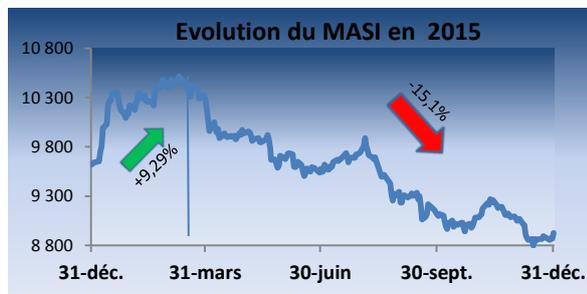


I - Marché boursier :

On n'est toujours pas sorti de l'auberge

2015 n'aura finalement pas été celle du redressement du marché boursier marocain, celui-ci vient en effet de boucler sa sixième année de baisse en huit ans, et ce en déjouant les attentes des professionnelles qui tablaient sur un renversement de tendance cette année. Au bilan, le Masi ressort avec une contreperformance de 7,22%. Dans son sillage, le baromètre des valeurs les plus actives cède 7,49%. S'agissant des principaux contributeurs à cette baisse, s'illustre le trio des grandes immobilières de la place : ADDOHA en pole position avec une participation à la baisse du Masi de (-153 pts), suivie par CGI (-94 pts), puis par ALLIANCES (-89 pts).

Reflétant en grande partie l'évolution du marché, la capitalisation boursière se rétracte pour sa part de 6,4% à 453,3 Mrds de DH. Notons que cette évolution intègre également l'impact du retrait de la CGI, les augmentations de capital réalisées (près de 2 Mrds de DH), ainsi que les 2 IPO enregistrées en 2015 (AFMA et TOTAL MAROC pour près de 5,7 Mrds de DH).



Pour ce qui est des facteurs entraînant l'enlisement du marché, ils tiennent majoritairement à la réforme 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. Dans cette dynamique, 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 déplorable record dans l'histoire de la corbeille casablancaise ».

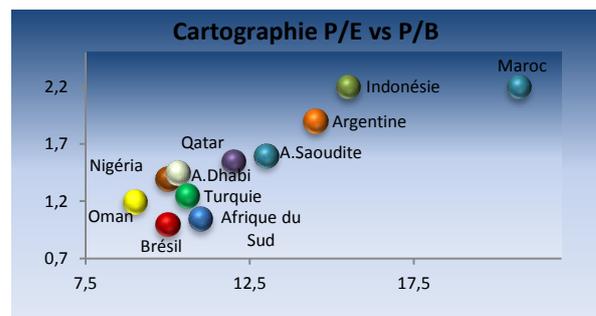
Il n'empêche que certains investisseurs continuaient jusque là à croire en le redressement du marché annoncé en fanfares au début d'année, c'est ce qui explique d'ailleurs le flottement horizontal des indices de performances autour de leurs cases de départ entre le mois d'avril et juillet. Mais c'était 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 ouvert la voie pour un nouveau dévalement des indices de performance.

Quid des réalisations des principaux indices du MSCI

En 2015, le MSCI World enregistre une contreperformance de 2,7%. Sa dégradation vient renseigner sur la morosité des marchés actions à l'échelle mondiale. S'agissant du « MSCI Frontier Market », l'indice où est logé le marché marocain, il accuse un repli sévère de 17,3% sous l'effet de la baisse conséquente des principaux pays qui le composent : Nigeria (-16,8%), Kuwait (-16,5%), Pakistan (-14,8%) puis, en quatrième place, le Maroc avec une contreperformance de son panier de valeurs de 9,5%. Il est entendu que cette dégringolade est motivée par la chute du cours du baril ainsi que la baisse des prix des métaux qui ont fortement pesé sur les équilibres économiques des pays abrités dans le segment « Frontier Market ». Rappelons que le secteur financier pèse près de 53% dans l'indice, suivi par le secteur des télécoms (13,7%), puis par le secteur énergétique (9,93%).

A l'échelle continentale, notant que le marché marocain, en dépit de sa dégringolade fait preuve d'une bonne résilience, avec une contreperformance de 9,52% contre 21,38% pour le MSCI Africa.

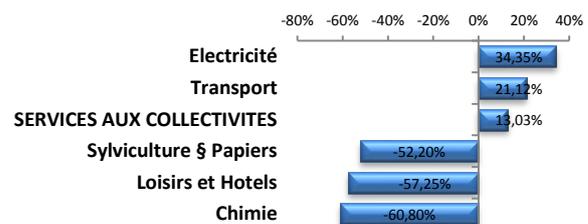
Qu'en est-il du niveau d'attractivité de la place boursière marocaine



En dépit de la violente correction baissière des indices de performance ces derniers mois, la place casablancaise n'améliore point ses indicateurs d'attractivité, étant donné que la diminution des cours boursiers sur la période s'est accompagnée par une dégradation beaucoup plus sévère des indicateurs financiers des entreprises de la cote. En chiffres, le marché marocain traite aujourd'hui à 20,7 fois ses résultats estimés en 2015 (contre 17,5 fois en 2014), il a un Price to Book ratio de 2,2x (contre 2,3 en 2014), et offre un rendement de dividende de 4,3% (contre 3,9% en 2014).

Des performances sectorielles à l'image du marché.

Au volet des performances sectorielles, 17 secteurs sur les 22 de la cote affichent une performance négative. C'est dire 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'« **Electricité** », qui marque une progression de 34,35%, due à la spectaculaire remontée de Taqa Morocco, portée par la progression à deux chiffres de ses indicateurs d'activité, et ce après consolidation des deux unités Jlec 5&6. Arrive ensuite le secteur « **Transport** » avec une ascension de 21,1% redevable 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% inscrite par son unique valeur Lydec.

Au bas de l'échelle, l'indice « **Chimie** » recule de 60,8%, grevé par la baisse de SNEP « -61,3% » et de Maghreb Oxygène « -49,3% ». 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 57,2%. Dans le même ordre de grandeur, et sous l'effet du plongeon en bourse de Med Paper, l'indice « **Sylviculture & Papiers** » se rétracte de 52,2%.

Les échanges pour leur part se cantonnent toujours à des niveaux bas

Malgré le léger affermissement de 2,8% qu'ils affichent au titre de cette année, les volumes échangés se situent encore à des niveaux trop faibles par rapport aux niveaux observés pendant les années fastes de la bourse.

	2013	2014	2015
Marché Central	26 450	27 595	28 758
Marché de Blocs	22 101	11 816	11 751

Volumétrie du marché des actions en MDH

Au total, le volume brassé dans le compartiment Central et de Blocs s'élève à 40,5 Mrds au titre de 2015, contre 39,41 Mrds de DH en 2014. Cette légère amélioration est soutenue par les flux échangés sur le marché Central (+4,2% à 28,7 Mrds de DH) alors que le volume drainé sur le marché de blocs accuse un repli de 0,6% à 11,7 Mrds. Dans le détail, Attijariwafa Bank a été la valeur la plus dynamique sur le compartiment Central, en s'accaparant 24% des échanges. Elle est suivie par Maroc Télécom et BCP qui drainent des flux respectifs de 3,3 Mrds et 2,6 Mrds. Le concernant, le marché de blocs a été dynamisé par le couple Attijariwafa Bank et Maroc Télécom avec 1,5 Mrds pour la première valeur, et 1,5 Mrds pour la seconde.

Qu'en est-il des réformes engagées ? vont-elles enfin contribuer à dynamiser le marché ?

L'année 2015 a été marquée par des avancées majeures, annonçant une évolution structurante du marché financier marocain et des acteurs qui y opèrent.

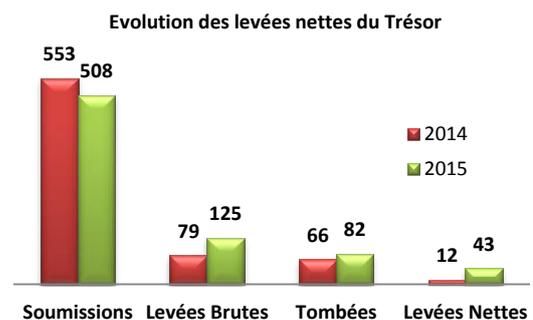
Le démarrage du processus de démutualisation de la bourse de Casablanca a été incontestablement l'une des actions phares. Elle a consisté en l'ouverture du capital de la bourse de Casablanca, au profit d'acteurs institutionnels nationaux dans un premier temps, et internationaux par la suite, et la définition d'un nouveau cadre organisationnel et contractuel, qui promet une meilleure efficacité de la gouvernance de la bourse ainsi que la modernisation de ses outils technologiques.

Pour 2016, la réforme attendue reste la mise en place du marché financier à terme. Les textes d'application de cette réforme sont en phase de finalisation. D'autres mesures sont prévues dans le sillage de la modernisation de la bourse. Il s'agit notamment de la mise en place du cadre régissant le placement collectif immobilier ou de l'entrée en vigueur du nouveau régime d'appel public à l'épargne. Beaucoup de réformes sont donc en phase de finalisation, pourvu qu'ils contribuent à améliorer la notoriété du marché financier marocain et à sortir la bourse de Casablanca de sa léthargie chronique.

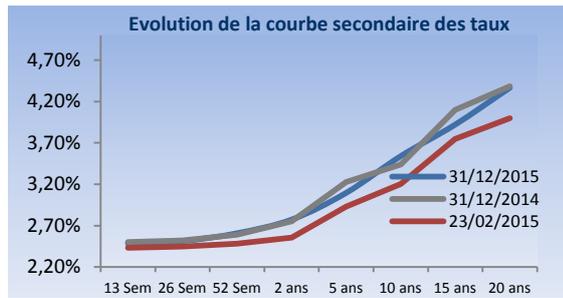
II - Marché obligataire :

En dépit de l'amélioration de ses comptes qui, à fin décembre, font état d'une légère atténuation du déficit budgétaire de 3,9% à 46,2 Mrds de DH, au-dessus des prévisions de la Loi des Finances, le Trésor a significativement renforcé ses interventions sur le marché intérieur de la dette. Il a, en effet, effectué des levées brutes, hors séances d'échanges de titres, équivalentes à 125 Mrds de DH contre 79 Mrds de DH uniquement un an plus tôt. Cette hausse substantielle résulte aussi bien de la politique de financement adoptée par le Trésor que du niveau important de ses tombées en capital pendant l'année.

Pour le premier élément, à savoir la politique de financement de l'argentier du Royaume, cette dernière a été particulièrement orientée vers le marché intérieur. Le Trésor a, en effet, financé l'intégralité de son besoin sur le marché local de la dette alors, qu'en 2014, il avait diversifié ses sources de financement en procédant à un financement extérieur net ayant atteint 8,3 Mrds de DH, soit 17% du déficit de la même année. Pour le second élément, l'argentier du Royaume a dû faire face à des tombées en capital plus importante en 2015. Elles se sont chiffrées à 82 Mrds de DH contre 66 Mrds de DH en 2014.



Ceci étant, malgré la forte présence du Trésor sur le marché intérieur, les rendements obligataires se sont globalement détendus. Pour cause, l'amélioration considérable de la situation de la liquidité sur le marché monétaire qui a permis de résorber les besoins du Trésor sans que ceux-ci exercent de pressions haussières sur les taux. Dans ce sens, la courbe secondaire des Bons du Trésor a connu un léger mouvement d'aplatissement caractérisé par une baisse sur les segments Moyen et Long termes dans un temps où le court terme, se situant déjà à des niveaux très bas, est resté quasi-stable. En moyenne, le court terme a perdu 1 pbs, le moyen terme s'est délesté de 5 pbs et le long terme a baissé de 3 pbs.

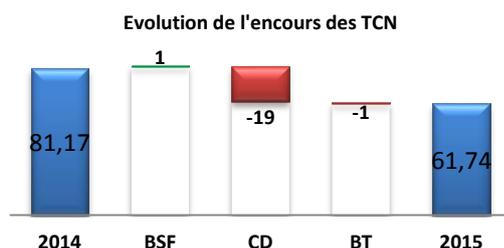


S'agissant de la structure de la demande, les investisseurs se sont particulièrement orientés vers le court et le moyen terme. Ces deux segments ont capté, à eux seuls, 85% de la demande globale. Quant à la structure de l'offre, le Trésor a préféré concentré la moitié de ses levées sur le moyen terme (49,1%), le reliquat a été réparti entre le court terme (29,2%), et le long terme (21,8%).

Parallèlement aux séances primaires, le Trésor a poursuivi en 2015 sa politique de gestion active de son portefeuille de dette. Il a ainsi procédé à des séances d'échanges de titres dans le but de lisser les pics de remboursements. En chiffres, ses opérations ont porté sur un volume global de 22,6 Mrds de DH en 2015 contre 31 Mrds de DH en 2014.

Structure des soumissions			
Mois/Maturité	<= 52 semaines	2 à 5 ans	>= 10 ans
Trimestre 1	38,7%	39,6%	21,7%
Trimestre 2	45,7%	47,8%	6,5%
Trimestre 3	45,8%	39,1%	15,2%
Trimestre 4	36,0%	47,3%	16,7%
Total	42,1%	43,5%	14,3%
Structure des levées			
Mois/Maturité	<= 52 semaines	2 à 5 ans	>= 10 ans
Trimestre 1	40,7%	34,9%	24,3%
Trimestre 2	46,5%	48,2%	5,3%
Trimestre 3	13,8%	59,2%	27,0%
Trimestre 4	14,6%	54,2%	31,1%
Total	29,2%	49,1%	21,8%

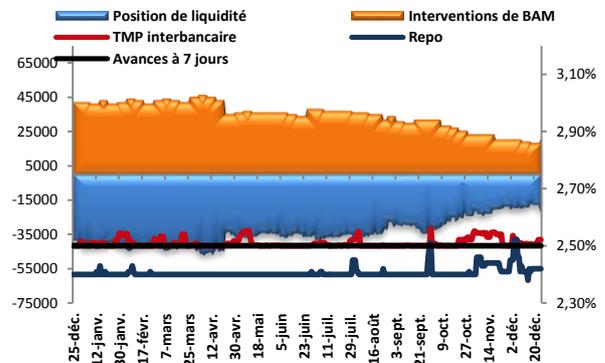
S'agissant de la dette privée, l'encours de Titres de Créances Négociables (TCN) a poursuivi son déclin entamé depuis le début de l'année. L'encours de ces instruments a affiché, en décembre 2015, une baisse de 19 Mrds de DH pour atteindre 62 Mrds de DH. Parmi les principaux motifs se dressant derrière ce changement de paysage figure le faible recours des banques de la place au financement via les Certificats de Dépôt dans un contexte marqué par une faible distribution des crédits bancaires et de l'amélioration de la liquidité bancaire.



III - Marché monétaire :

La situation de la liquidité bancaire a pleinement profité du raffermissement des réserves nettes de change. En effet, l'amélioration des échanges extérieurs, redevable, d'un côté, à l'évolution remarquable des exportations, principalement tirée par le secteur de l'automobile (+8,4 Mrds de DH), les phosphates et dérivées (+6,2 Mrds de DH), et de l'autre, à la baisse de la valeur des importations, due essentiellement au recul de la facture énergétique (-25,9 Mrds de DH), a exercé un effet expansif sur les trésoreries bancaires. En chiffres, les réserves nettes de changes ont été à l'origine d'une injection de 40 Mrds de DH ayant permis de compenser l'effet restrictif, de 14 Mrds de DH, engendré par la circulation de la monnaie fiduciaire.

Dans ce contexte, le déficit des trésoreries s'est atténué de 24 Mrds de DH pour atteindre, en décembre 2015, 16,5 Mrds De DH.



Face à cette situation, la Banque Centrale a naturellement réduit ses interventions sur le marché afin de maintenir son équilibre. Ces dernières ont atteint en moyenne 34,6 Mrds de DH contre 54,8 Mrds de DH une année plus tôt.

Par voie de conséquence, les taux monétaires ont évolué à des niveaux proches du taux directeur. Ils ont traité en moyenne à 2,51% pour le TMP interbancaire et 2,41% pour la pension livrée jj.

Sur le plan de la politique monétaire, BAM a jugé pertinent de garder inchangé son taux directeur à 2,50% sur l'ensemble de l'année. Cette décision est intervenue dans un contexte où le niveau d'inflation devrait s'établir à 1,6% en moyenne en 2015 avec un niveau de croissance du PIB de 4,5% sur la base d'une hausse de 14,6% de la valeur ajoutée agricole et d'une progression du PIB non agricole limitée à 3,3%.