

## 1. MARCHE BOURSIER

Le marché boursier poursuit sa course en tête battant record après record depuis le début de l'année 2025. À mi-parcours, l'indice MASI a affiché une hausse de 23,85% dans le sillage d'une progression déjà remarquable de plus de 22 % en 2024. Le Masi 20, lui, a même dépassé le niveau de la performance du Masi pour afficher 25,42% à fin Juin.

**Evolution du Masi depuis le début de l'année 2025**



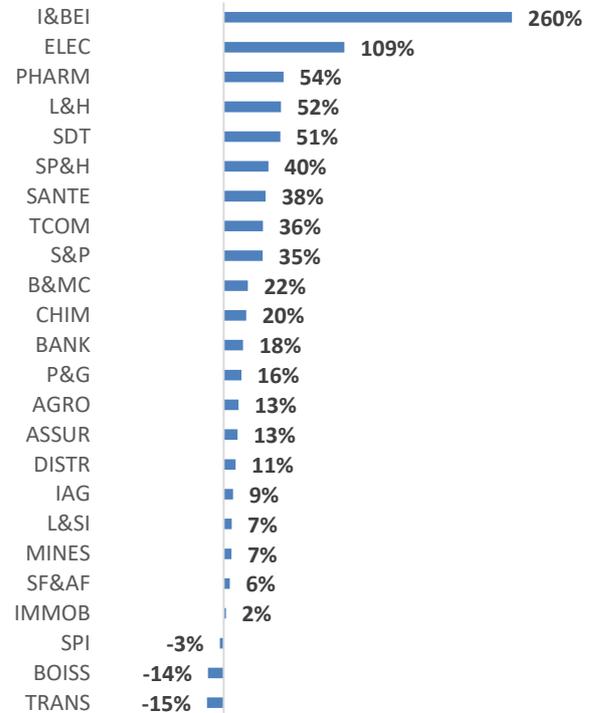
Plusieurs facteurs expliquent cette performance dont principalement un cadre macroéconomique très favorable avec une croissance économique attendue à 4.6% en 2025, la poursuite de la baisse des taux d'intérêt et les réalisations solides des sociétés de la cote dans un contexte de retour à l'inflation à des niveaux inférieurs à 1.

Toutefois, la hausse du MASI n'a pas été inscrite sur un rythme continu. En effet, après avoir accumulé des hausses successives durant les premières semaines soutenues par l'action de la banque centrale au mois de Mars de baisser son taux directeur à 2,25%, la dynamique du premier trimestre a été rapidement interrompue par une forte correction de près de 9% suite aux incertitudes entourant la politique commerciale et douanière du président américain Donald Trump qui a annoncé une série de mesures visant les pays exportateurs vers les États-Unis plongeant ainsi la plupart des places financières internationales dans le rouge.

A signaler que sur la place casablancaise, l'agitation a été le fait des particuliers principalement, qui, par excès d'inquiétude, ont préféré vendre leur position sur le marché surtout après avoir cumulé des plus-values latentes sur plusieurs mois.

### Performances sectorielles :

**Evolution des indices sectoriels au S1 2025**



Sur le plan des performances, la plupart des secteurs de la cote ont enregistré des indicateurs positifs à l'exception de trois secteurs qui ont clôturé la période en repli.

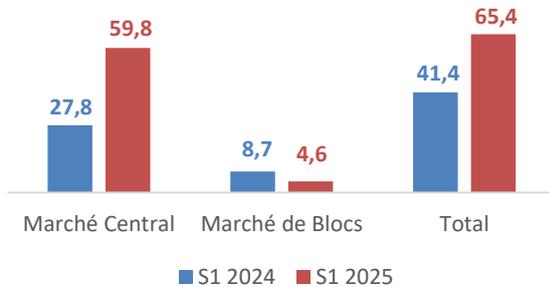
Dans le détail, le secteur de l'ingénierie et biens d'équipement s'est distingué avec une envolée de +260 % portée par sa valeur phare Stroc Industries. Arrive en deuxième position le secteur de l'électricité via sa valeur TAQA Morocco qui a progressé de 109 %, suivi par le secteur des loisirs et hôtels qui complète le podium avec une progression de 52 % grâce à son unique valeur Risma. Le secteur des services de transport a, lui aussi, connu une belle dynamique, profitant d'un flux d'actualités favorable autour de Marsa Maroc.

À l'inverse, le secteur du transport a affiché la plus forte contre-performance en recul de 15 % pénalisé par la chute de sa valeur phare CTM. Le secteur des boissons a également terminé dans le rouge en enregistrant un repli de 14 % suite à la baisse du cours de la valeur SBM.

Volumes :

Avec plus d'un montant de 65 Mrds de DH d'échanges sur le premier semestre de l'année 2025, l'activité boursière a poursuivi son ascension portée par la dynamique d'un marché bien orienté. Dans le détail, la place Casablancaise a enregistré un volume global (Central et Blocs) de 65.4 Mrds de DH, soit une progression de 58% par rapport au volume enregistré la même période de l'année précédente. Cette évolution a été principalement le fruit de la hausse des échanges sur le marché central qui ont atteint 59,8 Mrds de DH, soit plus du double du volume enregistré en 2024, lequel s'était limité à 27,8 Mrds de DH.

Evolution des échanges sur le marché boursier par compartiment (en Mrds de DH)



Sur le marché central, le volume brassé a concerné principalement les valeurs Blues-chips de la place. ATTIJARIWAFI Bank est arrivée en tête de liste sur fond d'un volume échangé de 6.28 Mrds de DHS, gagnant au passage 19,5% à 680 DHS. Arrivant en deuxième position, l'action TGCC a concentré un volume de 4.45 MMDHS, clôturant le semestre sur une hausse de 80,7% à 860 DH. Pas loin derrière, l'opérateur portuaire Marsa Maroc s'est distingué par un volume de 4.5 Mrds de DH en hausse de 51% à 810 DH. Par ailleurs, le ratio de liquidité de la cote casablancaise s'est établi à 6.82% dans un contexte où la capitalisation boursière s'est élevée à 959.4 Mrds de DH représentant près de 64 % du PIB national.

Retour sur les réalisations des sociétés de la cote au titre du S1-2025 :

A fin Juin 2025, 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 ( 0.4% à fin juin) et par une croissance économique de 4,7% au deuxième trimestre 2025. Ceci s'est reflété sur le chiffre d'affaires global des sociétés de la cote qui s'est établi à 85 Mrds de DH en progression de 7,63% par rapport à la même période de l'année précédente.

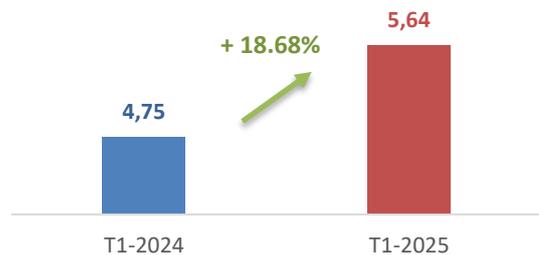
Le secteur bancaire s'est comme à l'accoutumée, illustré comme le principal contributeur à la hausse du chiffre d'affaires avec une progression de 2.35 Mrds de DH de son produit net bancaire en partie grâce à l'effet très positif de l'activité des marchés financiers. Le secteur du BTP est arrivé en deuxième position en enregistrant une hausse de 892 MDH soutenu par le lancement récent de projets d'infrastructure liés à l'organisation de la CAN 2025 et de la Coupe du Monde 2030. De son côté, le secteur des assurances est arrivé en troisième position en termes de contribution sectorielle avec un chiffre d'affaires additionnel de 517 MDH.

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



Quant aux résultats du secteur bancaire, ils ont enregistré une progression de 18.7 % atteignant 5.64 Mrds de DH. Cette performance a été principalement portée par Attijariwafa Bank dont le résultat a progressé de près de 347 MDH (+14%), suivie par la BCP et BOA qui ont respectivement contribué à hauteur de 206 et 188 MDH, correspondant à des hausses de 19 % et 25,7 %.

Evolution de la masse bénéficiaire du secteur bancaire (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 les perspectives économiques favorables à moyen terme du pays notamment les retombées des investissements publics et privés prévus.



## 2. MARCHE OBLIGATAIRE :

La poursuite de la baisse de la courbe des taux d'intérêt sur le marché obligataire a été le principal fait marquant du premier semestre 2025. Cette situation s'explique bien évidemment, d'une part, par la politique d'assouplissement monétaire matérialisée par la poursuite de baisse du taux directeur dans un contexte de fort repli de l'inflation, et d'autre part, par la situation favorable de l'évolution des finances publiques.

En effet ; lors de sa première réunion trimestrielle de Mars 2025, le Conseil de la banque centrale a décidé de réduire pour la deuxième fois consécutive et la troisième fois depuis le début de sa politique d'assouplissement le taux directeur de 25 points de base à 2,25%.

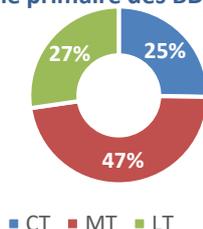
Evolution du Taux Directeur de BAM



Quant au second facteur susceptible d'influencer l'évolution des taux d'intérêt à savoir les modalités de financement du déficit budgétaire, il convient de souligner qu'en dépit du poids des tombées en BDT avoisinant 102 Mds DH en 2025 dont 42 Mds DH sur le seul premier semestre, le Trésor est parvenu à tirer son épingle du jeu. En effet, la concrétisation de l'émission obligataire internationale d'un montant de 20 Mrds de DH a permis au Trésor de constituer un matelas de financement confortable comme en atteste les chiffres du déficit budgétaire à fin Juin et ses interventions massives sur le marché monétaire via le placement de ses excédents de Trésorerie.

### Demande des investisseurs :

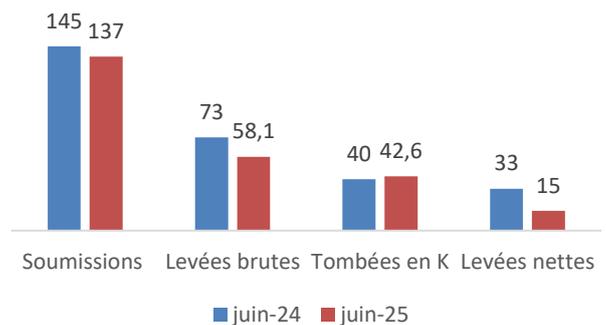
Structure des soumissions sur le marché primaire des BDT



S'agissant du comportement des investisseurs lors des séances d'adjudications du marché primaire de la dette publique, ces derniers ont clairement anticipé l'orientation baissière de la courbe des taux d'intérêt. Cette anticipation s'est traduite par une nette préférence pour le segment moyen et long terme (MLT) qui a concentré à lui seul 75 % des soumissions contre seulement 25 % pour le court terme. Face à cette configuration, l'argentier du Royaume a naturellement concentré ses levées sur le MLT en y adjugeant 81% de ses levées.

A cet effet, la demande globale sur les titres souverains s'est établie à 137 Mrds de DH au titre des adjudications primaires aux Bons du Trésor marquant toutefois un recul de 8 Mrds de DH par rapport au premier semestre de l'an précédent.

Interventions du Trésor sur le marché primaire des BDT ( en Mrds de DH)



### Evolution de la courbe des taux d'intérêt :

Les rendements obligataires ont poursuivi leur trajectoire baissière, bien que cette dynamique ait été brièvement interrompue par une légère correction intervenue après la réunion de la Banque centrale en juin, laquelle a opté pour une pause dans la politique d'assouplissement monétaire. Néanmoins, les anticipations persistantes d'une autre baisse du taux directeur d'ici la fin de l'année 2025 ont rapidement ravivé le mouvement de baisse. Dans le détail, la tranche court terme a enregistré des diminutions comprises entre 31 et 38 PBS, tandis que la baisse pour la tranche moyen et long terme a dépassé 40 PBS. Notons que cette baisse des taux a été favorisée par un ralentissement des levées brutes du Trésor, profitant de l'avance dont il disposait après la réalisation de l'emprunt extérieur. En effet, l'argentier du Royaume a réduit le rythme de ses interventions sur le marché domestique allant même jusqu'à s'abstenir de lever lors de certaines séances du marché primaire de BDT.

3

| Ténon  | Déc 2024 | Juin 2025 | Variation en PBS |
|--------|----------|-----------|------------------|
| 13 Sem | 2.54%    | 2.18%     | -36              |
| 26 Sem | 2.54%    | 2.23%     | -31              |
| 52 Sem | 2.57%    | 2.26%     | -31              |
| 2 ans  | 2.66%    | 2.28%     | -38              |
| 5 ans  | 2.83%    | 2.44%     | -39              |
| 10 ans | 3.19%    | 2.77%     | -42              |
| 15 ans | 3.45%    | 3.17%     | -28              |
| 20 ans | 3.77%    | 3.35%     | -42              |
| 30 ans | 4.30%    | 3.75%     | -55              |

Signalons par ailleurs que dans le cadre des opérations de gestion active de sa dette intérieure, le Trésor a procédé depuis le début d'année à quatre séances d'échanges des BDT de courte maturité contre des maturités moyen et long terme portant sur un volume de près de 11 Mrds de DH. L'objectif de ces opérations étant de lisser l'échéancier de la dette intérieure de l'argentier de l'Etat à travers la réduction de ses remboursements.

#### Marché de la dette privée :

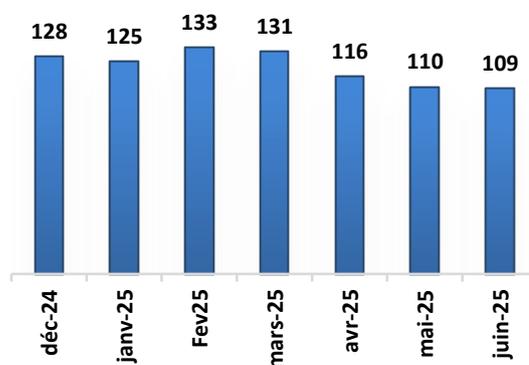
L'activité sur le marché des Titres de Créances Négociables (TCN) a baissé au titre du premier semestre 2025. Dans le détail, et compte tenu de la politique ultra-accommodante de la banque centrale qui satisfait l'intégralité de la demande de cash des banques de la place, ces dernières ont moins recouru aux CD sur les six premiers mois de l'année dont l'encours est ressorti en baisse de 10.5 Mrds de DH à 48 Mrds de DH. De même, l'encours des billets de trésorerie a légèrement fléchi en atteignant 6,25 Mds DH. À l'inverse, l'encours des bons des sociétés de financement (BSF) s'est inscrit en hausse de 6,7 Mds DH par rapport au premier semestre 2024 pour ressortir à 34,7 Mds DH.

| En Mrds de DH | Juin-24 | Juin-25 | Variation |
|---------------|---------|---------|-----------|
| CD            | 58.66   | 48.09   | -10.57    |
| BSF           | 28.03   | 34.73   | 6.7       |
| BT            | 6.36    | 6.25    | -0.11     |
| Total         | 93.05   | 89.07   | -3.98     |

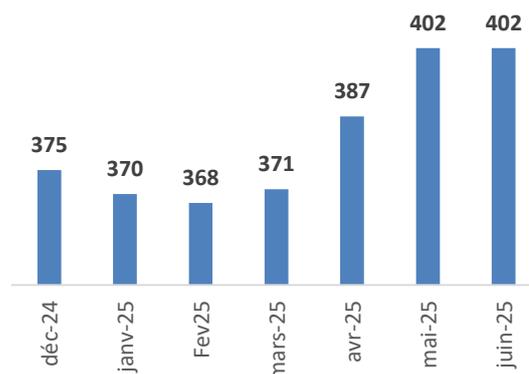
### 3. MARCHE MONETAIRE :

En dépit de l'accélération de l'encours de la monnaie fiduciaire dont le montant a dépassé les niveaux antérieurs à l'amnistie sur le cash lancée en fin 2024, le premier semestre de l'année 2025 a connu une nette amélioration du déficit de liquidité bancaire ramené à 109 Mrds DH contre 128 Mrds de DH à fin 2024. Cette amélioration s'explique principalement par la hausse marquée des Avoirs Officiels de Réserves (AOR) qui se sont affichés à 402 Mrds de DH en augmentation de 27 Mrds de DH par rapport à fin 2024 suite à la levée du Trésor sur le marché international d'un montant de 2 Mrds d'euros.

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

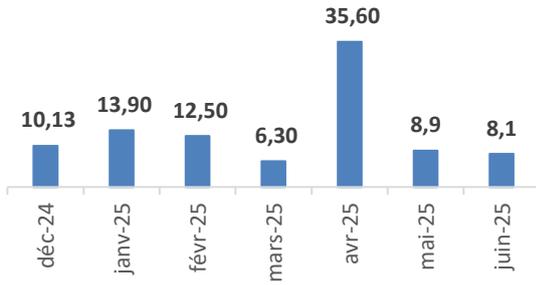


Evolution des AOR en valeur (Mrds de DH)



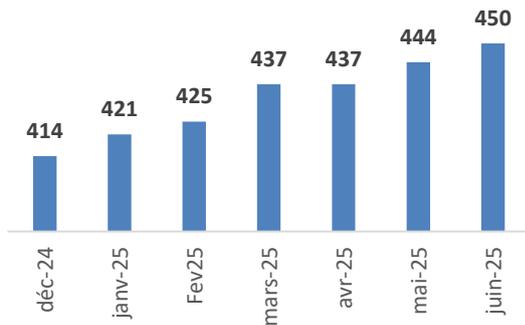
Parallèlement, le Trésor a renforcé ses interventions sur le marché monétaire via le placement de ses excédents de trésorerie. L'encours quotidien de ces placements s'est nettement bonifié en dépassant même parfois un montant de 35 Mrds de DH, contribuant ainsi à l'amélioration du déficit de liquidité bancaire sur le marché monétaire.

**Encours des placements du Trésor sur le marché monétaire (en Mrds de DH)**



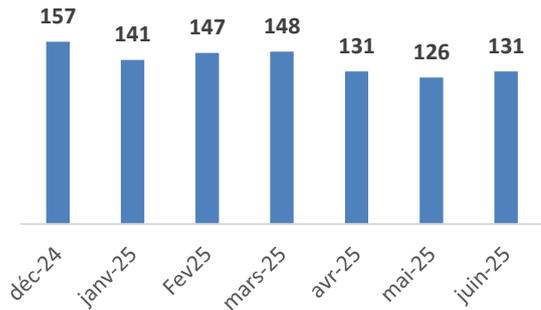
À l'inverse, l'encours de la monnaie fiduciaire a poursuivi son ascension exerçant une pression continue sur la liquidité bancaire. Sur le premier semestre 2025, il a enregistré un rebond notable de 8,6% pour s'établir à 450 Mds DH à fin juin contre 414 Mds à fin 2024.

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



L'amélioration du déficit de liquidité a poussé les banques de la place à revoir naturellement leur demande de cash auprès de la Banque Centrale à la baisse. En chiffres, l'encours de la monnaie centrale est ressorti à fin juin 2025 en baisse significative de 26 Mrds de DH à 131 Mrds de DH.

**Evolution des injections de liquidités de BAM (en Mrds de DH)**



Dans ces conditions, le TMP interbancaire est resté globalement aligné au taux directeur à 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 %.

5