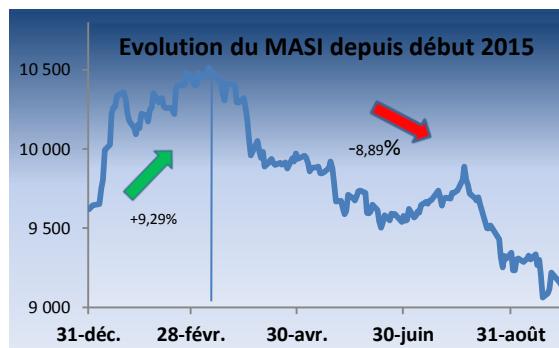


I - Marché boursier :

Chute brutale des indices de performance

La situation va de mal en pis sur le marché des actions. Ce dernier, et après avoir montré de tangibles signes de redressement en début d'année avec un Masi qui grimpe à 10.513 pts, atteignant une performance de 9,29% début mars, et des transactions qui montent en flèche, générant un volume quotidien moyen dépassant les 120 MDH « en hausse de 80% comparé à l'année précédente », croule brutalement, et renoue avec sa fâcheuse habitude de destruction de valeur. Au bilan, le Masi affiche sur l'année une contreperformance de 5,26%, après avoir accusé une baisse trimestrielle de 4,8%. Dans son sillage, le baromètre des valeurs les plus actives cède 5%, creusant sa perte annuelle à 5,06%. Dans le même ordre de grandeur, la capitalisation boursière se rétracte de 5,37% à 458,4 Mrds de DH.

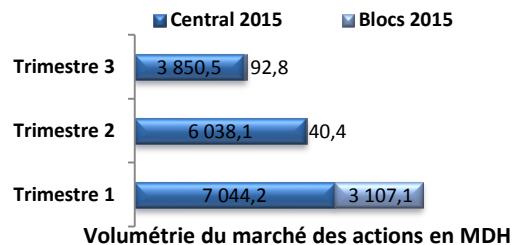


En scrutant les facteurs entraînant ce revirement violent de situation, il s'avère qu'ils tiennent majoritairement à la méforme patente des sociétés cotées en bourse. En effet, la multiplication des chocs mettant à rude épreuve de nombreux secteurs, notamment celui de l'immobilier et du pétrole, a considérablement altéré le moral des boursicoteurs qui commençaient tout juste à se faire à l'idée du début d'un nouveau cycle haussier pour 2015. Dans cette lignée, le premier enlisement du marché est survenu concomitamment aux publications des résultats des sociétés de la cote au titre de 2014 qui ont déchanté les investisseurs. Piètres qu'ils sont, ces derniers font état d'un repli notable de la masse bénéficiaire de la place de **12,6% à 22,6 Mrds de DH**, et d'une série inédite des profits warning « 11 au total, paraphant un déplaisant record sur la corbeille casablancaise ».

Il n'empêche que certains investisseurs continuaient jusque là à croire en le redressement du marché annoncé en fanfares au début d'année, c'est ce qui explique d'ailleurs le flottement horizontal des indices de performances autour de leurs cases de départ entre le mois d'avril et juillet. Mais c'était sans compter sur les sociétés de la cote dont les performances financières ne faisaient qu'empirer. En effet, les investisseurs ont eu droit à l'occasion de l'annonce des résultats du premier semestre de 2015 à un autre mauvais cru de résultat se soldant par une **détérioration de la masse bénéficiaire de la place de près du tiers à 9,77 Mrds de DH**. Sur le marché boursier, cette déception de trop, a anéanti les minces lueurs de redressement subsistant, et décongestionné la voie pour une nouvelle chute des indices de performance.

Et du dynamisme aussi...

Les échanges ont, en effet, eux aussi connu un coup de frein brutal. D'un trimestre à l'autre, ils accusent un déclin de 35% qui vient réduire à néant leur progression remarquable pendant les premiers mois de l'année. A cet effet, le flux transactionnel brassé sur le marché des actions se cantonne à 20,2 Mrds de DH, en baisse de 2,7% comparé la même période de 2014.



Dans le détail, cette évolution est tirée à la hausse par les flux échangés sur le marché Central (+26,4% à 16,9 Mrds de DH). Le volume drainé sur le marché de blocs en revanche un recul notable de 55,8% à 3,2 Mrds de DH, en raison de l'absence cette année de grandes opérations stratégiques.

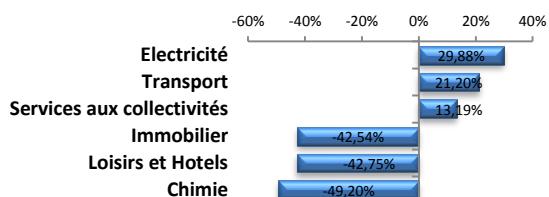
Sur le compartiment Central, Attijariwafa Bank a été la valeur la plus dynamique en s'accaparant 21% des échanges. Elle est suivie par Maroc Télécom et BMCE Bank qui drainent des flux respectifs de 2,6 Mrds de DH et 1,5 Mrds de DH. Le concernant, le marché de blocs a été dynamisé par le couple Attijariwafa Bank et Maroc Télécom qui cristallise 67% des volumes, avec 1,3 Mrds de DH pour la première valeur, et 819 MDH pour la seconde.

Qu'en est-t-il du niveau d'attractivité du marché marocain?

En dépit de la violente correction baissière des indices de performance ces derniers mois, la place casablancaise n'en ressort qu'un poil plus attractive, étant donné que la diminution des cours boursiers s'est accompagnée par une baisse aussi sévère des indicateurs financiers des entreprises de la cote. En chiffres, le marché marocain traite aujourd'hui à 16,5 fois ses résultats 2014 (contre 18,1 fois au T3-2014), il a un Price to Book ratio de 2,2x (contre 2,5X au T3-2014), et offre un rendement de dividende de 4,2% (contre 3,8% au T3-2014).

Des performances sectorielles à l'image celle du marché.

Au volet des performances sectorielles, 16 secteurs sur les 22 de la cote affichent une performance négative, ce qui vient renseigner sur le caractère quasi général de la baisse qui ravage le marché.



Plus fortes variations trimestrielles

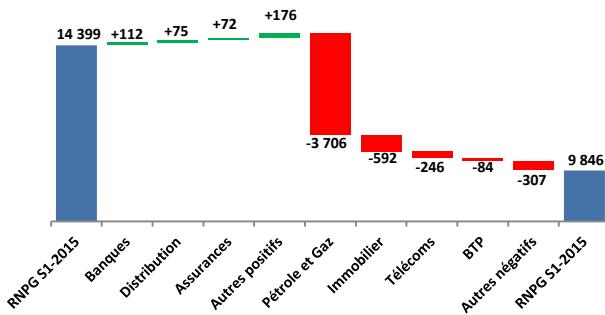
Le secteur s'étant pourtant le mieux tiré d'affaire est celui de l'**« Électricité »**, qui marque une progression de 29,8%, due à la spectaculaire remontée de Taqa Morocco, portée par la progression à deux chiffres de ses indicateurs d'activité en 2014, et ce après consolidation des deux unités Jlec 5&6. Arrive ensuite le secteur **« Transport »** avec une ascension de 21,2% redéivable à CTM qui connaît un intérêt croissant en raison de la généreuse politique de distribution de dividende de l'entreprise et sa solidité financière avérée. Le secteur **« Services aux collectivités »** s'adjuge à son tour une croissance de 13,2% inscrite par son unique valeur Lydec.

Au bas de l'échelle, l'indice **« Chimie »** recule de 49,2%, grevé par la baisse de SNEP « -49,5% » et de Maghreb Oxygène « -36,3% ». La première, entraînée par le litige opposant Ynna Holding aux sociétés Fives FCB et CPC Maroc, tandis que la seconde est fragilisée par la concurrence déloyale à laquelle elle fait face. Pâtissant des difficultés conjoncturelles que connaît RISMA, l'indice **« Loisir et Hôtels »** se rétracte pour sa part de 42,7%. Dans le même ordre de grandeur, et sous l'effet du plongeon en bourse des immobilières, l'indice correspondant se rétracte de 42,5%.

Régression vertigineuse de la masse bénéficiaire au S1-2015

Au grand dam des boursicoteurs, le prétendu affermissement économique n'a pas su se frayer un bout de chemin vers les sociétés de la cote dont les réalisations semestrielles ressortent, contre toute attente, en net déclin. En effet, à l'issue du 1^{er} semestre de 2015, celles-ci présentent des performances financières en baisse franche par rapport au S1-2014. Cette décrue intègre un repli du chiffre d'affaires consolidé de 7,5% à 118,5 Mrds de DH, et une régression vertigineuse de la masse bénéficiaire de près de 32% à 9,77 Mrds de DH. Dans la même lignée, 46% des sociétés cotées ont évolué dans le rouge, parmi elles, 10 ont émis des profits warnings avertisseant sur une dégradation notable de leurs résultats, dans ce panel, 8 structures ont réalisé des résultats semestriels déficitaires.

Evolution de la capacité bénéficiaire (en MDH)



Examinée de près, cette contre-performance semestrielle s'attribue aux multiples difficultés que traverse un nombre non négligeable des secteurs de la cote, notamment le secteur **« Pétrole et Gaz »**, et le secteur **« immobilier »**. Le premier ayant accusé un déficit de près de 3,06 Mrds de DH, contre un bénéfice de 683,8 MDH au S1 2014. Cette perte trouve son origine dans les pertes enregistrées par le raffineur SAMIR (-3,45

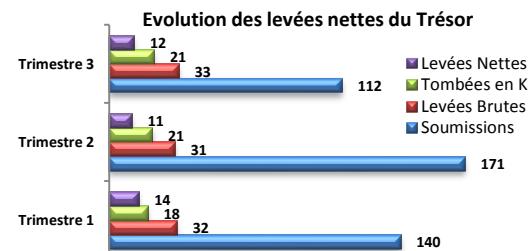
MDH), dont l'activité est quasiment à l'arrêt depuis le mois d'Août dernier. Pour le secteur immobilier, malgré la distinction particulière du groupe Addoha qui affiche des résultats en ligne avec les prévisions de son Plan Génération Cash (PGC), il accuse une forte baisse de 67,3% de sa masse bénéficiaire à 289,2 MDH. Il est plombé par la perte subie par Alliances (-384,3 MDH) ainsi que par les contre-performances des sociétés Résidences Dar Saada (-6%) et Balima (-27,6%).

En revanche, et à l'instar des années précédentes, le secteur bancaire reste, de loin, le premier contributeur à la masse bénéficiaire du marché boursier casablancais. Sur les six premiers mois de l'année, il affiche une hausse honorable de 2,1% à 5,10 Mrds de DH, avec une contribution remarquable du trio de tête Attijariwafa Bank, BCP et BMCE Bank, dont les RNPG ont inscrit des hausses respectives de +2,2%, +9,3% et +18,1% au 30 juin de l'exercice en cours.

II - Marché obligataire :

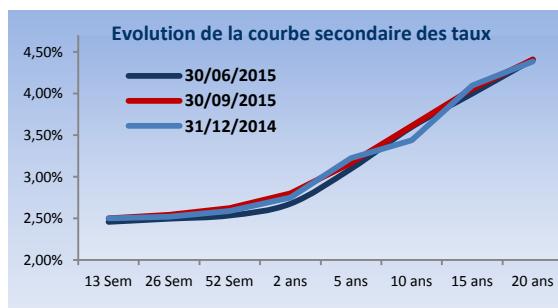
Au cours du 3^{ème} trimestre, le marché des taux a été particulièrement marqué par une légère correction haussière des taux court et moyen terme. Deux principaux éléments sont à l'origine de cette tendance ; d'une part, le désintérêt des investisseurs pour les titres souverains, jugés peu rémunérateurs, et de l'autre, la hausse des levées du Trésor sur le marché intérieur de la dette.

Pour le premier élément, il s'est traduit par une chute des soumissions lors des séances primaires qui ont connu une forte contraction (-34,5%) passant de 171 à 112 Mrds de DH. De plus, les investisseurs se sont montrés plus exigeants, en particulier sur le court et le moyen obligant ainsi le Trésor à concéder quelques points de base afin de financer son besoin.



Pour le second, la présence du trésor s'est renforcée sur le marché des adjudications au cours du 3^{ème} trimestre. En dépit de sa discipline budgétaire ayant conduit à un déficit à fin septembre de l'ordre 29 Mrds de DH, soit une atténuation de 16% par rapport à 2014, a procédé à des levées brutes totalisant 33 Mrds de DH contre 31 Mrds au second. Ainsi, il s'est jusque là financé sur le marché intérieur de la dette pour faire face à ses tombées et financer son déficit. Or la LF 2015 prévoit toujours dans ses lignes un financement extérieur net à hauteur 21 Mrds de DH.

En conséquence, les rendements obligataires, en particulier le court et le moyen terme, se sont naturellement orientés à la hausse. Ainsi, le court terme a corrigé en moyenne 6 pbs, le moyen terme a pris 10 pbs tandis que le long terme est resté quasi-stables.

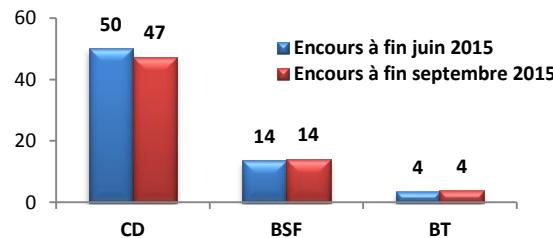


En termes de répartition, le court terme semble toujours attirer les investisseurs. Il a, à lui seul, capté 46% de la demande globale. Les soumissions se sont également multipliées sur le long terme, un segment jugé attractif auprès de certains investisseurs après la hausse subie un trimestre plus tôt.

| Structure des soumissions | | | |
|---------------------------|----------------|--------------|--------------|
| Mois/Maturité | <= 52 semaines | 2 à 5 ans | >= 10 ans |
| T1 | 38,7% | 39,6% | 21,7% |
| T2 | 45,7% | 47,8% | 6,5% |
| T3 | 45,8% | 39,1% | 15,2% |
| Total | 43,4% | 42,8% | 13,8% |

| Structure des levées | | | |
|----------------------|----------------|--------------|--------------|
| Mois/Maturité | <= 52 semaines | 2 à 5 ans | >= 10 ans |
| T1 | 40,7% | 34,9% | 24,3% |
| T2 | 46,5% | 48,2% | 5,3% |
| T3 | 13,8% | 59,2% | 27,0% |
| Total | 33,3% | 47,6% | 19,1% |

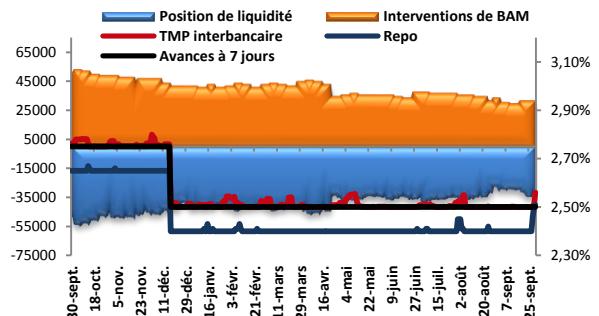
S'agissant du marché des titres de créances négociables, l'encours global de ces instruments poursuit sa baisse entamée depuis le début de l'année 2015. Il s'est d'ailleurs contracté de plus de 16 Mrds de DH (dont 2 Mrds au 3ème trimestre) sur cette période pour ressortir à 65 Mrds de DH à fin septembre 2015. Les banques sont les principales contributrices à cette situation. Ces dernières ont massivement réduit leurs financements via les certificats de dépôt de pas moins de 3 Mrds de DH au cours du troisième trimestre 2015. La décélération des crédits bancaires ainsi que l'amélioration de la liquidité bancaire constituent les principaux facteurs explicatifs.



III - Marché monétaire :

Soutenue par le raffermissement des réserves nettes de changes, la situation de la liquidité bancaire s'améliore d'un trimestre à l'autre. En effet, la baisse de la facture énergétique, la dynamique remarquable des industries exportatrices et la bonne tenue des IDE continuent de contribuer activement à l'absorption du déficit de la liquidité. Ce facteur autonome a en effet été à l'origine d'un effet expansif de 18 Mrds de DH au titre du 3ème trimestre 2015 compensant de cette manière l'effet restrictif de 13 Mrds de DH engendré par la hausse de la circulation fiduciaire. Dans ce contexte, les trésoreries bancaires se sont globalement détendues et leur déficit

s'est atténué de 5 Mrds de DH pour ressortir à 30,4 Mrds de DH contre 35,4 à fin juin 2015.



Au fur et à mesure que la liquidité s'améliore, la Banque Centrale ajuste à la baisse le volume de ses interventions sur le marché afin de maintenir son équilibre. L'institut d'émission a servi en moyenne 35 Mrds au 3ème trimestre de DH contre 38 Mrds de DH au second trimestre.

Eu égard à ces éléments, les taux monétaires sont restés quasi-stables. Le TMP interbancaire a traité aux alentours du taux directeur à 2,50% alors que la rémunération de la pension livrée jj est ressortie à 2,40%.

Dans ces conditions, le conseil de la Banque Centrale, tenu le 22 septembre, a encore une fois adopté un statu quo. Il a jugé que le niveau actuel de 2,5% du taux directeur reste approprié dans un contexte où l'inflation devrait rester en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Elle s'établirait selon l'institution à 1,8% en 2015 et à 1,5% en moyenne sur les 6 prochains trimestres. La croissance, quant à elle, devrait se situer à 4,6% en 2015, portée principalement par les activités agricoles, tandis que le rythme du PIB non agricole devrait rester limité à 3,3%.

Zoom sur le PLF 2016

Après une année 2015 marquée par une accélération de la croissance économique (4,6%), tirée principalement par les activités agricoles et stimulée par la baisse du prix du pétrole, le PLF 2016 prévoit une décélération du PIB à 3%. Le déficit du compte courant devrait connaître une atténuation, sous l'effet de l'amélioration des perspectives de la demande adressée au Maroc et de la poursuite de la baisse de la facture énergétique, pour ressortir au terme de l'année 2016 à 2%. Quant au budget du Trésor, le déficit marquerait une résorption pour se situer à 3,5% du PIB en 2016. L'analyse de la situation prévisionnelle des charges et ressources du Trésor laisse apparaître :

- Une poursuite de la bonne **discipline budgétaire** qui devrait se traduire par une légère baisse des dépenses totales de 0,35% combinée à une hausse plus importante des recettes ordinaires (En particulier la composante fiscale) de 2%.
- Une atténuation du **déficit** du Trésor qui se situerait aux alentours de 37 Mrds de DH en 2016 contre 42 Mrds de DH prévus pour l'exercice 2015.
- Une **intervention brute** sur le marché intérieur de la dette qui devrait s'établir à **114 Mrds de DH** compte tenu de tombées prévisionnelles (Dettes internes et externes) estimée à 95 Mrds de DH, et d'un financement externe de 18 Mrds de DH.