>	<b>23%</b>
Structure Mensuelle des levées			
	<= 52 Sem	2 à 5 ans	>= 10 ans
Juillet	44%	56%	0%
Août	25%	13%	63%
Septembre	30%	0%	70%
<b>Trimestre 3</b>	<b>33%</b>	<b>16%</b>	<b>51%</b>

Structure des soumissions BDT et levées du Trésor durant le troisième trimestre.

Par ailleurs, Il est important de noter que les soumissions des investisseurs se sont fortement multipliées à partir du mois d'août 2014. Ce regain d'intérêt pour les titres souverains a concerné l'ensemble des maturités mais dans une forte mesure les maturités longues dont la concentration est passée de 3% en juillet à 27% en septembre. Ceci s'explique principalement par les anticipations des investisseurs sur une baisse du taux directeur qui provoquerait éventuellement un mouvement de baisse généralisé. Afin de profiter pleinement de leurs anticipations, les investisseurs ont redoublé d'effort à la recherche de titres sensibles.

Sur le plan des rendements, le mouvement baissier observé sur la courbe primaire depuis le début de l'année s'est maintenu au cours du troisième trimestre mais avec un rythme plus modéré, à l'exception du segment 13 semaines qui s'est délestée de 21 Pbs en liaison avec la révision du taux directeur et le 20 ans qui a perdu 73 Pbs suite à une concentration de la demande sur les segments longs.



Sur le marché secondaire des Bons du Trésor, une atonie particulière s'est installée jusqu'au 23 septembre 2014 avant qu'une reprise de l'activité ne soit déclenchée. Ainsi le volume quotidien moyen, jusqu'à la révision du taux directeur, s'est déprécié de 12% à 618 MDH contre 702 MDH enregistré le trimestre précédent. Cette moyenne est passée à 737 MDH sur l'ensemble du trimestre attestant de la volonté des investisseurs de profiter de la baisse des taux qui allait se réaliser.

S'agissant du marché de la dette privée, le volume global des émissions des Titres de Créances Négociables à fin septembre 2014 a avoisiné les 14 Mrds de DH portant ainsi l'encours global de ces instruments à 78 Mrds de DH. En comparaison avec le trimestre d'avant, les émissions de TCN se sont inscrites en retrait de 20% attribué essentiellement à la faiblesse de l'activité qui caractérise généralement la période estivale et le mois de Ramadan.

En termes de répartition, les banques ont été les plus actives sur le marché des TCN, en atteste la concentration des Certificats de Dépôts qui s'accaparent 60% du total des émissions.

### III- Marché Monétaire :

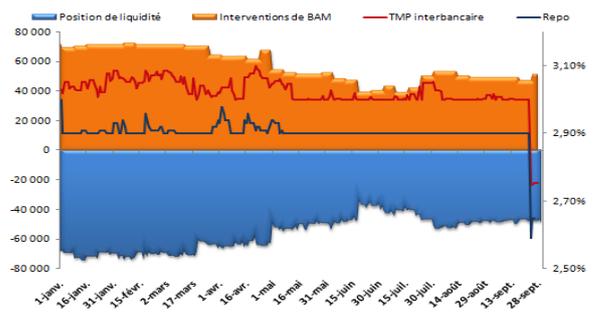
Après avoir connu une amélioration tout au long des six premiers mois de l'année 2014 grâce essentiellement à l'injection de liquidité induite par la réduction du taux de la réserve monétaire à 2%, le raffermissement des réserves internationales nettes en lien avec la réalisation des dons en provenance des

pays du CCG et de la sortie de l'OCF sur le marché international ainsi que la hausse des placements du trésor, la situation de la liquidité bancaire s'est légèrement dégradée au cours du troisième trimestre. En effet, le déficit de liquidité des banques s'est creusé de 12 Mrds de DH par rapport à fin juin 2014 pour s'afficher à 49 Mrds de DH à fin septembre 2014. Cette situation s'explique particulièrement par l'effet restrictif exercé par l'accroissement de la circulation de la monnaie fiduciaire déclenché à l'occasion de la période estivale et la fête d'Aid Al Adha. Cet effet restrictif a été à l'origine d'une ponction de liquidité de 11 Mrds en juillet et de 1.8 Mrds en septembre.

En revanche, il est à signaler que les réserves internationales nettes continuent toujours d'exercer un effet expansionniste sur la liquidité des banques, en témoigne leur moyenne mensuelle qui est passée de 163 Mrds à 175 Mrds de DH d'un trimestre à l'autre.

En dépit de ce léger accroissement du déficit de liquidité, la Banque Centrale a revu à la baisse le montant de ses interventions sur le marché monétaire en ramenant l'encours moyen de la monnaie Banque Centrale de 53 Mrds en second trimestre à 47 Mrds au troisième trimestre de l'année 2014. Ainsi, le montant des avances à 7 jours a été, en moyenne trimestrielle, de 29 Mrds de DH contre 34 Mrds un trimestre auparavant. La Banque Centrale est intervenue également à travers les opérations de prêts garantis ainsi qu'à travers les opérations de pensions à 3 mois dont les encours respectifs au titre du troisième trimestre se sont affichés à 13.9 et 3 Mrds de DH.

Dans le même sillage, le trésor a été à l'origine d'une injection de liquidité via le placement de ses excédents de trésorerie dont le volume moyen quotidien s'est élevé à 14.2 Mrds de DH lors de la dernière semaine du trimestre.



Dans ces conditions, les taux monétaires se sont globalement détendus au cours du 3ème trimestre et cela suite à la révision du taux directeur. Dans le détail, le taux interbancaire moyen pondéré a évolué à des niveaux proches du taux directeur à 3% jusqu'au 23 septembre 2014 avant de baisser à 2.75% après la décision de la Banque Centrale. Pareillement, le taux Repo a traité aux alentours de 2.90% avant d'être réajusté à la baisse de 25 Pbs à 2.65%.