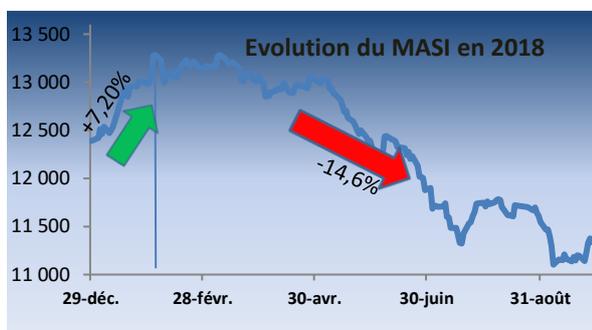


I - Marché boursier :

Accélération de la descente

Avec une perte de 8,50% au compteur à fin septembre, la cote marque une rupture prononcée avec la tendance haussière initiée en 2016. En valeur, ce sont 48 Mrds de DH de capitalisation qui sont partis en fumée en neuf mois. Cette baisse occulte toutefois une évolution en deux phases.

En effet, le principal indice du marché, le MASI, a entamé l'année avec une accélération remarquable pour atteindre un plus haut de 13.280 pts en date du 02 février et une performance de 7,20%. Cette hausse rapide a été propulsée par les anticipations favorables d'évolution des résultats des sociétés de la cote au titre de l'exercice 2017 puis, par l'entrée en vigueur de la réforme de la flexibilité du Dirham, qui a renforcé à son tour l'appétit des investisseurs pour le placement en bourse, notamment sur les valeurs réalisant une partie de leur chiffre d'affaires à l'étranger.



Durant la période de publication des résultats annuels des sociétés de la cote, et malgré le bon cru globalement observé, certains secteurs influents ont grandement déçu, faisant entraîner dans leur sillage le marché dans une longue et laborieuse spirale baissière. C'est le cas notamment de l'immobilier qui ne réussit toujours pas à s'affranchir de ces difficultés. C'est d'ailleurs principalement ce secteur qui est à l'origine de la contre-performance du marché. Son indice affiche une chute de près de 50% depuis le début de l'année. La capitalisation d'Addoha s'est réduite comme une peau de chagrin, passant de 10,6 à 4,7 Mrds de DH. Celle d'Alliances de 2,6 à 1,9 Mrds de DH et de Résidences Dar Saada de 4 à 2,5 Mrds de DH. Les secteurs des matériaux de construction et de l'assurance ne sont pas en reste. Le premier, dont l'activité est liée à celle de la construction et des projets d'infrastructures, est en petite forme et le contrat programme du BTP n'a toujours pas vu le jour. La capitalisation de LafargeHolcim est passée de 46,4 Mrds de DH en début d'année à 38,1 Mrds de DH aujourd'hui. Celle de Sonasid de 2,7 à 2,2 Mrds de DH. Pour l'assurance, la hausse de la sinistralité a pénalisé le leader du secteur, Wafa Assurance, dont la capitalisation a plongé de 17,3 à 13,6 Mrds de DH.

Mais l'événement qui a frappé de plein fouet la Bourse de Casablanca, et la dynamique économique de manière générale, c'est le mouvement de boycott de trois marques de grande consommation qui a démarré le 20 avril. Juste après cette date, les cours ont accéléré leur baisse jusqu'à la mi-juillet.

Pour ne rien arranger, les résultats semestriels sont venus tout récemment confirmer les craintes des investisseurs et plonger le marché dans les abysses.

Dans la même lignée, quelques facteurs exogènes ont concouru à l'amplification de la baisse. L'on cite dans ce sens, la hausse remarquable du cours du pétrole qui menace d'éroder les marges des sociétés de la cote, ou encore la dynamique de vente des étrangers sur le marché boursier. Une dynamique qui ne se limite toutefois pas qu'au Maroc, puisqu'il affecte également plusieurs autres pays émergents.

Reflux des capitaux vers les places développées

Séduits par les marchés émergents pendant plus de deux ans, les investisseurs semblent désormais leur tourner le dos. Pour cause, le retour de la croissance économique et la remontée des taux dans les pays développés, particulièrement aux Etats-Unis qui produit un effet d'écoulement du cash, opportuniste, vers le pays au détriment des émergents. Cette réorientation des flux se traduit par une hausse des cours boursiers dans les pays développés en raffermissement, et globalement dans le rouge dans les émergents.

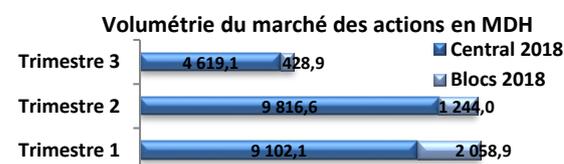
Indice boursier	Pays	Variation depuis 1er janvier
Nasdaq	Etats-Unis	16,60%
CAC 40	France	3,40%
MSCI EM	Emergents	-9,50%
MSCI FM	Frontier	-15,30%
MSCI Morocco	Maroc	-8,80%

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 septembre, le volume global brassé dans la Bourse de Casablanca se situe à 27,3 Mrds de DH, en diminution de 26,1% sur une année glissante.

Cette régression s'attribue aussi bien au marché central que celui de blocs. Sur le premier compartiment, le volume transactionnel a régressé de 22,3% à 23,5 Mrds de DH. Par valeur, Attijariwafa bank arrive en pole position des valeurs les plus actives. Elle draine 4,1 Mrds de DH, soit près de 17,6% des échanges. Le Top 3 des valeurs les plus actives est complété, dans l'ordre, par Itissalat Al-Maghrib (2,7 Mrds de DH, 11,6%) et BMCE (1,9 Mrds de DH, 8,4%). Du côté des intervenants, les statistiques à fin juin révèlent que près de 36,1% des volumes brassés reviennent aux personnes morales marocaines, suivies des OPCVM, des personnes physiques marocaines et des personnes morales étrangères avec des parts respectives de 35%, 13,5% et 11,3%.

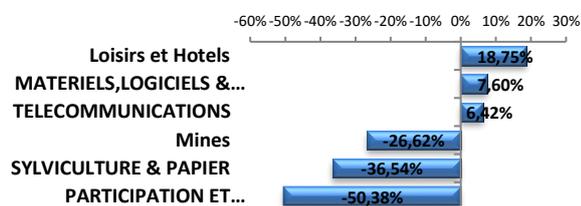
Pour sa part, le marché de blocs a généré un volume de 3,7 Mrds de DH contre 6,6 Mrds de DH une année plus tôt. Il a été animé à hauteur de 58,7% par Attijariwafa bank, Eqdom, LafargeHolcim Maroc et BMCE Bank.



Des performances sectorielles pour la plupart dans le rouge

Au chapitre des variations sectorielles, seuls 6 secteurs sur les 24 de la cote sont parvenus à échapper à la baisse.

Plus fortes variations trimestrielles



En tête de liste, arrive le secteur « Loisirs et Hôtels » réalisant une ascension de 24,3% grâce au bon comportement de Risma qui semble profiter du contexte sectoriel favorable, avec des arrivées touristiques ayant cru de 8% à fin août 2018. Au bas de l'échelle, on retrouve le secteur « Participation et Promotion immobilières », dont l'indice est en recul de 50,38% en raison de la contre-performance de l'ensemble des valeurs qui le composent ; Addoha (-55,3% à 14,75 DH), Alliances (-50% à 102 DH) et RDS (-35,9% à 98 DH).

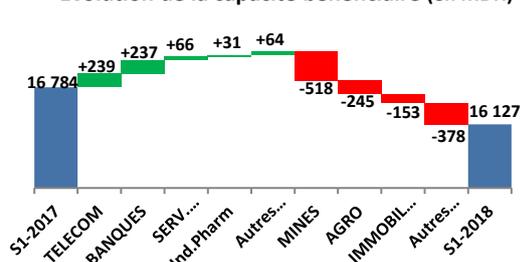
Focus sur les résultats semestriels

Après 5 années consécutives de croissance semestrielle soutenue, les sociétés cotées à la Bourse de Casablanca marquent le pas au S1-2018 dans une conjoncture nationale marquée par une décélération de la croissance économique.

Les revenus globaux affichent ainsi une progression modeste de 1,6% à 118,3 Mrds de DH. Les plus importantes progressions ont été enregistrées par trois secteurs. Il s'agit des secteurs du Pétrole & Gaz (+13,6% à 7.823,8 Mrds de DH), les Equipements Electroniques (+12,7% à 854,6 Mrds de DH) et les Services de Transport, dont l'unique valeur est MARSAMAROC (+9,2% à 1 390,6 Mrds de DH). En revanche, les secteurs de l'Agro-alimentaire et de l'immobilier ont négativement impacté l'évolution des revenus de la cote, avec des contributions de l'ordre de -1,2 pts et -0,6 pts respectivement.

Coté résultats, l'orientation est à la baisse avec une masse bénéficiaire qui se déprécie de 3,9% à 16,1 Mrds de DH. Elle est impactée principalement par la chute des résultats des minières de près de 518 MDH. Une chute attribuable en premier lieu à Managem en raison de la non récurrence de la plue-value engrangée par la société en 2017 suite à la cession du capital de Lamikal, basée au Congo, puis à SMI qui a dû faire face au repli de sa production d'Argent d'Imiter.

Evolution de la capacité bénéficiaire (en MDH)



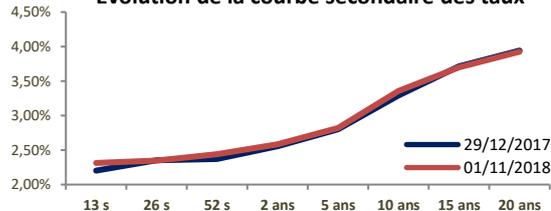
Les principales autres contributions négatives reviennent aux secteurs de l'Agro-alimentaire et de l'immobilier qui ont fait les frais d'une conjoncture économique peu propice (manque d'opportunités à l'export pour Cosumar et ralentissement de la demande sur le social pour Addoha, Alliances et RDS).

II- Marché obligataire :

Bien que le cadre macroéconomique s'est relativement détérioré au cours des neuf premiers mois de l'année, les rendements obligataires n'ont que très peu bougé.

Dans les faits, la liquidité bancaire a vu son déficit se creuser de 33 Mrds de DH « passant de 42 à 75 Mrds de DH » sous l'effet combiné à la fois de la baisse des réserves de change et de la hausse de la circulation fiduciaire. A leur tour, les finances publiques ont affiché, à fin septembre, un déficit budgétaire de près de 23 Mrds de DH contre 21 Mrds de DH en 2017. Cette dégradation devrait, d'ailleurs, concerner l'ensemble de l'année budgétaire 2018. L'objectif du déficit a, en effet, été révisé à la hausse à 3,7% du Pib au lieu de 3% prévu initialement. Cette révision tient compte d'une hausse de la charge de la compensation de près de 4,7 Mrds de DH et d'une baisse attendue des recettes de l'IS de 2,9 Mrds de DH.

Evolution de la courbe secondaire des taux

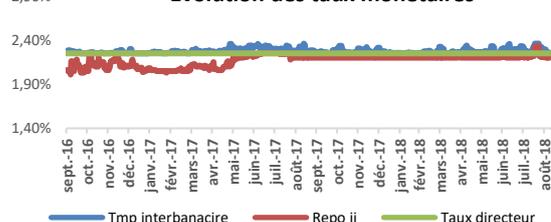


En dépit de cette évolution défavorable à la fois de la liquidité bancaire et des finances publiques, les rendements obligataires ont limité leur correction haussière à 5 pbs en moyenne pour le court et le moyen terme tandis que le segment long de la courbe, peu liquide, est resté globalement stable.

Parmi les raisons qui justifient le maintien des taux à des niveaux bas, on peut citer, en premier lieu, la politique monétaire menée par la Banque Centrale. En effet, avec un taux directeur fixé à 2,25%, auquel financent les banques une bonne partie de leurs ressources, le loyer de l'argent sur la partie courte de la courbe demeure majoritairement insensible aux tensions sur la liquidité.

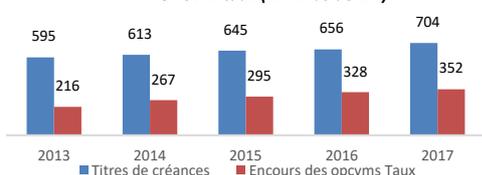
Le renforcement de l'ancrage des taux monétaires au taux directeur est d'autant plus fort que les opérateurs n'anticipent pas d'intervention à court et moyen terme de Bank Al Maghrib sur son taux directeur et ce compte tenu du contexte macroéconomique caractérisé par un retour de l'inflation et des perspectives de croissance économique molle.

Evolution des taux monétaires



De l'autre côté, le rythme d'évolution des actifs sous gestion croît plus vite que celui des titres de créances émis à la fois par le Trésor et par le secteur privé. Le déséquilibre qui se creuse en faveur de la demande sur les titres créances exerce ainsi une pression empêchant la remontée des taux.

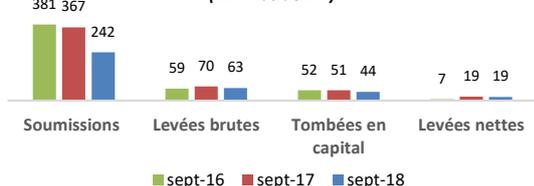
Dynamique marché de la dette (Privée et BDT) VS encours OPCVM taux (En Mrds de DH)



En ce qui concerne le comportement du Trésor sur le marché primaire, ce dernier, et à l'image des trois exercices précédents, continue de puiser dans le marché local pour financer son déficit et rembourser ses tombées. En chiffres, l'argentier du Royaume a procédé à des levées nettes de près de 19 Mrds de DH.

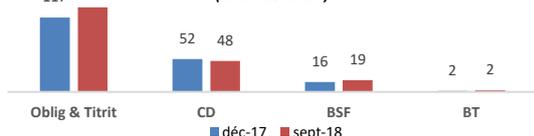
Parallèlement à ses opérations de financement sur le marché primaire, le Trésor a poursuivi son programme de gestion active de la dette. Il a, en effet, organisé plusieurs séances d'échanges de titres dans le but de lisser son échéancier de remboursement. En revanche, le volume de ces opérations a connu une forte régression en se limitant à 13,7 Mrds de DH en 2018 alors qu'il a dépassé les 20 Mrds de DH en 2017. La contraction de la demande sur les titres souverains, principalement sur la partie longue de la courbe, en est le principal facteur explicatif.

Evolution des levées nettes du Trésor (En Mrds de DH)



De son côté, la demande des investisseurs va en se dégradant. Elle s'est limitée à 242 Mrds de DH à fin septembre contre 367 Mrds de DH au cours de la même période en 2017 et 381 Mrds de DH en 2016. Pour cause, la dégradation de la situation de la liquidité bancaire mais aussi la faiblesse des rendements obligataires des titres souverains qui pousse les investisseurs à réorienter leurs placements vers d'autres instruments de placement plus rémunérateurs, en l'occurrence la dette privée.

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



Sur le compartiment de la dette privée, la dynamique haussière se poursuit. En effet, l'encours de ces instruments a augmenté de 16 Mrds de DH pour atteindre les 202 Mrds de DH. Cette évolution s'explique principalement par la hausse de 16 Mrds de DH des encours des obligations et titrisations. Dans une moindre mesure, l'encours des Bons des Sociétés de Financement

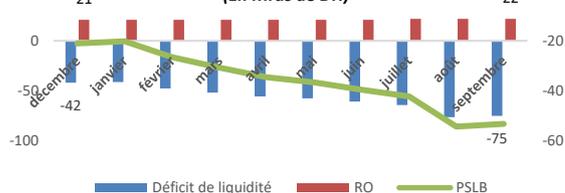
s'est apprécié de 3 Mrds de DH tandis que celui des Certificats de dépôts s'est rétracté de 3 Mrds de DH.

III- Marché monétaire :

Grandement impactée par la réforme des échanges extérieurs et la baisse de l'encours des réserves de change qui en découle, la situation de la liquidité bancaire poursuit sa dégradation. En effet, le déficit de la balance commerciale s'est vu croître de plus de 11 Mrds de DH à fin septembre pour atteindre 152 Mrds de DH. Cette situation résulte de la hausse de la facture énergétique (+9,8 Mrds) en lien avec l'envolée du prix du Brent et des importations des biens d'équipement (8,1 Mrds) qui n'a été que partiellement couverte par la hausse des expéditions d'automobiles (+6,2 Mrds) et des exportations de phosphates et ses dérivés (+5,4 Mrds).

De surcroît, les réserves de change ont pâti du creusement du solde de la balance des voyages de près de 1,6 Mrds de DH et de la régression des flux nets d'IDE de près 600 MDH.

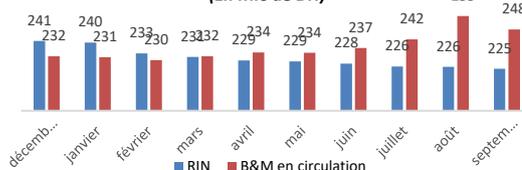
Evolution de la liquidité bancaire (En Mrds de DH)



Eu égard à l'ensemble de ces éléments, l'encours des réserves internationales nettes s'est effrité de 16 Mrds de DH pour se situer à 225 Mrds de DH à fin septembre.

A son tour, la circulation fiduciaire continue de s'accroître à un rythme relativement élevé. Elle a engendré un effet restrictif de 16 Mrds de DH sur la liquidité bancaire.

Evolution des facteurs de liquidité en 2018 (En Mrds de DH)



Au final, le déficit des trésoreries bancaires s'est aggravé de 33 Mrds de DH sur les neuf premiers mois de l'année pour atteindre les 75 Mrds de DH. Cette détérioration a été totalement compensée par les injections de la Banque Centrale afin de rééquilibrer le marché. En chiffres, le volume global de la monnaie centrale a augmenté de 30 Mrds de DH, passant de 44 Mrds de DH à 74 Mrds de DH, dont 71 Mrds de DH servis sous forme d'avances à 7 jours.

Injections de BAM (En Mrds de DH)



En conséquence, les taux monétaires sont restés proches du taux directeur. Ils ont traité à 2,21% pour le repo jj tandis que le TMP interbancaire est ressorti en moyenne à 2,28%

3