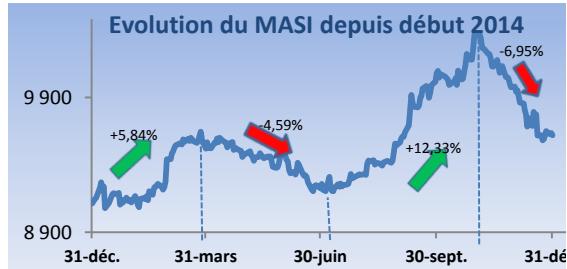


## I- Marché boursier :

### Renversement de tendance, une première depuis 2010

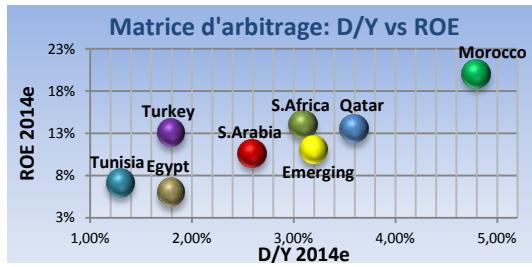
Après trois années de dégringolade aux lourds bilans, le marché boursier se fraye enfin un chemin dans le vert, augurant d'une belle éclaircie à venir. De concret, avec un indice du marché réalisant une percée de 5,56% en 2014, et un baromètre des valeurs les plus actives qui gagne 5,73%, le cycle de morosité semble rebrousser chemin, face au regain de confiance qui s'installe auprès des investisseurs. Un regain de confiance qui s'alimente et verse principalement vers les blue-chips de la place, notamment vers les deux cimentiers Holcim et Lafarge qui scellent 2014 sur une performance de 30,4% et 23,6% respectivement. Puis Wafa Assurance qui engrange une plus-value de 20,7%, et Maroc Télécom (+18,5%), sans oublier Attijariwafa Bank (+12,8%). A ce titre, la capitalisation boursière s'en est retrouvée dilatée de 33,34 Mrds de DH à 484,5 Mrds de DH. Soulignons que cette croissance de la capitalisation intègre en plus de l'effet d'appréciation des cours boursiers, l'injection de 5 Mrds de DH liés à l'IPO de Résidence Dar Saada.



S'agissant des forces ayant le plus contribué au survolt du marché en 2014, on trouve l'arbitrage graduel qui se fait en faveur des actions, en relation aussi bien avec l'amélioration des finances publiques, qu'avec les deux épisodes de la baisse du taux directeur survenue durant le deuxième semestre, qui compriment sans relâche les rendements obligataires. Figure en deuxième lieu, le rehaussement de la pondération du Maroc dans l'indice MSCI Frontières Market qui a longtemps stimulé la surenchère sur les neuf valeurs de cet indice. S'ajoute à cela, les anticipations globalement favorables dressées au sujet des réalisations des sociétés de la cote, motivées par la baisse du prix du pétrole, et l'amélioration du climat des affaires. Notant par ailleurs, que la performance du Masi en 2014 reste assez conservée par rapport aux réalisations des principales places comparables de la région Mena et du continent, comme c'est le cas de l'Egypte qui progresse de 32%, de la Turquie (26%), du Qatar (18%), et de la Tunisie (16%). Cependant le retard qu'accuse le Maroc en termes de performance sur les quatre dernières années lui permet d'améliorer son attractivité par rapport aux différentes places internationales.

Dans la même veine, et avec un rendement D/Y proche de 5% et un ROE de 20%, la place de Casablanca constituerait une alternative de placement intéressante surtout si nous la comparons avec des pays comme la Tunisie ou l'Egypte qui possèdent un

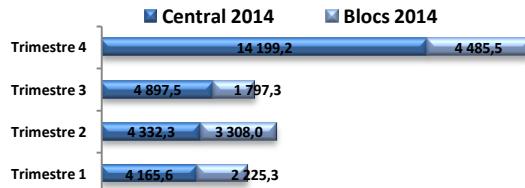
couple (D/Y ; ROE) de (1,3%; 7%), et (1,8%; 6%) respectivement.



Le manque de liquidité représente toutefois un véritable frein au développement de la place boursière marocaine. **La volumétrie ayant dégringolé cette année encore pour toucher son plus bas niveau depuis 2005.**

### Un dynamisme qui va de mal en pire

Le volume global de la place casablancaise a enregistré en 2014 un recul de 18,8% comparativement à 2013 pour se situer à 39,4 Mrds de DH. Cette baisse est entièrement imputable à la contraction des échanges sur le marché de blocs (-46,5% à 11,8 Mrds de DH) suite à la non-référence de l'opération de transfert des actions JLEC détenues par les différentes filiales de TAQA à leur maison mère. Le marché central qui s'accapare 70% du volume accuse en revanche un léger raffermissement des échanges, en passant de 26,5 à 27,6 Mrds de DH. Les opérations demeurent toutefois concentrées autour des Blue-chips de la place, avec en tête de liste ATTIJARIWAFA Bank qui brasse 5,1 Mrds, suivie par ADDOHA qui canalise 3,1 Mrds de DH, puis BMCE et IAM qui arrivent ex aequo avec 2,4 Mrds brassés par chacune entre elles. Notant que ces quatre valeurs concentrent à elles seules 49% du volume du marché Central.



### Volumétrie du marché des actions en MDH

Parallèlement, le marché de gré à gré a été animé par quatre grandes opérations : La plus importante est la cession par la SNI de 21,75% du capital de Central Laitière à Gervais Danone pour un montant de 3,1 Mrds de DH ; La deuxième, concerne les 6% de participation de l'Etat marocain dans le capital de la BCP qui ont été transmis aux BPR pour une valeur de 2,05 Mrds de DH ; la troisième plus grande opération, d'un montant de 1,9 Mrds de DH, a concerné Cosumar, suite à la vente par SNI de 24,2% de son capital à 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.

### Bonne orientation des secteurs

Au volet des performances sectorielles, 15 secteurs sur les 22 de la cote affichent une performance annuelle positive, contre seulement 9 en 2013. Le secteur « Transport » se dresse en tête du peloton, avec une progression de 48,33%, redébute à la

performance de CTM qui se trouve fortement convoitée par les investisseurs en raison de sa généreuse politique de distribution de dividende. A son tour, le secteur « Ingénierie » s'adjuge une croissance de 43,62% due à la spectaculaire ascension de Stroc Industrie (+107%), portée par son retour à une activité bénéficiaire. Pour sa part, le secteur « Sylviculture et Papiers », se hisse de 42,62%. Cette progression saisissante s'attribue à « Med Paper », qui profite d'un retour d'intérêt pour l'action après l'annonce par le Ministère du Commerce Extérieur de l'application du droit anti-dumping sur le Papier en ramette A4 originaire du Portugal.

Au bas de l'échelle, et pâtissant de la contre-performance d'Alliances (-43,3%), d'Addoha (-32,7%), et de la toute nouvelle recrue de la cote Résidence Dar Saada (-8,1%), l'indice « Immobilier » se rétracte de 28,5%. L'indice « Mines » plombé par l'érosion des cours des métaux à l'international cède quant à lui 15,91%. De même, l'indice des « Sociétés de financement » lâche 10,2% entraîné par le retrait de ses quatre valeurs « Eqdom : -18,8%, Axa Crédit : -11,95%, Maroc Leasing : -10,0%, et Taslif : -5,49% » évoluant toutes dans un contexte difficile, sous l'effet de la décélération de la croissance des crédits et de la montée en flèche des créances en souffrance.

**Que nous réserve, enfin, 2015 ?** Coté perspectives, nombreux sont les signaux qui prédisent une accélération de la hausse du marché des actions en 2015. A commencer par l'environnement général des affaires qui s'annonce plus porteur qu'en 2014, avec des investissements publics en progression de 13% à 49,2 Mrds de DH, et une croissance du PIB attendue autour de 4,44% (vs 2,5% en 2014). Pour sa part, la baisse du prix du pétrole profitera indubitablement à l'ensemble du tissu économique à travers la réduction des charges sur l'ensemble de la chaîne de production. A la bourse de Casablanca, cette baisse profitera davantage aux entreprises opérant dans le transport, et le BTP. Coté opérations stratégiques, deux grandes introductions en bourse sont attendues en 2015 (Marsa Maroc, Total Maroc), ce qui fera le bonheur des investisseurs en quête du papier frais et de bonne qualité. Aussi, les cessions de participations de SNI dans le capital de Cosumar et Centrale Laitière apporteront un nouveau souffle au marché. Par ailleurs, la baisse des taux obligataires devrait accentuer le basculement des flux financiers en faveur des Actions, surtout que le marché ne s'attend pas à une remontée rapide des taux: Actuellement, la rémunération des obligations 10 ans et 20 ans est inférieure au rendement du dividende en bourse, de quoi charmer les investisseurs, même les plus récalcitrants.

## II- Marché Monétaire :

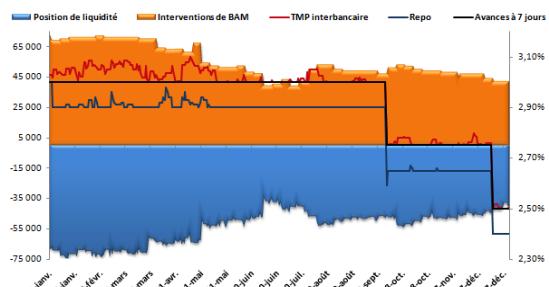
L'année 2014 a été marquée par une nette amélioration des conditions de liquidité sur le marché monétaire. En effet, le déficit de liquidité est passé de 69 Mrds de DH en 2013 à 40 Mrds de DH à fin 2014, soit une atténuation de 42%. Cette performance trouve essentiellement son origine dans le raffermissement des réserves internationales nettes dont les données du mois de décembre indiquent que

leur encours s'est amélioré de 20,3% pour s'établir à 180,8 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 5 mois et 9 jours d'importations.

En revanche, la circulation de la monnaie fiduciaire a exercé un effet restrictif sur la liquidité bancaire et ce suite à l'accumulation de la période estivale et la fête d'Aïd El Adha.

D'autre part, la décision de la Banque Centrale de revoir le taux de la réserve monétaire en mois de mars 2014 a été à l'origine d'une injection de liquidité de quelques 8 Mrds de DH.

### Conditions de liquidité sur le marché monétaire en 2014



Face à cette amélioration, la Banque Centrale, dans un objectif de maintenir les taux monétaires proches du taux directeur, a réduit son emprise sur le marché monétaire. En effet, le montant global de ses interventions sur le marché est passé de 72 Mrds à 42 Mrds de DH, soit une baisse de 42% comparable à celle du déficit de liquidité.

Ainsi, Bank Al-Maghrib a injecté de la liquidité essentiellement à travers les avances à 7 jours dont le montant à fin décembre s'est chiffré à 23 Mrds de DH et 18,9 Mrds de DH par des prêts accordés dans le cadre du programme de soutien au financement de la TPME. Dans ces conditions, le TMP sur le marché interbancaire est revenu de 3,03% en 2013 à 2,50%, en relation avec la décision du conseil de Bank Al-Maghrib d'abaisser le taux directeur à deux reprises de 3% à 2,5%. Dans le même sens, La rémunération de la pension livrée jj à perdu 50 pbs.

## III -Marché Obligataire :

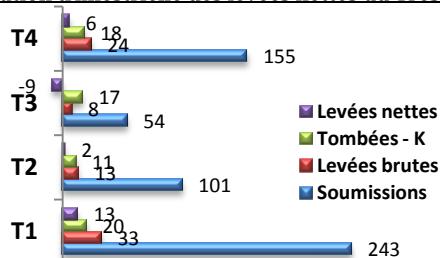
Incontestablement, s'il y'a une caractéristique principale du marché obligataire en 2014, c'est à l'évidence la baisse exceptionnelle des taux d'intérêt. Les principaux éléments qui expliquent ce fait sont, d'une part, la baisse de l'offre du Trésor en BDT suite à l'amélioration de son besoin de financement et, d'autre part, au raffermissement des conditions de la liquidité. En outre, la décision de la Banque Centrale d'abaisser, à deux reprises, le taux directeur en septembre puis en décembre 2014 a constitué un facteur accélérateur de la tendance baissière.

En effet, les finances publiques ont affiché une nette amélioration sur l'année 2014. Le déficit budgétaire et après trois années d'aggravation, est passé de 7,3% en 2012 à 4,9% en 2014. Il est ressorti, à fin décembre à 40 Mrds de DH contre 50 Mrds de DH un an auparavant. Le besoin de financement, quant à lui, accuse un recul de 10% à 46,7 Mrds de DH. Cette amélioration trouve son origine dans la décompensation des produits pétroliers dont le poids

accuse un retrait de 21% et une augmentation de 3% des recettes fiscales. Néanmoins, le solde ordinaire demeure négatif et ressort à 17,4 Mrds de DH en quasi-stabilité par rapport à l'année dernière.

Puisant essentiellement dans son aisance financière, le Trésor a limité son recours aux marchés des adjudications face à une demande en augmentation continue suite à l'amélioration de la situation de la liquidité. Ainsi, une pression baissière s'est exercée tout au long de l'année 2014 sur les rendements obligataires. En effet les levées brutes du Trésor se sont élevées à 78,5 Mrds de DH contre 175,2 Mrds de DH en 2013, tandis que les soumissions des investisseurs ont connu, de leur part, une hausse de 34% à 553,4 Mrds de DH. Eu égard à ces éléments, le taux de satisfaction des séances primaires est ressorti à un niveau faible de 14%.

#### Evolution trimestrielle des levées nettes du Trésor



Les levées nettes du Trésor, quant à elles, ont affiché un retrait de 79,4% à 12,1 Mrds de DH. Ces dernières se sont même inscrites en territoire négatif pendant le troisième trimestre témoignant par moment d'une relative aisance des besoins de financement de l'argentier de l'Etat. Aussi, on notera que le comportement du Trésor sur le marché de la dette interne a été marqué par une gestion active de sa dette consistant durant l'année à i) privilégier les maturités moyennes et longues de manière à rallonger la durée moyenne de son portefeuille ii) initier des programmes d'échange de titres court terme contre d'autres de maturités plus longues.

#### Structure trimestrielle des soumissions BDT

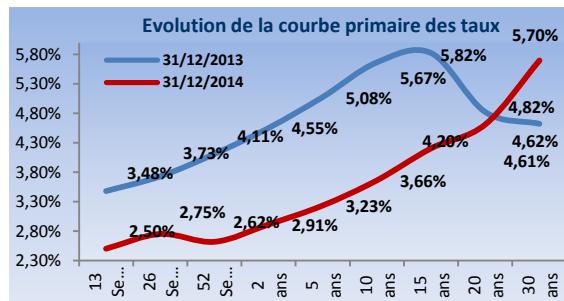
Trimestre	<= 52 semaines	2 à 5 ans	>= 10 ans
T1	31,9%	45,8%	22,4%
T2	39,3%	39,1%	21,6%
T3	46,5%	30,5%	22,9%
T4	35,4%	39,0%	25,6%
<b>2014</b>	<b>35,7%</b>	<b>41,2%</b>	<b>23,2%</b>

#### Structure trimestrielle des levées BDT

Trimestre	<= 52 semaines	2 à 5 ans	>= 10 ans
T1	7,9%	44,4%	47,7%
T2	16,0%	43,5%	40,5%
T3	32,9%	15,6%	51,5%
T4	26,8%	48,6%	24,6%
<b>2014</b>	<b>17,7%</b>	<b>42,6%</b>	<b>39,7%</b>

Sur le plan des rendements, la courbe des taux d'intérêt a connu en 2014 des variations à la baisse historiques allant de 100 points de base pour les taux

court terme à 200 points de base pour les taux long terme engendrant ainsi un mouvement d'aplatissement de la courbe et une performance exceptionnelle (à deux chiffres) pour les titres obligataires moyen et long terme.



S'agissant du marché secondaire des Bons du Trésor, le volume transactionnel s'est élevé à 170,7 Mrds de DH au titre de l'année 2014 contre 172,8 à fin 2013, soit un retrait de 1,2%. Ce léger recul de la liquidité s'explique principalement par le manque de titres ressentis tout au long de l'année obligeant les opérateurs à adopter la stratégie du « Buy & Hold » dans un contexte marqué par la baisse des taux.

Dans le registre du marché de la dette privée, le volume global des émissions des Titres de Créances Négociables TCN à fin 2014 a avoisiné les 65,6 Mrds de DH portant ainsi l'encours global de ces instruments à 89 Mrds de DH. En comparaison avec l'année 2013, les émissions de TCN se sont inscrites en hausse de 8%.

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 81% du total des émissions.

#### **Encadré : Loi des Finances 2015**

Comme à l'accoutumée, la fin de l'année a été marquée par le débat sur le projet de loi des finances qui intervient contexte particulier tourné vers la consolidation du modèle du développement national afin de pouvoir intégrer le club des pays émergents. Dans ce sens, le gouvernement a visé 4 objectifs fondamentaux : le rééquilibrage des finances publiques et rééquilibrage du cadre macroéconomique, la relance de l'économie nationale (amélioration de la compétitivité, stimulation de l'investissement, etc.), le soutien à la cohésion sociale et l'accélération des réformes institutionnelles et structurelles. Ainsi, une poursuite de l'amélioration des finances de l'Etat est ainsi une priorité majeure de la loi des finances 2015 ; le déficit budgétaire devrait être ramené à 4,3% du PIB. Pour ce qui est de son financement, le Trésor prévoit une sortie plus importante sur le marché international qui devrait avoisiner les 24 Mrds de DH, soit 57% de son besoin global.

Par ailleurs, une règle régissant la politique d'endettement de l'Etat a été instaurée consistant en le financement exclusif des investissements, qui devraient augmenter de 12,5%, par le recours à l'endettement.