

1. MARCHÉ BOURSIER

La Bourse de Casablanca a démarré l'année 2025 sur les chapeaux de roue avec une hausse enregistrée de son principal indice le Masi de plus de 20% marquant ainsi un premier trimestre stratosphérique et sans précédent.

Dès le début d'année, les investisseurs ont affiché leur confiance quant à une année boursière prometteuse portée par un consensus favorable quant aux perspectives de croissance économique du pays, notamment dans le sillage de lancement des grands chantiers d'infrastructure liés à l'organisation de CAN 2025 et de la Coupe du Monde 2030. Cette confiance s'est reflétée par un positionnement remarqué des différents intervenants dès les premières séances boursières de l'année durant lesquelles le MASI a inscrit une performance de 8.5% rien qu'au cours des deux premières semaines.

Evolution du Masi depuis le début de l'année 2025



Le marché boursier a également évolué dans un contexte où la Banque Centrale demeure engagée dans sa politique monétaire accommodante de baisse pour la troisième fois de son taux directeur de 25 pbs à 2,25% suite à la décélération notable de l'inflation. La décision monétaire a eu un effet immédiat sur le marché boursier matérialisé par une forte attractivité pour les actifs cotés. Dans la foulée, le MASI a enregistré une hausse de 2,1% confirmant une dynamique haussière qui s'est traduite par la meilleure performance hebdomadaire de l'année, soit 6,07% avec à la clé un franchissement du cap de 17 600 points pour le MASI.

Par la suite, porté par un nouveau flux de résultats annuels positifs pour les sociétés de la cote, le Masi a accru ses gains pour achever le premier trimestre de l'année sur une performance de 20.19% en atteignant 17 752 points. Le MASI.20, indice représentatif des principales capitalisations, a lui réalisé une performance de 21,21% confirmant la vigueur du rallye haussier qui a animé la place casablancaise durant tout le trimestre.

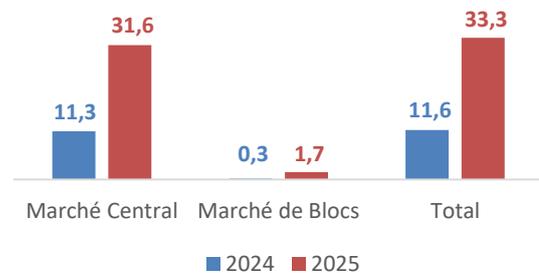
Performances sectorielles :

Concernant les performances boursières des secteurs de la cote, celui de « l'Électricité » a affiché la meilleure performance trimestrielle du marché (+72%) effectuée grâce à sa valeur phare TAQA Morocco. Le secteur des « Mines » suit avec une performance de 60% portée par la flambée des métaux précieux et les anticipations sur les projets locaux, notamment ceux de MANAGEM qui a vu son cours évoluer de 73% à 5020 DH. Le secteur de « Télécommunications » a également réalisé un excellent parcours, soutenu par un newsflows favorable autour d'IAM dont le cours s'est hissé à 122 DH, soit une performance de 49%. À l'inverse, seul le secteur « Boissons » a clôturé dans le rouge sur un recul de 8% plombé par sa valeur phare SBM qui a dégringolé de 11%.

Volumes :

Avec plus de 33.3 Mrds de DH d'échanges sur le marché Central et des Blocs au titre des trois premiers mois de l'année, l'activité boursière a clairement repris des couleurs en réalisant trois fois le montant enregistré la même période de l'année précédente. Cette évolution est portée essentiellement par une progression des échanges au niveau du marché central à 31.6 Mrds de DH contre un flux qui s'est limité à 11.3 Mrds de DH l'année dernière.

Evolution des échanges par compartiment (en Mrds de DH)



Sur le marché central, le volume brassé a concerné principalement les valeurs Blues-chips de la place. ATTIJARIWafa Bank est arrivée en tête de liste sur fond d'un volume échangé de 3.5 Mrds de DHS gagnant au passage 23% à 699 DHS. Arrivant en deuxième position, l'opérateur historique des télécommunications IAM a concentré un volume de 2.8 MMDHS. Enfin, en troisième position, l'opérateur portuaire Marsa Maroc s'est distingué par un volume de 2,1 Mrds de DH, clôturant le trimestre sur une hausse de 40% à 750 DH. Par ailleurs, le ratio de liquidité de la cote casablancaise s'est établi à 3.6% contre 1.7% une année auparavant dans un contexte où la capitalisation boursière s'est élevée à 925.2 Mrds de DH, représentant près de 64 % du PIB national.

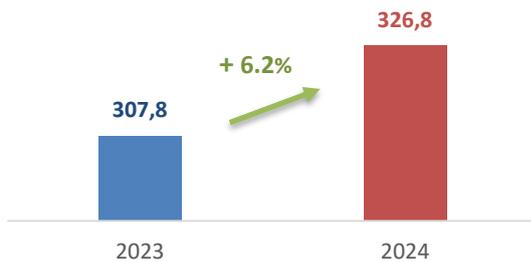


Retour sur les réalisations des sociétés de la cote au titre de l'année 2024 :

En 2024, les réalisations des sociétés cotées à la Bourse de Casablanca se sont opérées dans un contexte globalement porteur caractérisé par une détente des pressions inflationnistes et donc une reprise de la demande au niveau de plusieurs secteurs d'activité. A cet effet, le chiffre d'affaires des sociétés de la place casablancaise a enregistré une hausse de 6.2% à 326,8 Mrds de DH contre 307,8 Mrds de DH l'année précédente.

Sur le plan sectoriel, le secteur bancaire s'est comme à l'accoutumée, illustré comme le principal contributeur à la hausse du chiffre d'affaires avec une progression de 10 Mrds de DH de son produit net bancaire. Cette performance s'explique entre autres par la hausse de l'activité du marché financier suite à la baisse des taux d'intérêt sur le marché obligataire. Le secteur du BTP est arrivé en deuxième position en enregistrant une hausse de 2 Mrds de DH, soutenu par le lancement récent de projets d'infrastructure liés à l'organisation de la CAN 2025 et de la Coupe du Monde 2030. Le secteur de la distribution complète le podium, tiré par la dynamique positive d'Auto Nejma (+628 MDH) et de Label Vie (+618 MDH). À l'inverse, le secteur de l'électricité a pesé négativement sur l'évolution globale du chiffre d'affaires en inscrivant une baisse de 17,5 %, soit un repli de 2,3 Mrds de DH par rapport à 2023. Ce recul est principalement attribué à la diminution des prix de l'énergie sur le marché international.

Evolution du chiffre d'affaires des sociétés cotées (en Mrds de DH)



Quant aux résultats des sociétés cotées, ils ont enregistré une progression de 10 % atteignant 36,9 Mrds de DH. Cette performance a été réalisée malgré l'impact défavorable du résultat de Maroc Telecom, grevé par le litige l'opposant à l'opérateur Wana Corporate dont le montant s'est élevé à 6,4 Mrds de DH. En excluant l'impact de Maroc Telecom, la masse bénéficiaire ajustée affiche une hausse significative de 24,4%.

Evolution de la masse bénéficiaire des sociétés cotées (en Mrds de DH)



Enfin, il ressort dans la communication des entreprises cotées à l'occasion des publications annuelles un air d'optimisme soutenu par l'amélioration du cadre macroéconomique et les perspectives de croissance favorables à moyen terme notamment les retombées des investissements publics et privés prévus.

Politique tarifaire américaine : Plus de craintes que de mal pour le Maroc

Depuis le retour de Donald Trump à la Maison Blanche, l'escalade protectionniste s'est intensifiée, marquée par une série de relèvements des droits de douane sur de nombreux partenaires commerciaux. Cette stratégie, sans cap clair ni horizon défini, alimente de nombreuses inquiétudes : tensions inflationnistes dues à la hausse des prix à l'importation, incertitudes accrues pour les entreprises, ralentissement des investissements et risques de contraction de la croissance mondiale. Dans le détail, Trump a annoncé le 2 Avril 2025 une salve de droits de douane dits « réciproques » avec des hausses allant jusqu'à 145% pour la Chine, 34% pour l'Union européenne et 10 % au minimum pour la plupart des pays concernés.

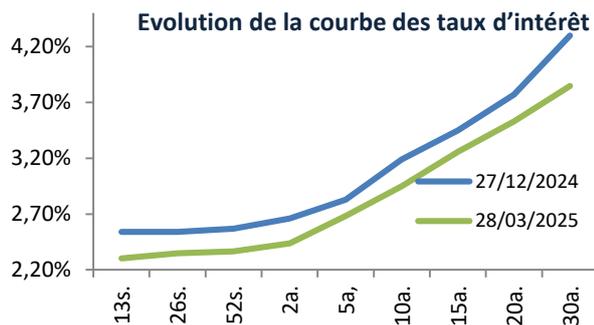
Certes, le Maroc est relativement épargné par les mesures les plus sévères puisqu'il se voit appliquer un droit plancher de 10 % sur ses exportations à destination des États-Unis, lesquelles représentent environ 3 % des exportations totales. Mais dans un marché boursier perché sur les plus hauts historiques, il n'en faut pas plus pour semer le doute.

Signalons que cette reconfiguration des échanges mondiaux, bien que perçue initialement comme une menace pour certaines sociétés exportatrices marocaines de la cote, la faiblesse des droits de douane imposés au Maroc comparativement à de nombreux pays concurrents, pourrait au contraire offrir un avantage compétitif aux entreprises marocaines sur le marché américain.

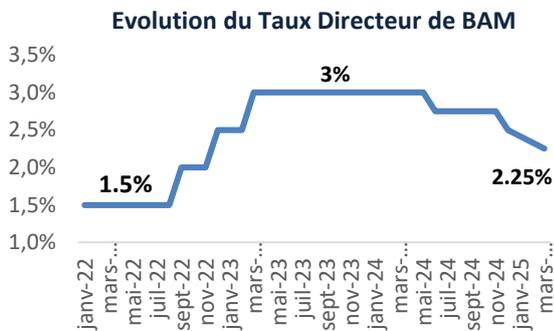


2. MARCHÉ OBLIGATAIRE :

Dans un contexte monétaire et budgétaire très favorable, la trajectoire de la courbe des taux d'intérêt est restée comme en 2024 largement baissière. Une évolution nourrie par la poursuite de la politique d'assouplissement monétaire ainsi que par le recours du Trésor à un emprunt obligataire à l'international d'un montant équivalent à 20 Mrds de DH après deux années d'absence ce qui a contribué à desserrer la pression sur le financement domestique du Trésor.



Pour ce qui est du facteur monétaire, le Conseil de la banque centrale, lors de sa première réunion trimestrielle de 2025, a décidé de réduire pour la deuxième fois consécutive et la troisième fois depuis juin dernier le taux directeur de 25 points de base à 2,25%.

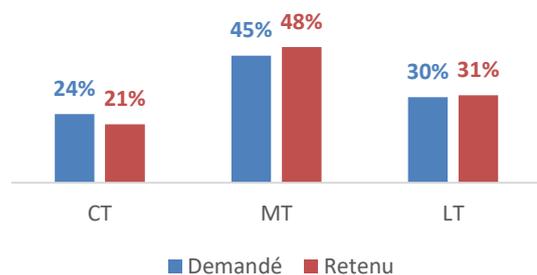


Au niveau de la situation des finances publiques, les comptes du Trésor ont affiché au titre du premier trimestre 2025 un excédent budgétaire de 5.95 Mrds de DH contre 16.8 Mrds de DH l'année précédente. Ce résultat est porté essentiellement par un rebond de 20% à 114 Mrds de DH des recettes fiscales soutenu par l'encaissement de la première tranche de l'impôt sur les sociétés. Par ailleurs, cet excédent intègre un solde positif de 22.5 Mrds de DH dégagé par les comptes spéciaux du Trésor et les services de l'Etat gérés de manière autonome.

Demande des investisseurs :

S'agissant du comportement des investisseurs lors des séances d'adjudication des Bons du Trésor sur le marché primaire, ces derniers ont clairement anticipé l'orientation baissière de la courbe des taux. Cette anticipation s'est traduite par une nette préférence pour le segment moyen et long terme (MLT), qui a concentré à lui seul 85% des soumissions contre seulement 24 % pour le court terme (CT). Face à cette configuration, l'argentier du Royaume a naturellement concentré ses levées sur le MLT en y adjoignant 79% de ses levées.

Structure du marché primaire des BDT



En chiffres, la demande globale sur les titres souverains s'est établie à 76 Mrds de DH au titre des séances d'adjudications de Bons du Trésor marquant toutefois un recul de 19 Mrds de DH par rapport à la même période de l'année précédente.

Interventions du Trésor sur le marché primaire des BDT



Evolution de la courbe des taux d'intérêt :

La courbe des taux d'intérêt a connu un mouvement d'aplatissement, signe d'un alignement croissant entre les rendements des différentes maturités. Cette évolution s'est reflétée à travers une détente généralisée des taux avec un repli particulièrement marqué sur les maturités longues. Plus précisément, la tranche court terme (CT) a connu des baisses variant dans une fourchette de 48 à 70 PBS tandis que la baisse moyenne sur les maturités MLT a dépassé 60 PBS.

Ténon	Mars 2024	Mars 2025	Variation en PBS
13 Sem	2.9%	2.2%	-70
26 Sem	2.87%	2.39%	-48
52 Sem	3.05%	2.35%	-70
2 ans	3.24%	2.41%	-83
5 ans	3.40%	2.85%	-55
10 ans	3.75%	3.17%	-58
15 ans	4.05%	3.46%	-59
20 ans	4.23%	3.73%	-50
30 ans	5.16%	4.22%	-94

Marché de la dette privée :

Dans un contexte de baisse généralisée des taux d'intérêt, l'encours global de la dette privée a poursuivi son orientation légèrement haussière en enregistrant une progression de 3 Mrds de DH pour atteindre un total de 95 Mrds de DH. Cette évolution favorable s'explique surtout par des émissions obligataires qui ont atteint un volume de 21,1 Mrds de DH contre 14,9 Mrds un an auparavant. Par ailleurs, l'encours des Bons de Sociétés de Financement BSF a augmenté de 19% à 33 Mrds de DH tandis que celui des billets de trésorerie BT a baissé de 27% à 5.5 Mrds de DH.

En Mrds de DH	Fév-24	Fév-25	Variation
CD	56.2	56.7	0.5
BSF	27.8	33.1	5.3
BT	7.6	5.5	- 2
Total	91.6	95.4	3.7

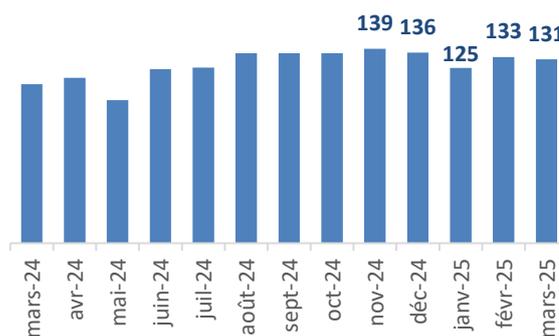
3. MARCHE MONETAIRE :

La situation de la liquidité bancaire a connu un léger mieux au titre du premier trimestre de l'année 2025. En effet, le déficit des trésoreries bancaires s'est arrêté à 131 Mrds de DH contre 136 Mrds de DH au début d'année. Ce constat cache en revanche une évolution disparate des deux principaux facteurs autonomes de liquidité bancaire à savoir les avoirs officiels de réserve AOR et la monnaie fiduciaire.

Au niveau des AOR, ils ont évolué de manière globalement stable en s'établissant à 371 Mrds de DH à fin mars 2025. Cela représente une progression de 2,5 % en glissement annuel avec toutefois une légère contraction de 4 Mrds de DH par rapport à fin 2024. Pour cause, l'aggravation du déficit commercial qui s'est creusé de 16,9 % atteignant -71,6 Mrds de DH.

Cette détérioration résulte d'une progression de 6,9 % des importations contrastant avec une évolution moins prononcée des exportations (+1.5%). Par ailleurs, les transferts des Marocains Résidents à l'Etranger MRE ont reculé de 6.2% à 26.2 Mrds de DH. Dans le sens inverse, les transferts des Investissement Directs Etrangers IDE ont grimpé de 24.6% atteignant 13 Mrds de DH. De son côté, la balance des voyages a également progressé, bien que dans une moindre

Evolution du déficit de liquidité bancaire (en Mrds de DH)



mesure en enregistrant une hausse de 1.5% à 256 MDH.

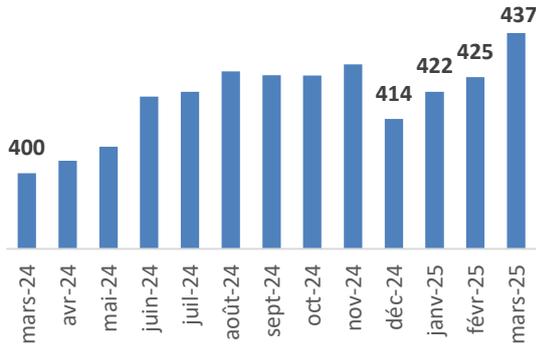
Notons que ces flux devraient s'intensifier au cours de l'année 2025, soutenus par les entrées en devises attendues notamment à travers les levées du Trésor sur les marchés internationaux. A noter que selon les projections de Bank Al-Maghrib, les AOR devraient se renforcer pour atteindre 391 Mrds de DH d'ici fin 2025.

Evolution des AOR en valeur (Mrds de DH)



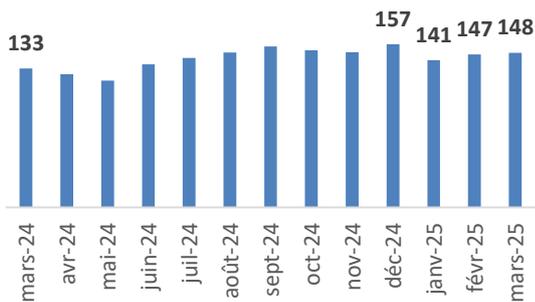
S'agissant de l'évolution de l'encours de la monnaie fiduciaire, l'impact bénéfique de l'amnistie fiscale relative au Cash en fin d'année 2024 sur la monnaie fiduciaire s'est révélé éphémère. Certes, l'amnistie avait permis d'alléger temporairement les pressions sur la liquidité bancaire en ramenant l'encours de la monnaie fiduciaire à 414 Mrds de DH. Cependant, cet effet s'est rapidement dissipé et l'encours de ladite monnaie est remonté rapidement à 437 Mrds de DH, soit une progression de 9.2% en glissement annuel.

Encours des Billets et Monnaie en circulation (en Mrds de DH)



Face à ces évolutions contrastées, la Banque Centrale a légèrement baissé le niveau de ses injections sur le marché monétaire. Le volume global de la monnaie centrale s'est vu alors diminué de 9 Mrds de DH, passant de 157 Mrds de DH en décembre 2024 à 148 Mrds de DH en Mars 2025 dont un montant de 66.4 Mrds de DH servi sous forme d'avances à 7 jours. Dans ces conditions, le Taux Moyen Pondéré Interbancaire TMP est resté globalement aligné au taux directeur à 2,50% avant de corriger à la baisse pour s'aligner sur la nouvelle référence de 2,25%. Les taux monétaires ont, pour leur part, évolué dans un premier temps de manière relativement stable, avant d'amorcer une tendance baissière consécutive à la réduction du taux directeur pour clôturer le trimestre à 2,24 %.

Evolution des injections de BAM (en Mrds de DH)



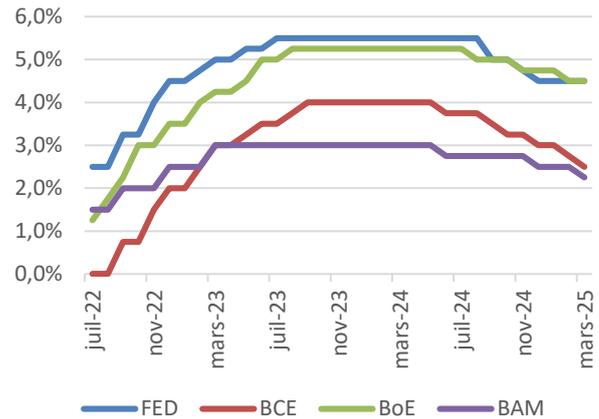
Politique Monétaire à l'international :

En 2025, les principales banques centrales internationales poursuivent des trajectoires différentes, reflétant les réalités économiques propres à chaque région. Après une période de resserrement monétaire à l'échelle mondiale motivée par la flambée de l'inflation, l'heure est au désynchronisation des politiques monétaires. Certaines banques centrales à l'image de la Banque Centrale Européenne BCE s'orientent vers un assouplissement monétaire

afin de soutenir une croissance économique en berne, tandis que d'autres, à l'instar de la Réserve Fédérale Américaine, adoptent une approche plus prudente.

Aux États-Unis, la Fed a décidé de suspendre son desserrement monétaire suite à la persistance de l'inflation et aux risques d'exacerbation de la guerre commerciale entre les États-Unis et ses partenaires dans un contexte où la croissance économique reste

Evolution des taux directeurs



résiliente portée par une demande intérieure soutenue et une augmentation de la richesse nette des ménages. Cependant, le climat d'incertitude commerciale complique la prise de décision de la banque centrale, qui adopte désormais une posture plus prudente, diminuant de moitié le nombre de baisses de Taux directeur prévues en 2025.

En Europe, la BCE demeure engagée dans sa politique d'assouplissement monétaire en abaissant son principal Taux de 25 PBS à 2,5% en mars 2025, soit sa 6ème baisse consécutive depuis juin 2024. Le maintien du cap accommodant de la BCE en dépit d'un contexte international marqué par des pressions géopolitiques et commerciales intenses révèle la ferme volonté de l'institution de soutenir la croissance européenne et le pouvoir d'achat des ménages en berne dans un contexte où le risque inflationniste semble sous contrôle.

Enfin, la Banque d'Angleterre fait face à une situation plus complexe. L'économie britannique est à la peine et proche de la stagnation, tandis que l'inflation reste élevée, portée par des hausses de salaires et des tensions sur les prix des services. Cette combinaison place la banque centrale dans une posture délicate en maintenant un assouplissement monétaire mais de manière plus prudente que la BCE.