

1. MARCHE BOURSIER

L'année 2025 restera comme un millésime d'exception pour la Bourse de Casablanca. Avec une progression supérieure à 27 %, le MASI a signé sa meilleure performance depuis près d'une décennie. L'indice a même franchi, brièvement, le seuil symbolique de 20 000 points avant de se replier et de clôturer l'année autour de 18 846 points. Un reflux qui relève davantage d'un mouvement de respiration, classique après un rallye soutenu. Par ailleurs, la performance de l'exercice 2025 confirme la solidité du consensus des investisseurs soutenu par des réalisations bénéficiaires robustes et un environnement macroéconomique particulièrement favorable.

Dans ce sillage, la capitalisation boursière a franchi pour la première fois le seuil symbolique de 1 000 milliards de dirhams, établissant un nouveau record historique (effet marché et IPO). Dans le même élan, le MASI 20, vitrine des plus grandes capitalisations de la cote, a réalisé une hausse de 24,53 %, confirmant la profondeur et la solidité du mouvement haussier qui a animé le marché tout au long de l'année.

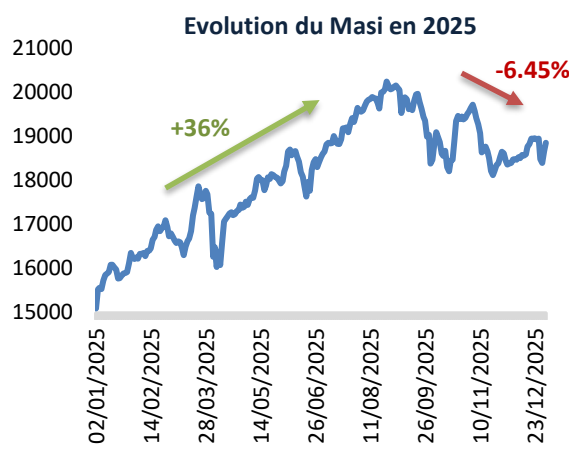
Cependant, l'année a été marquée par un net regain de volatilité sur le marché boursier. L'indice phare de la cote a évolué dans un environnement heurté, reflet d'une succession de chocs exogènes ayant rythmé l'exercice. En chiffres, la volatilité annuelle s'est établie à 15,94 % contre 8,45 % en 2024.

Cette volatilité accrue s'explique d'abord par un contexte international particulièrement chahuté : Le retour d'une rhétorique protectionniste sous l'impulsion de Donald Trump marquée par une série de relèvements des droits de douane visant plusieurs partenaires commerciaux, a ravivé les craintes sur les marchés mondiaux générant une correction brutale pour le marché qui a perdu 7% en une semaine. Pour autant, ces tensions n'ont pas débouché sur des déséquilibres durables, générant in fine plus de peur que de mal.

À mi-parcours de l'année, le relais a été pris par les risques géopolitiques, principalement avec l'éclatement du conflit de 12 jours entre Iran et Israël et qui a de nouveau fait trembler les

marchés, compte tenu de la sensibilité stratégique de la région et de ses implications potentielles sur les équilibres énergétiques et financiers.

Sur le plan domestique, les manifestations menées par le collectif Genz212 ont également alimenté un climat d'attente, incitant les investisseurs à davantage de prudence. Toutefois, si ces chocs successifs ont ponctuellement pesé sur la confiance des investisseurs, ils ont surtout mis en lumière la résilience du marché qui a confirmé sa capacité à absorber les chocs dans un environnement en constante recomposition.



Performances sectorielles :

La lecture sectorielle des performances boursières des sociétés de la cote fait ressortir une orientation globalement positive de la majorité des secteurs en dépit de quelques compartiments restés en retrait. En tête du classement, le secteur de l'ingénierie et des biens d'équipement s'impose comme le grand gagnant de l'année en signant une envolée spectaculaire de +256 %. Cette performance reflète l'évolution de la valeur Stroc Industrie dont le titre a bondi de +482 % pour atteindre 245 dirhams, porté par des anticipations favorables sur les projets d'infrastructure et l'investissement industriel.

Le secteur des Mines s'inscrit en deuxième position avec une progression de +99 %, bénéficiant à la fois de la flambée des métaux précieux et d'un regain d'optimisme autour des grands projets nationaux. Dans ce sillage, Managem s'est distinguée par une appréciation

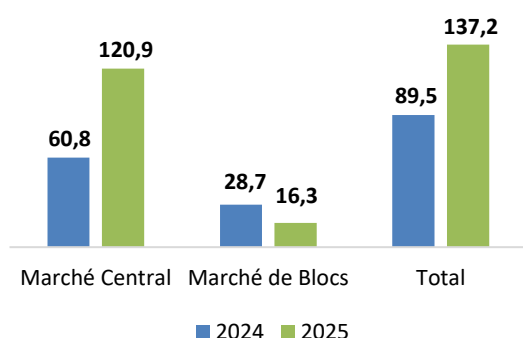
notable de +121 % avec un cours culminant à 6 400 dirhams. Pour compléter le podium, le compartiment pharmaceutique affiche une dynamique tout aussi remarquable avec une hausse annuelle de +94% essentiellement tirée par la forte progression de Sothema.

À l'inverse, certains secteurs sont restés à la traîne à l'image de ceux du transport et de la chimie qui ont évolué en territoire négatif en accusant des replis respectifs de 18 % et 14 %.

Volumes :

Au niveau des échanges sur la place Casablancaise au titre de l'année 2025, ils ont atteint un volume global (Central et Blocs) de 137.2 Mrds de DH contre un flux qui s'est limité à 89.5 Mrds l'année précédente. Cette montée en puissance a été principalement alimentée par le marché central dont les échanges se sont établis à 121 milliards de dirhams, marquant un changement d'échelle dans la dynamique de la liquidité. En effet, le ratio de liquidité de la cote casablancaise s'est établi à 13.19% contre 11.8% une année auparavant dans un contexte où la capitalisation boursière s'est élevée à 1 040.6 Mrds de DH, représentant désormais près de 69 % du PIB national.

Evolution des échanges par
compartiment (en Mrds de DH)

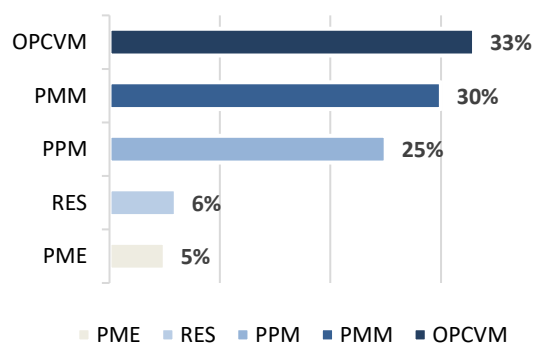


Sur le marché central, le volume brassé a concerné principalement les valeurs Blues-chips de la place. L'action ATTIJARIWafa Bank est arrivée en tête de liste sur fond d'un volume échangé de 11.6 Mrds de DHS, gagnant au passage 28% à 730 DHS. Arrivant en deuxième position, le géant TGCC a concentré un volume de 10.9 MMDHS en terminant l'année sur une progression de 90% à 906 DHS. En troisième position, l'opérateur portuaire Marsa Maroc s'est

distingué par un volume de 8.8 Mrds de DH, clôturant l'année sur une hausse de 77% à 950 DH.

En termes de structure des investisseurs actifs, les statistiques arrêtées à fin septembre 2025 révèlent que près de 33% des volumes brassés sur le marché central reviennent aux OPCVM, suivis de près par les personnes morales marocaines qui ont réussi à cumuler 30% des flux. En troisième position arrivent les personnes physiques marocaines qui ont connu une forte progression de 25 %.

Répartition du volume par catégorie des
intervenants T3-2025



Retour sur les réalisations des sociétés de la cote au titre du T3-2025 :

Les performances des sociétés cotées au troisième trimestre 2025 se sont inscrites dans un environnement globalement favorable, marqué par l'atténuation des tensions inflationnistes et une forte reprise de la demande dans plusieurs branches d'activité. Dans ce contexte, le chiffre d'affaires agrégé des sociétés a progressé de 7,5 % pour s'établir à 230 milliards de dirhams contre 213,9 milliards de dirhams à la même période un an auparavant.

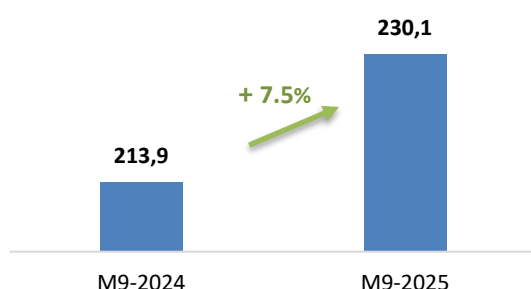
Notons que cette croissance a été réalisée malgré un facteur technique défavorable : l'entrée en vigueur des nouvelles règles du plan comptable immobilier, qui introduisent une nouvelle grille de lecture en matière de reconnaissance du chiffre d'affaires. Ce changement normatif s'est particulièrement fait sentir sur le secteur immobilier dont le chiffre d'affaires affiche une quasi-stagnation (-0,59%), alors qu'il aurait progressé de près de 18 % à périmètre comptable comparable.

Sur le plan sectoriel, le compartiment de la santé s'est imposé comme le principal moteur de la croissance avec une hausse marquée de 48 % du chiffre d'affaires. Cette performance est essentiellement attribuable à Akdital grâce à ses engagements tenus en matière de stratégie d'expansion.

Le secteur du BTP se hisse en deuxième position en affichant une progression de 22,5 % soutenue par l'accélération des projets d'infrastructures en lien avec l'organisation de la CAN 2025 et de la Coupe du Monde 2030. Le secteur de la distribution complète le podium, bénéficiant notamment de la bonne tenue des ventes d'Auto Hall (+600 MDH) et de Label Vie (+1,4 milliard de dirhams).

À l'inverse, le secteur des **Boissons** a pesé négativement sur l'évolution globale du chiffre d'affaires en enregistrant un repli de **8 %**, soit une contraction de 1,5 milliard de dirhams par rapport à fin septembre 2024. Cette contre-performance s'explique principalement par la baisse de l'activité de Mutandis (-7 %) pénalisée par la fermeture de l'usine d'Aïn Ifrane.

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



Perspectives du marché boursier en 2026 :

La Bourse de Casablanca devrait aborder l'année 2026 dans le prolongement de la dynamique positive enclenchée depuis l'année 2023. En effet ; le marché actions devrait conserver un niveau d'attractivité élevé dans un environnement marqué par des réalisations bénéficiaires prévisionnelles de l'année 2025 en hausse 12%, des rendements obligataires modestes et un cadre macroéconomique très

porteur : inflation maîtrisée autour de 1.3 % en 2026 offrant à Bank Al-Maghrib la marge de manœuvre nécessaire pour maintenir une orientation monétaire accommodante. Dans ce contexte, la croissance économique nationale est attendue à plus de 5% en 2026 après une performance proche de 4.8% en 2025. Ce contexte favorable est renforcé par une amélioration notable de la pluviométrie enregistrée à l'échelle nationale, bien répartie sur l'ensemble des régions agricoles et qui s'est traduite par une remontée du taux de remplissage des barrages.

En outre, l'orientation budgétaire qui prévoit une enveloppe d'investissement de 380 milliards de dirhams vient conforter ce scénario.

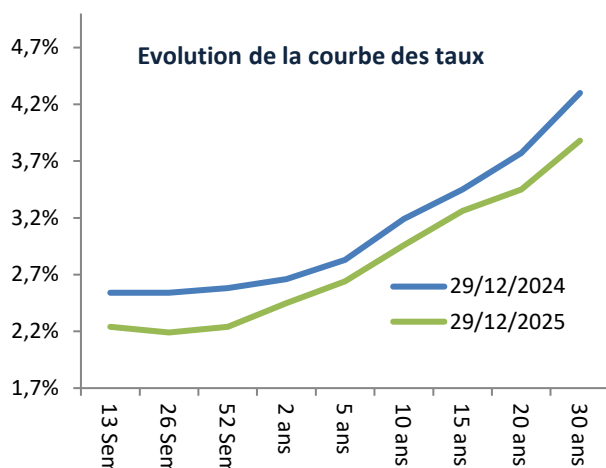
Par ailleurs, la dynamique des opérations financières notamment les IPO devrait se poursuivre, soutenant la croissance du marché, l'amélioration des volumes et l'émergence d'opportunités d'arbitrage accrues. Cette animation contribue à renforcer la profondeur et l'efficacité du marché.

À ces facteurs domestiques, s'ajoutent des éléments d'ordre externe notamment l'éventuelle réintégration du marché casablancais au sein de l'indice MSCI Emerging Markets devrait augmenter le niveau de liquidité du marché. Un tel repositionnement constituerait un levier majeur de visibilité auprès des investisseurs étrangers et pourrait agir comme un catalyseur structurant des flux à moyen terme.

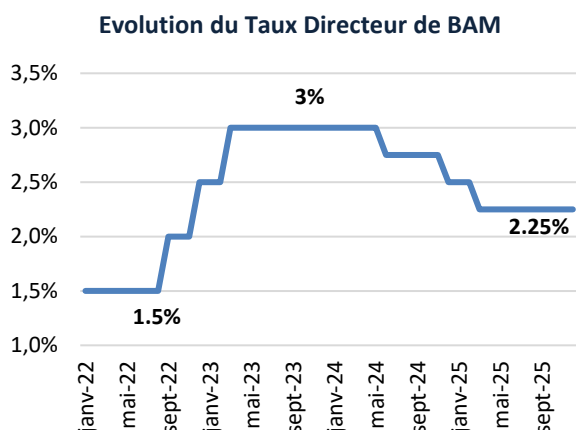
2. MARCHE OBLIGATAIRE :

Le marché obligataire a évolué dans un contexte favorable au cours de l'année 2025 marqué par une détente sensible des taux d'intérêt traduisant une amélioration des conditions de financement sur le marché primaire des Bons du Trésor. En effet ; cette baisse des taux s'est appuyée sur deux moteurs principaux : D'une part, la décision de Bank Al-Maghrib, lors de sa réunion de mars 2025, d'assouplir les conditions de financement. D'autre part, le recours du Trésor à un emprunt obligataire sur les marchés internationaux ayant permis d'alléger la pression sur le marché domestique, favorisant ainsi une meilleure absorption de l'offre locale.

4



Dans le détail, le Conseil de Bank Al-Maghrib a poursuivi son cycle d'assouplissement monétaire durant sa première réunion trimestrielle de l'année à travers une baisse de 25 points de base du taux directeur à 2,25 %. La décision du mois de mars s'est inscrite dans un scénario d'inflation attendue à des niveaux compatibles avec l'objectif de stabilité des prix soutenue notamment par le repli des cours de l'énergie alors que le niveau d'incertitude reste encore élevé au niveau international. A signaler que cette phase d'assouplissement a toutefois laissé place à une posture d'attentisme lors des trois Conseils suivants de Bank Al-Maghrib pour lesquels la banque centrale a opté pour le statu quo.



En outre, la baisse des rendements obligataires a été accentuée aussi par le retour du Trésor sur le marché international. En effet ; après deux années d'absence, le Royaume a procédé en mars

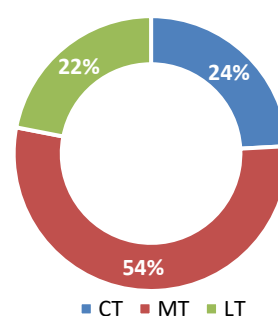
2025 à une émission internationale d'un montant équivalent à 20 milliards de dirhams.

Notons par ailleurs que la phase de détente des taux d'intérêt n'a toutefois pas été linéaire. La dynamique de baisse s'est essouffée lors du deuxième semestre de l'année à la suite du statu quo monétaire observé lors des deux derniers Conseils de Bank Al-Maghrib à rebours des anticipations du marché qui tablaient sur une baisse additionnelle du taux directeur de 25 pbs. Parallèlement, le regain d'animation sur le segment de la dette privée, offrant des rendements plus attractifs, a accentué la correction à la hausse des taux en fin d'année.

Au niveau des comptes publics, les comptes du Trésor ont affiché au titre de l'année 2025 un déficit budgétaire de 61 Mrds de DH tenant compte d'un solde positif de 29 Mrds de DH dégagé par les comptes spéciaux du Trésor et les services de l'Etat gérés de manière autonome. Ce résultat est porté essentiellement par le bon comportement des recettes fiscales qui ont enregistré une progression de 14% à 358 Mrds de DH. Par ailleurs, pour satisfaire son besoin de financement, le Trésor a principalement sollicité le marché domestique en portant ses levées nettes à 37 Mrds de DH.

Demande des investisseurs :

Structure du marché primaire des BDT

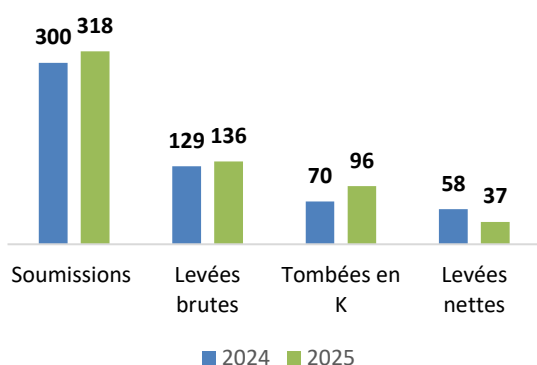


S'agissant du comportement des investisseurs lors des séances primaires d'adjudication aux Bons du Trésor, ces derniers ont clairement anticipé l'orientation baissière de la courbe des taux en ayant une nette préférence pour le segment moyen et long terme (MLT), qui a concentré à lui seul 76 % des soumissions contre seulement 24 % pour le court terme. Face à cette

configuration, l'argentier du Royaume a naturellement concentré ses levées sur le Moyen Long Terme en y adjoignant 79% de son besoin.

Ainsi, la demande globale sur les titres souverains sur le marché primaire s'est établie à 318 Mrds de DH marquant une progression de 18 Mrds de DH par rapport à l'année précédente.

Interventions du Trésor sur le marché
primaire des BDT (En Mrds dhs)



Evolution de la courbe des taux :

Courant l'année 2025, la courbe des taux d'intérêt s'est aplatie progressivement, signe d'un alignement croissant entre les rendements des différentes maturités. Cette situation s'est reflétée via une détente généralisée des taux avec un repli particulièrement marqué sur les maturités longues.

Plus précisément, la tranche Court Terme a connu des baisses variant dans une fourchette de 30 à 35 PBS, tandis que les maturités Moyen Terme ont accusé une baisse de 20 PBS et enfin la correction sur les segments long terme a varié entre 20 et 40 PBS.

Ténor	Déc-2024	Déc-2025	Var En Pbs
13 Sem	2.54%	2.24%	-30
26 Sem	2.54%	2.19%	-35
52 Sem	2.58%	2.24%	-34
2 ans	2.66%	2.45%	-21
5 ans	2.83%	2.64%	-19
10 ans	3.19%	2.96%	-23
15 ans	3.45%	3.26%	-19
20 ans	3.77%	3.45%	-32
30 ans	4.30%	3.88%	-42

Marché de la dette privée : un marché particulièrement dynamique en fin d'année

Dans un contexte de baisse généralisée des taux d'intérêt, l'encours global des titres de créances négociables a connu une quasi-stagnation par rapport à 2024.

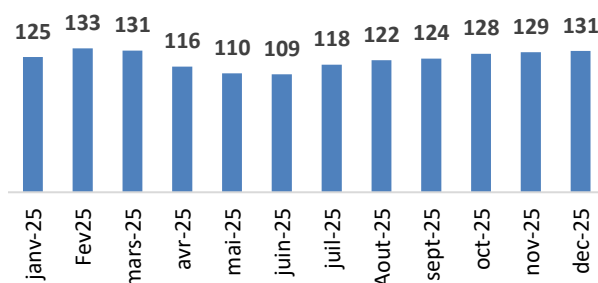
Dans le détail, l'encours de ces titres a rompu avec la dynamique haussière des dernières années. Les banques ont, en effet, moins sollicité le marché. L'encours des certificats de dépôts a ainsi baissé de 9 Mrds de DH pour atteindre 50 Mrds de DH. Evoluant dans le sens contraire, l'encours des bons des sociétés de financement a augmenté de 8 Mrds de DH passant de 31 à 39 Mrds de DH tandis que celui des billets de Trésorerie a affiché une hausse de 1,5 Mrds de DHS à 10 Mrds de DH.

En Mrds de DH	Déc-24	Déc-25	Variation
CD	59.5	50.35	9.15
BSF	30.9	39.21	8.31
BT	8.4	9.9	1.5
Total	98.8	99.46	0.66

3. MARCHE MONETAIRE :

Au cours de l'année 2025, la situation de la liquidité bancaire s'est légèrement creusée reflétant principalement l'effet restrictif de la hausse des encours de la monnaie fiduciaire malgré l'évolution favorable des avoirs officiels de réserve.

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

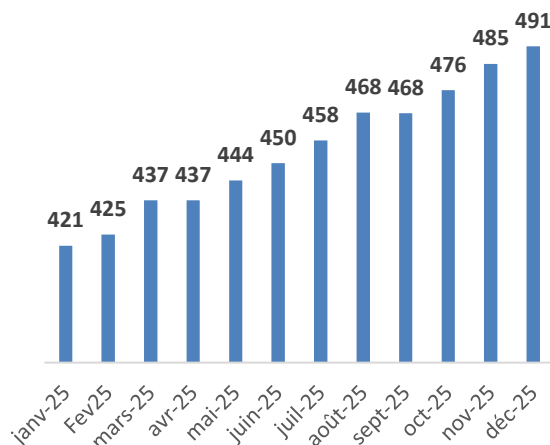


En effet ; la situation de la liquidité bancaire a profité du raffermissement des réserves nettes de change grâce notamment à la sortie du Trésor sur le marché international. Ces réserves ont atteint 442 Mds de DH en progression de 72 Mrds

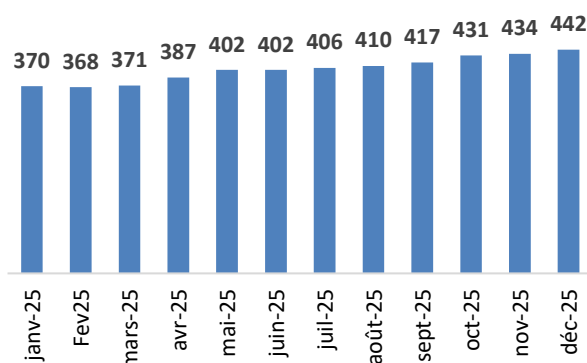
de DH par rapport à fin 2024. Aussi, le Trésor a renforcé ses interventions sur le marché monétaire via ses placements d'excédent de trésorerie. Leur encours quotidien s'est nettement hissé jusqu'à près de 66 Mrds de DH en Avril contribuant ainsi à l'allègement du déficit de liquidité bancaire. Cependant, cette amélioration est restée éphémère, le Trésor étant rapidement revenu à un niveau de placements plus modeste avoisinant un montant de 10 Mrds de DH.

accrue sur la liquidité bancaire. En 2025, il a enregistré un rebond notable de 19% pour s'établir à 491 Mds DH à fin Décembre, accentuant ainsi les tensions de liquidité sur le marché monétaire.

**Encours des B&M en circulation
(en Mrds de DH)**

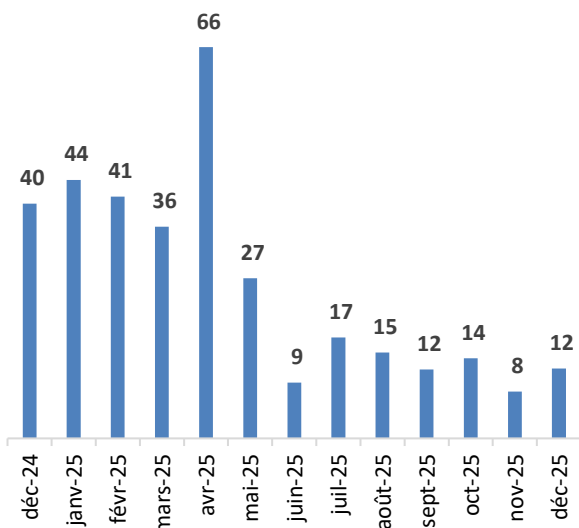


**Evolution de l'encours des AOR
(en Mrds de DH)**

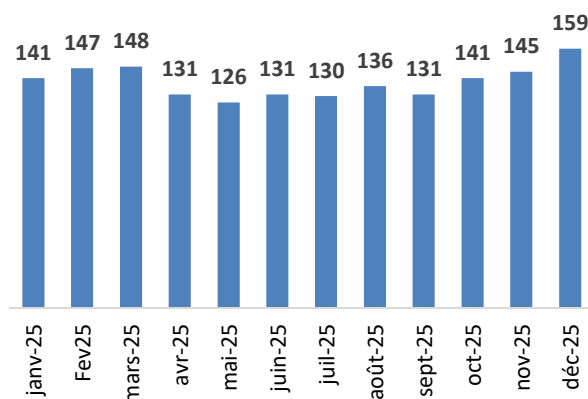


Dans ce contexte, la Banque Centrale a maintenu sa politique monétaire de soutien au marché monétaire en servant un volume de monnaie centrale entre 130 et 160 Mrds de DH.

**Moyenne des encours des placements du
Trésor (en Mrds de DH)**



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



Les pressions internes se sont également intensifiées, l'encours de la monnaie fiduciaire a poursuivi son ascension, exerçant une pression

Concernant les taux monétaires, ils se sont globalement détendus principalement suite à la révision du taux directeur qui a eu lieu en Mars 2025. Dans le détail, le TMP interbancaire est resté globalement aligné au taux directeur à 2,25% alors que l'indice Monia a clôturé l'année à 2,24 %.

Encadré LF 2026 :

La clôture de l'année 2025 a été marquée par la promulgation de la loi de finances de l'exercice 2026, s'articulant autour de quatre axes principaux : La consolidation des acquis économiques pour conforter la place de notre pays parmi les nations émergentes, le lancement d'une nouvelle génération de programmes de développement territorial intégré, la poursuite de la consolidation des piliers de l'État social et la poursuite des grandes réformes structurelles et enfin la préservation des équilibres des finances publiques. Dans le détail, les hypothèses de cette loi des finances se basent sur un taux d'inflation de 2%, un déficit budgétaire de 3% du PIB et une croissance économique prévue à 4,6% portée par une contribution de la production céréalière à 70 millions de quintaux.

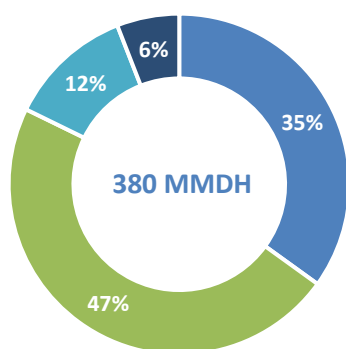
Par ailleurs, l'investissement public devrait marquer une progression de 16% par rapport à 2025. En effet, l'enveloppe budgétaire devrait atteindre 380 Mrds de DH, portée essentiellement par les établissements publics à hauteur de 47% et le Trésor avec une contribution de 35%.

Dans ce contexte, le besoin de financement du Trésor au titre de l'année 2026 devrait s'établir à 183 Mrds de DH. Ce besoin couvre un déficit budgétaire de 55 Mrds de DH, ainsi qu'un ensemble de tombées de dette d'un montant de 128 Mrds de DH dont 16 Mrds sur le marché international.

Sous l'hypothèse de la réalisation du financement extérieur prévu dans la loi des finances à hauteur de 60 Mrds de DH, l'argentier du Royaume devrait couvrir le reste de son besoin de financement sur le marché domestique, soit 123 Mrds de DH.

Déficit budgétaire	55
Tombées interne	112
Tombées externe	16
= Besoin de financement général	183
Financement extérieure prévu	60
= Besoin de financement interne	123

Ventilation du budget des investissements LF-2026



■ Budget général ■ EEP
 ■ Fonds MVI ■ Collectivités