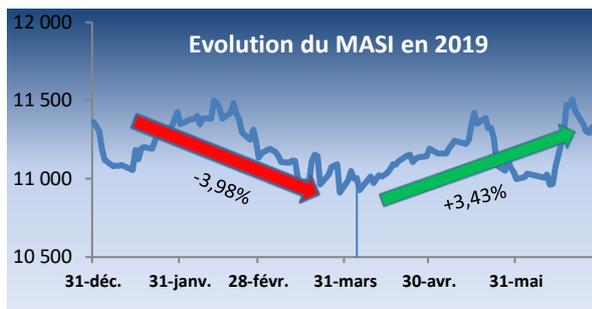


I - Marché Boursier :

Stabilité éphémère

Bien qu'en apparence, le marché boursier semble consolider aux niveaux de fin d'année, avec des indices de performances qui font pratiquement du surplace au premier semestre de l'année, la forte volatilité qui les caractérise renseigne sur l'équilibre précaire qui prévaut et qui est alimenté par la vigilance accrue des investisseurs.



Dans les faits, le principal indice du marché a démarré l'exercice au rythme de la baisse pour cumuler une perte de près de 4% à fin mars. Plusieurs éléments ont contribué au glissement baissier des indices sur la période dont les principaux tiennent à la baisse des performances opérationnelles des sociétés de la cote. A ce titre, rappelons que ces dernières ont dégagé en 2018 une masse bénéficiaire en retrait significatif, passant d'une moyenne annuelle de 8,7% sur la période 2015-2017 à -7,8%.

Cette dégradation de résultats est toutefois à relativiser, puisqu'elle est davantage le reflet du contexte défavorable qui a marqué la période qu'un réel changement structurel des perspectives de croissance. C'est d'ailleurs cette raison qui vient justifier le rebond du marché entamé au mois d'avril et qui a permis, au fil des semaines, d'effacer l'essentiel de la perte essuyée auparavant.

Au final, le principal indice du marché achève le premier semestre sur une baisse contenue de 0,68% à 11.287 pts. Il en va de même pour le baromètre des valeurs les plus actives qui se rétracte de 0,54%. Compte tenu de cela, la capitalisation boursière se situe à 561,7 Mrds de DH, en dépréciation de 20,4 Mrds de DH par rapport au 31 décembre 2018.

Régression des échanges sur le compartiment principal

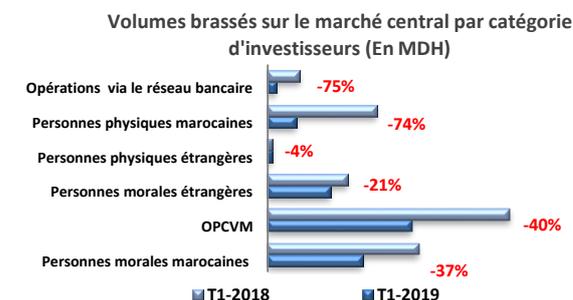
Les appréhensions entourant le marché boursier ont tenu les investisseurs à distance en ce début d'année. En effet, jusqu'à fin juin, le volume global brassé sur le marché central s'élève à 14,7 Mrds de DH, en retrait de 22,3% en comparaison avec le premier semestre de l'année dernière.

Par valeurs, Attijariwafa bank vole la vedette en drainant à elle seule 4 Mrds de DH, soit près de 27,5% des échanges. Le Top 3 des valeurs les plus actives est complété, dans l'ordre, par Itissalat Al-Maghrib avec un volume d'affaires de 2 Mrds de DH (14%) et BCP avec 1,1 Mrds de DH (7,8%).

Paradoxalement, le marché de Blocs a été fortement actif, avec des flux brassés de l'ordre de 12,7 Mrds de DH contre 3,3 Mrds de DH au S1-2018. A souligner, toutefois, que ce sursaut de dynamisme est généré, pour l'essentiel, par l'opération de cession par l'Etat de 6% du capital de Maroc Télécom au profit d'investisseurs qualifiés de droit marocain (3 caisses de retraite, 5 compagnies d'assurances et 3 banques).

Profil des investisseurs : les OPCVM toujours en tête

S'agissant des principaux intervenants sur le marché, les statistiques élaborées à fin mars 2019 révèlent que 42% des flux échangés reviennent aux OPCVM. Ils sont suivis des personnes morales marocaines, des personnes morales étrangères et des personnes physiques marocaines avec des parts respectives de 28%, 18% et 8%.



En termes de positionnement, seuls les personnes morales marocaines ont une position nette acheteuse, les personnes physiques marocaines ont une position quasi-identique à l'achat et à la vente, tandis que les autres catégories ont une position nette vendeuse.

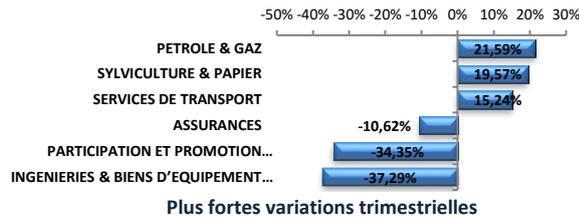
Qu'en est-t-il du niveau de cherté de la place casablancaise ?

Selon le récent rapport de stabilité financière élaboré par Bank Al-Maghrib, l'AMMC et l'ACAPS, la valorisation de la Bourse de Casablanca demeure globalement élevée ce qui augmente le risque d'instabilité. Le PER global de la place a atteint un pic maximal de 22,9x en 2018, en hausse comparé aux trois années précédentes, et au-dessus de sa moyenne historique sur les cinq dernières années qui s'élève à 19,71x". La comparaison avec d'autres places boursières révèle également que la place casablancaise est assez chère, notamment par rapport à l'indice du MSCI Frontier Markets, dont le PER s'est établi à 12,52x à fin 2018.

Il est entendu que ce niveau de valorisation élevé peut s'expliquer par le contexte de taux d'intérêt toujours bas où les investisseurs sont à la recherche d'instruments financiers avec un meilleur rendement au détriment, parfois, des risques encourus. Toutefois, tel que constaté en 2018 et au S1-2019, cette situation augmente la volatilité dans le marché boursier.

Des performances sectorielles pour la plupart dans le rouge

Au chapitre des variations sectorielles, seuls 8 secteurs sur les 24 de la cote sont parvenus à échapper à la baisse au S1-2019.



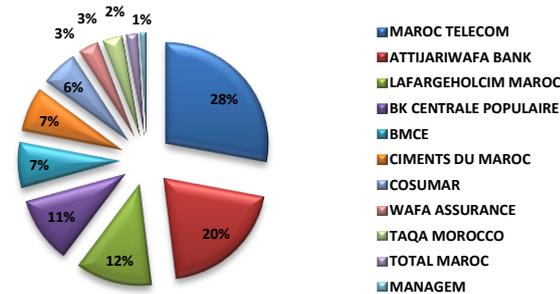
En tête de liste, arrive le secteur « Pétrole & Gaz » réalisant une ascension de 21,59% grâce au bon comportement d'Afrquia Gaz et Total Maroc. La première puisant sa force dans la capacité de résilience récurrente que lui profère son business-model et la seconde de la dissipation du spectre d'application d'un plafonnement rigide du prix de vente des produits pétroliers.

Au bas de l'échelle, on retrouve le secteur « Ingénieries & biens d'équipements industriels » dont l'indice décroche de 37,29% en raison du contexte sectoriel difficile. Non loin, le secteur « Participation et Promotion immobilières » poursuit cette année encore son immersion dans les abysses. Il signe une régression remarquable de 34,35% sous l'impact d'Addoha qui lâche 42,06% à 9,85 DH, RDS (-26,38% à 72,88 DH) et Alliances (-18,82% à 69 DH).

MSCI vague de reclassements profitable au Maroc

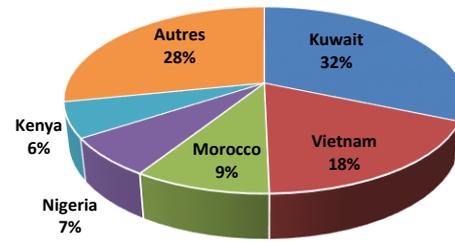
Le MSCI (Morgan Stanley Capital International) a procédé courant le premier semestre de 2019 au reclassement de l'indice MSCI Argentina de la catégorie Frontier Markets au compartiment Emerging Markets. Ce reclassement est une bonne nouvelle pour le Maroc dont la pondération a augmenté dans l'indice MSCI Frontier Markets passant de 7,66% à 9,25%. Ceci se traduira par une meilleure visibilité du Maroc à l'étranger et concrètement par l'augmentation des parts des investisseurs internationaux sur le marché Casablancais.

Ventilation de l'indice MSCI Maroc



Dans le même sillage, le fournisseur d'indices boursiers MSCI a annoncé qu'il reclasserait l'indice MSCI Koweït au statut de marché émergent. Le Koweït était auparavant classé comme marché Frontier. Ce reclassement devrait à son tour profiter au Maroc qui verra sa pondération augmenter de 9,53% à environ 13,5%. Parallèlement, le MSCI a aussi proposé de reclasser l'Islande de la catégorie MSCI Standalone à MSCI Frontier Markets avec une pondération potentielle de 3,5%. Ce changement de catégorie impacterait légèrement la pondération marocaine qui passerait à 13% mais garderait sa position de numéro 2 dans l'indice après le Vietnam.

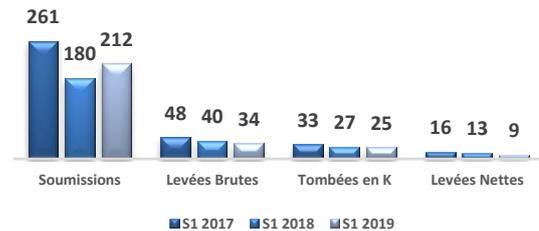
Poids Pays - MSCI Frontier Markets



II - Marché obligataire :

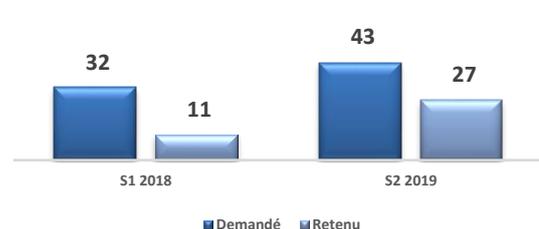
Tous les ingrédients d'une baisse des taux se sont réunis au cours de ce premier semestre de l'année. A commencer par le retrait du trésor du marché local induisant une offre de titre très réduite. En effet, malgré la légère dégradation du déficit budgétaire à fin juin 2019 en s'affichant à 22 Mrds de DH contre 20 Mrds de DH en 2018, le Trésor a significativement réduit le rythme de ses levées sur le marché local. L'argentier du Royaume a plutôt utilisé le levier du financement extérieur pour faire face à ses tombées et financer son déficit. En chiffres, le financement extérieur net s'est élevé à fin juin à 5,8 Mrds de DH contre un flux négatif de 3,7 Mrds de DH en 2018.

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



Compte tenu de cela, et bénéficiant d'un niveau de tombées de 24,7 Mrds de DH en 2019 contre 26,6 Mrds de DH en 2018, les levées nettes du Trésor au titre des séances d'adjudication ont baissé de 30% à fin juin pour s'établir à 9,2 Mrds de DH.

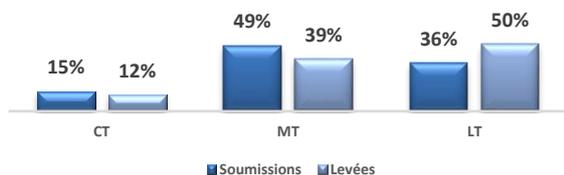
Séance d'échange (En Mrds de DH)



Du côté de la demande, conscients de l'aisance financière de l'argentier du Royaume et de la détente des taux qui devrait en découler, les investisseurs ont manifesté une demande importante pour les titres souverains, à la fois lors des séances primaires et des séances d'échanges organisées par l'argentier du Royaume. En chiffres, les soumissions lors des séances primaires ont atteint 212 Mrds de DH contre 180 sur la même période en 2018. Même constat du côté des séances d'échanges où la demande a atteint 43 Mrds de DH contre 32 Mrds de DH.

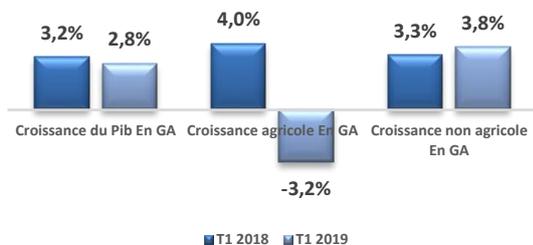
Conscients de la tendance baissière qui se profilait à l'horizon, les investisseurs ont orienté le plus gros de leur demande vers les segments Moyen et Long terme afin de sensibiliser davantage leurs portefeuilles. Ces deux segments ont capté, à eux seuls, 85% des soumissions. Le court terme, quant à lui, n'en a capté que 15%.

Structure du marché primaire



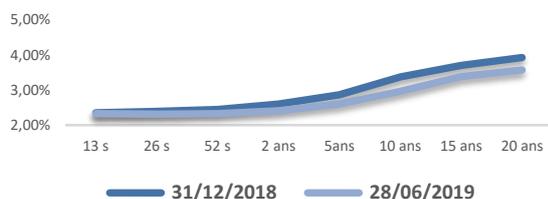
Il est aussi intéressant de signaler que le contexte macroéconomique qui est caractérisé par une décélération à la fois de la croissance et de l'inflation favorise un maintien des taux d'intérêts à des niveaux bas.

Croissance économique



Considérant l'ensemble de ces éléments, la courbe secondaire des taux a connu un fort mouvement d'aplatissement. La partie moyenne et longue de la courbe a baissé de manière plus prononcée que la partie courte. En moyenne, le court terme a baissé de 7 pbs, le moyen terme a perdu 23 pbs tandis que le long terme s'est délesté de 36 pbs.

Évolution de la courbe secondaire



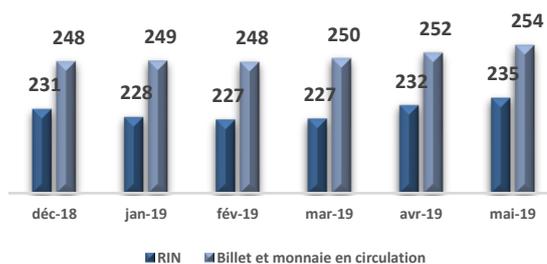
III - Marché monétaire :

La situation de la liquidité bancaire continue de s'aggraver. Pour cause, l'effet restrictif exercé par la hausse tendancielle de la monnaie fiduciaire ayant excédé l'effet expansif induit par la hausse de l'encours des réserves de change.

Pour le premier facteur autonome de liquidité bancaire, à savoir la monnaie fiduciaire, l'encours des billets et monnaie en circulation a connu sur les cinq premiers mois de l'année une hausse de 6 Mrds de DH.

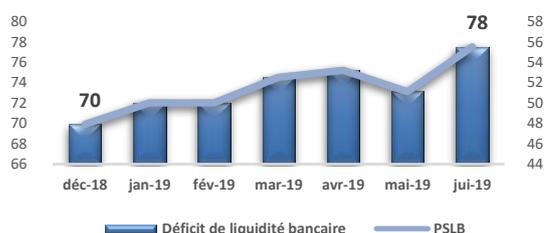
S'agissant des réserves de changes, l'encours de ces dernières s'est amélioré de 4,2 Mrds de DH sur le premier semestre de l'année. Ce favorable comportement se doit principalement, à la bonne tenue du commerce extérieur. En effet, le solde de la balance commerciale a connu une amélioration, à fin mai, de près de 3 Mrds de DH résultant essentiellement de la baisse des importations des services (-3,7 Mrds de DH). Pour ce qui est des flux financiers, la balance des voyages et les envois de fonds effectués par les Marocains Résidents à l'Étranger ont enregistré des baisses respectives de 243 MDH et de 915 MDH.

Évolution des facteurs de liquidité bancaire (En Mrds de DH)



Intégrant ces éléments, le déficit de liquidité bancaire s'est creusé de 8 Mrds de DH passant de 70 à 78 Mrds de DH sur le premier semestre de l'année.

Evolution de la liquidité bancaire (En Mrds de DH)



Face à cela, la Banque Centrale a dû augmenter le volume de ses injections pour combler ce gap. Le volume des interventions est ainsi passé de 69,3 Mrds de DH en décembre 2018 à 80,7 Mrds de DH à fin juin 2019.

Evolution des injections de BAM (En Mrds de DH)



Grâce à cela, les taux monétaires sont restés relativement proches du taux directeur. Ils ont traité en moyenne à 2,27% pour le TMP interbancaire et 2,20% pour la pension livrée jj.