

PERSPECTIVES Q4-25

Perspectives Macro

- *A l'international*
- *Maroc*

Perspectives Marché

- *Obligataire*
- *Actions*

Entre transition et consolidation

Le troisième trimestre 2025 apparaît comme une phase de transition pour les grandes économies développées.

Aux États-Unis, la Fed entame une détente monétaire prudente face à un marché du travail fragilisé mais une consommation solide. En Europe, la BCE maintient une posture de stabilité, dans un contexte d'inflation maîtrisée mais de tensions budgétaires croissantes.

Pour le Maroc, au contraire, la période s'inscrit davantage comme une consolidation : la croissance reste robuste (autour de +4,4%) avec un appui clair de la demande intérieure et des investissements. La diversification économique est en plein essor, notamment vers des secteurs numériques et structurants. Toutefois, les défis sociaux, du marché de l'emploi et externes rappellent que la trajectoire doit être accompagnée par une vigilance soutenue.

États-Unis : un marché du travail

Le rapport sur l'emploi d'août, nettement inférieur aux attentes, a confirmé l'essoufflement du marché du travail. Le taux de chômage a atteint 4,3%, son plus haut niveau depuis 2021, tandis que le Beige Book de la Réserve fédérale (Fed) a mis en évidence les difficultés persistantes des entreprises confrontées aux effets des droits de douane et à la hausse des coûts de production.

Face à cette situation, la Fed a procédé en septembre à sa première baisse de taux depuis décembre 2024, ramenant le taux des fonds fédéraux dans une fourchette de 4,00% à 4,25%. Cette décision traduit un changement de priorité : protéger l'emploi, même au risque d'un léger redémarrage de l'inflation.

Pourtant, l'économie américaine fait preuve d'une remarquable résilience. La consommation des ménages a accéléré, soutenue par un marché du crédit encore fluide et une confiance solide. Cette vigueur de la demande soutient les perspectives de croissance au troisième trimestre, attendue autour de +2,3% en rythme annualisé, après +0,5% au premier trimestre et +1,6% au deuxième.

Du côté des entreprises, les enquêtes conjoncturelles signalent une amélioration progressive : l'indice ISM manufacturier reste faible, mais son sous-indice des nouvelles commandes est repassé en zone d'expansion pour la première fois depuis janvier. L'ISM des services, en hausse de 50,1 à 52,0, confirme cette tendance, portée par la reprise des commandes et un regain de confiance des petites entreprises.

L'ensemble dessine le portrait d'une économie qui, malgré des vents contraires, continue de croître à un rythme modéré mais robuste.

Zone euro : stabilité monétaire et contrastes nationaux

En Europe, le troisième trimestre a été marqué par un contexte politique et budgétaire contrasté.

En France, la dégradation de la note souveraine par l'agence Fitch, de AA- à A+, a mis en lumière les inquiétudes concernant la soutenabilité des finances publiques. Si l'économie française reste globalement solide, c'est la capacité de l'État à maîtriser la trajectoire de la dette qui interroge. La charge d'intérêts atteindra 60 milliards d'euros en 2025, soit un montant équivalent au budget de l'Éducation nationale — un niveau qui alimente les craintes d'un cercle vicieux d'endettement.

À l'échelle de la zone euro, le marché du travail demeure robuste, avec un taux de chômage à 6,2% en juillet, proche de son plus bas depuis fin 2024. Sur le front des prix, l'inflation reste proche de la cible de la BCE, à +2,1% en août, tandis que l'inflation sous-jacente s'est stabilisée à +2,3%. L'inflation des services, en léger repli, confirme la tendance à une désinflation maîtrisée.

Dans ce contexte, la Banque centrale européenne a choisi de maintenir son taux de dépôt à 2%, estimant que la zone euro était « en bonne position » avec une inflation conforme à son objectif. Christine Lagarde a néanmoins signalé que le cycle de baisse des taux était probablement terminé, après un léger relèvement des prévisions d'inflation (+2,1% en 2025) et de croissance (+1,2% en 2025, contre 0,9% précédemment). Ces ajustements traduisent un optimisme prudent face à une demande mondiale encore fragile.

Quelles conséquences pour un portefeuille international ?

Sur les marchés financiers, le troisième trimestre s'est soldé par une forte progression des actions américaines, stimulées par la perspective d'un assouplissement monétaire et l'euphorie persistante autour de l'intelligence artificielle.

L'indice S&P 500 a gagné +8,1%, le Nasdaq 100 +9,0%, et le Russell 2000 +12,4%, ce dernier atteignant son premier record de clôture depuis fin 2021. Le secteur technologique a particulièrement brillé (S&P 500 Information Technology : +13,2%), soutenu par des annonces spectaculaires, notamment l'investissement de 5 milliards de dollars de Nvidia dans le capital d'Intel, qui a propulsé le titre Intel de +23% en une seule séance.

Les relations commerciales sino-américaines ont également apporté un vent d'optimisme, après un échange entre les présidents Donald Trump et Xi Jinping, annonçant des avancées sur la question de TikTok et la reprise du dialogue commercial.

En Europe, la tendance a été plus modérée : le MSCI Europe a progressé de +3,6% et l'Euro Stoxx 50 de +4,6%, reflétant des situations nationales contrastées. En Allemagne, le DAX a reculé de -0,1%, plombé par les valeurs bancaires, tandis qu'en France, le CAC 40 a gagné +3,3%. En revanche, les petites capitalisations françaises n'ont pas profité de la hausse (MSCI France Small Caps stable sur le trimestre), traduisant leur plus grande vulnérabilité à un environnement économique et politique incertain.

Classe d'actifs	Stratégie / Région	Sous-pondérer	Neutre	Surpondérer	Changement*	Commentaires
Actions Internationales	Actions	○	●	○		Le marché bénéficie d'un fort momentum grâce aux bons résultats du T2, au soutien de la thématique de l'IA et aux espoirs d'accords commerciaux. Cependant le risque d'un ralentissement de l'économie américaine nous semble sous-estimé au regard du niveau de valorisation des principaux indices.
	États-Unis	○	●	○		Les valeurs américaines continuent de bénéficier d'un environnement plus favorable que leurs concurrentes internationale (espoirs de baisse de la régulation, soutien budgétaire avec l'"OBBBA", dynamisme de l'écosystème IA, etc.), mais la valorisation particulièrement élevée de ce segment rend son couple
	Europe	○	●	○		Les prévisions de croissance pour l'an prochain ont été revues à la baisse pour la troisième fois cette année tandis qu'en parallèle la valorisation des actions a continué de progresser rendant ici aussi le couple rendement/risque peu attractif.
	Japon	●	○	○		La croissance japonaise est stagnante depuis plusieurs années tandis que l'inflation repart à la hausse. Une éventuelle hausse des taux directeurs et son impact sur le Yen pourrait freiner davantage la croissance et pénaliser le marché boursier local.
Obligations Internationales	Duration	○	●	○		Les risques sur la croissance et l'inflation semblent équilibrés à court terme.
	États-Unis	●	○	○	↓	Malgré le relèvement par la FED des prévisions de croissance et d'inflation lors de sa réunion de septembre, les marchés continuent d'anticiper une à deux baisses de taux de plus à horizon fin 2026 que les propres prévisions de l'institution. Les taux américains sont donc vulnérables en cas de surprise macroéconomique
	Europe	○	○	●	↑	Le marché n'anticipe plus que 50% de chance d'obtenir une nouvelle baisse de taux de la BCE alors que l'institution prévoit une poursuite de la décre inflationniste l'an prochain et une croissance toujours très faible, comme en témoigne la prévision pour 2026 revue en baisse à 1% lors de sa dernière réunion. Les taux
	Crédit	○	○	●		Les spreads n'offrent qu'un faible potentiel de compression, mais le surplus de rendement offert par la classe d'actifs reste attractif.
	États-Unis	○	●	○		Déjà pénalisés par des taux de refinancement élevés, les émetteurs américains devraient subir des baisses de rentabilité en raison des taxes douanières. Le risque de défaut n'a pas significativement augmenté, mais les spreads ne paraissent pas offrir un potentiel de compression important.
	Europe	○	●	○	↓	La baisse des prévisions de croissance de la BCE et son positionnement ambiguë concernant la trajectoire future de ses taux réduit quelque peu la visibilité, tandis que les spreads sont maintenant proches de leurs plus bas niveaux historiques
FX	Euro/Dollar	●	○	○	↓	Malgré un contexte toujours baissier sur le dollar à moyen terme, un rebond du billet vert à court terme nous semble possible dans le scénario où les marchés réajustent leurs anticipations sur les trajectoires des taux directeurs en Europe et aux États-Unis.

Le Maroc continue dans sa dynamique malgré la sécheresse et les incertitudes internationales

Le Maroc a poursuivi au troisième trimestre 2025 une dynamique économique dans un contexte d'incertitude internationale accrue. Selon les projections du Haut-Commissariat au Plan (HCP), la croissance du PIB pourrait atteindre +4,4% pour le T3 2025 en raison de la demande intérieure. L'inflation est restée modérée, ce qui soutient le pouvoir d'achat et réduit la pression sur les coûts pour les entreprises.

Toutefois, des incertitudes persistent, du fait de la demande extérieure, et de la vulnérabilité de certains secteurs (agriculture, exportations) qui expliquent le renforcement des investissements dans l'économie numérique, les infrastructures (construction, investissement public, etc.) et les projets venant au soutien des enjeux climatiques (dessalement, de transfert d'eau ou d'énergie renouvelable).

Ces orientations témoignent d'une trajectoire visant à moins dépendre des cycles classiques (agriculture, tourisme) et à s'appuyer sur des secteurs émergents.

➤ Comment cette croissance se traduit-elle au niveau des entreprises ?

La masse bénéficiaire 2025 des sociétés cotées devrait poursuivre sa progression dans la continuité des résultats publiés au premier semestre. Le secteur bancaire devrait rester le principal contributeur de cette croissance suivi par celui des cimentiers, de la construction et de la santé.

La progression anticipée des bénéfices par action explique la forte progression des valorisations ainsi que de la liquidité du marché où les volumes de transactions ont fortement progressé (+133% depuis le début de l'année) jusqu'à atteindre au quotidien une moyenne d'environ 500 MDH.

Comment ces facteurs se traduisent-ils sur le portefeuille national ?

➤ Marché des actions : une performance historique, mais un risque de volatilité accru

La Bourse de Casablanca connaît une importante hausse depuis le début de l'année, malgré la correction de fin septembre, déclenchée par la contestation « GenZ ».

Elle a ainsi clôturé le trimestre avec une performance cumulée de +32,05 % ; un niveau qui la rend vulnérable aux prises de bénéfice dès lors que le marché anticipe (même à tort) une annonce négative.

Face à la forte hausse des niveaux de valorisation du marché et à la fragilité qu'elle engendre, le segment « value » demeure attractif. Nous estimons qu'il est désormais encore plus nécessaire d'adopter une approche fondamentale, en sélectionnant les valeurs solides offrant les meilleures perspectives de croissance, non encore intégrées dans les valorisations, et présentant un niveau de rendement intéressant.

Le concernant, il y a lieu de noter que le dividende moyen du MASI est actuellement de 2.9% contre un rendement du BDT 10 ans à 2.85% sans que ce dernier ne puisse offrir une appréciation significative du capital.

Par ailleurs, les fondamentaux du marché restent toutefois solides, du fait de la croissance anticipée, de l'inflation maîtrisée et de la politique monétaire accommodante.

Enfin, la récente adoption par le Conseil de sécurité de l'ONU d'une résolution historique soutenant l'initiative marocaine d'autonomie dans le dossier du Sahara ouvre de grandes perspectives pour la région dans les années à venir.

➤ Marché obligataire : une courbe secondaire agitée

Après des baisses constatées sur la courbe secondaire depuis le début de l'année, le marché obligataire connaît une correction haussière sur ce dernier mois.

En effet, une volatilité a été constatée suite aux réallocations des investisseurs dans d'autres actifs, notamment la dette privée, les OPCV et les actions.

Notre scénario central repose sur une stabilité budgétaire, une inflation qui ralentit à 1% en 2025 avec un probable maintien des taux directeurs à 2,25%.

Néanmoins, des facteurs d'incertitudes subsistent notamment sur le risque inflationniste attendu en hausse en 2026, et la décision du conseil de Bank Al-Maghrib sur le taux directeur en décembre 2025.

Dans ce contexte, notre stratégie s'appuie sur une baisse technique de la sensibilité et un comportement dynamique sur les maturités moyen terme afin de capter de la performance.

A la faveur de ce qui précède, nous poursuivons notre positionnement.

Classe d'actifs	Stratégie	Sous-pondérer	Neutre	Surpondérer	Commentaires
Actions	Actions	☐	☐	☒	Les marchés actions devraient bénéficier de flux positifs en lien avec l'amélioration du rendement
	Value	☐	☐	☒	Le segment "Value" devrait bénéficier de la dynamique des flux, des risques de survalorisation et de la baisse de l'aversion au risque
	Growth	☐	☒	☐	Les valeurs de croissance devraient bénéficier de la dynamique des flux mais pourrait également patir de prise de profit en lien avec la valorisation
	Quality	☐	☒	☐	Le style "Quality" devrait bénéficier de la dynamique des flux mais pourrait également patir de prise de profit en lien avec la valorisation
Obligations	Duration	☐	☐	☒	Baisse de taux en lien avec une demande obligataire supérieure à l'offre
	Crédit	☐	☐	☒	Baisse de taux en lien avec une demande obligataire supérieure à l'offre

NB : les indications ci-dessus expriment un sentiment de marché mais ils n'engagent pas les décisions d'investissement qui sont conditionnées à des facteurs indépendants de la qualité d'un titre tel que sa liquidité.

Annexe 1 : Performances du MASI vs les autres marchés au 30 septembre 2025

	Q3 2025	YTD 2025	3Y (ann.)	5Y (ann.)	7Y (ann.)	10Y (ann.)
MASI RB*	+4,0%	+28,8%	+17,9%	+13,8%	+7,7%	+7,6%
MSCI MOROCCO	+4,2%	+28,9%	+18,1%	+13,4%	+8,2%	+8,5%
MSCI EM	+10,6%	+27,5%	+18,2%	+7,0%	+6,2%	+8,0%
MSCI EUROZONE	+4,4%	+16,3%	+20,0%	+13,4%	+8,8%	+8,3%
MSCI EUROPE	+3,5%	+12,4%	+15,7%	+12,1%	+8,1%	+7,6%
MSCI USA	+8,0%	+14,6%	+24,6%	+15,7%	+13,9%	+14,7%
MSCI WORLD	+7,3%	+17,4%	+23,7%	+14,4%	+12,0%	+12,4%

Source : Bloomberg – Indices en devises locales, dividendes réinvestis.

*Indice calculé avec dividendes non-réinvestis.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

Avertissement :

Cette documentation n'a pas pour objet d'être une offre ou une sollicitation visant un instrument financier.

Les références à des instruments financiers sont faites dans un but unique d'illustration et ne doivent pas être interprétées comme des recommandations. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Il n'y a aucune garantie que les objectifs ou les chiffres prévus soient atteints et les informations contenues dans ce document sont données à titre indicatif.

Le présent document non contractuel vous est fourni à titre d'information.

Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer rigoureusement.

CIH CAPITAL MANAGEMENT – Société Anonyme au Capital de 1 000 000 Dirhams – 25, BD Al Massira Al Khadra, 2ème étage- Casablanca – Maroc RC : Casa 70875 - Patente : 35705964 - CNSS : 6675021 - I.F : 01030213 - ICE : 001536529000035 – Téléphone : (+212) 522 92 69 00 - Télécopie : (+212) 522 99 03 93.