



**ÉVOLUTION DU MASI ET COMPORTEMENTS D'INVESTISSEMENT À LA BOURSE DE CASABLANCA: UNE ANALYSE DESCRIPTIVE DES PÉRIODES PRÉ-COVID, COVID ET POST-COVID (2018-2024)**

**MASI EVOLUTION AND INVESTMENT BEHAVIORS AT THE CASABLANCA STOCK EXCHANGE: A DESCRIPTIVE ANALYSIS OF PRE-COVID, COVID AND POST-COVID PERIODS (2018-2024)**

**Kawtar ACHTOUK<sup>1</sup>, Said EL BOUAZIZI<sup>2</sup>**

<sup>1</sup>Doctorante, Laboratoire Interdisciplinaire de Recherches sur les Organisations (LIRO), ENCG, Université Chouaib Doukkali, El Jadida, Maroc

<sup>2</sup>Professeur Universitaire, Laboratoire Interdisciplinaire de Recherches sur les Organisations (LIRO), ENCG, Université Chouaib Doukkali, El Jadida, Maroc

**Résumé:** Cette recherche analyse la réaction des marchés financiers aux crises, en s'appuyant sur une revue de littérature qui examine le comportement boursier et des investisseurs face aux crises de 1929, 2008 et COVID-19. L'objectif est de comprendre la réaction du marché boursier marocain face à la crise pandémique. Une analyse descriptive et comparative est menée pour répondre à la problématique suivante : comment l'évolution du MASI et les comportements des investisseurs de la Bourse de Casablanca se sont-ils articulés avec les principaux indicateurs macroéconomiques avant, pendant et après le confinement lié à la COVID-19 ? L'étude couvre la période 2018-2024, découpée en trois sous-périodes : pré-confinement, confinement et post-confinement. Les résultats montrent que la relation entre le MASI et le PIB n'est ni stable ni mécanique. En l'absence de crise, les deux séries évoluent souvent ensemble, mais en période de turbulence, des facteurs comportementaux (panique, aversion au risque, anticipation sectorielle) prennent le pas. L'analyse sectorielle révèle une discrimination forte entre secteurs vulnérables et résistants. Les comportements d'investisseurs observés – panique, stabilisation sélective, anticipation – confirment la pertinence de la finance comportementale.

**Mot clefs:** Crises financières, Marché boursier, Comportement d'investissement, MASI, Bourse de Casablanca, COVID-19, Finance comportementale,

**Abstract:** This research analyzes the reaction of financial markets to crises, based on a literature review that first examines stock market reactions and investor behavior during three major crises (1929, 2008, COVID-19). The analysis of previous crises helps to assess the specific impact of COVID-19 globally and then to understand the reaction of the Moroccan stock market to the pandemic crisis. We conduct a comparative analysis to answer the following question: how did the evolution of the MASI and investor behaviors at the Casablanca Stock Exchange articulate with main macroeconomic indicators (GDP, trade deficit) before, during and after the COVID-19 lockdown? The results highlight the adaptive mechanisms of the market and changes in investor behavior, offering practical insights for portfolio management during crises.

**Key Words :** Financial crises, Stock market, Investment behavior, MASI, Morocco, Casablanca Stock Exchange, COVID-19, Behavioral finance

## 1. INTRODUCTION

La finance comportementale est une discipline située à la frontière de l'économie et de la psychologie. Elle étudie les biais cognitifs — c'est-à-dire les situations dans lesquelles l'esprit humain s'écarte de la rationalité strictement postulée par la théorie économique classique — et leurs effets sur la formation des prix et les décisions d'investissement. Née il y a une trentaine d'années, cette discipline a été officiellement reconnue en 2002 par l'attribution du prix Nobel d'économie à Daniel Kahneman et Vernon Smith, puis en 2017 à Richard Thaler, dont les travaux sur la comptabilité mentale et les nudges ont profondément renouvelé la compréhension des comportements financiers. Plus récemment, Barberis (2021) a proposé une synthèse des modèles psychologiques des prix d'actifs, montrant que les biais cognitifs — notamment l'excès de confiance, l'ancrage et l'aversion aux pertes — génèrent des écarts persistants et systématiques par rapport aux prix d'équilibre prédit par la théorie classique.

Les années 1960 ont vu émerger le concept d'efficience des marchés financiers, développé grâce aux travaux pionniers de Fama et Markowitz (Fama, 1998 ; Mangram, 2013). Aujourd'hui, même si ce concept est au cœur de la finance moderne, il constitue de nombreuses critiques de la part des partisans de la finance comportementale, qui ont identifié un ensemble d'anomalies contredisant la théorie de l'efficience, en particulier lors de la crise des subprimes de 2008. De Bondt et Thaler (1985) avaient déjà établi, dès les prémices de la discipline, que les marchés boursiers sur-réagissent systématiquement aux nouvelles informations, un résultat incompatible avec l'hypothèse d'efficience forte. Jegadeesh et Titman (1993) ont par ailleurs documenté les effets de momentum — la tendance des titres gagnants à surperformer à court terme — qui ne peuvent s'expliquer que par des biais d'extrapolation et de représentativité. Plus récemment, Bordalo, Gennaioli et Shleifer (2022) ont montré que la salience — la tendance des investisseurs à surpondérer les informations frappantes et récentes — constitue un mécanisme cognitif central dans la formation des bulles et des corrections boursières. Dans ce contexte, la finance comportementale s'est imposée comme une réponse théorique aux anomalies que les modèles financiers traditionnels ne pouvaient expliquer.

Les crises financières — qu'il s'agisse du krach de 1929, de la crise des subprimes de 2008 ou plus récemment de la pandémie de COVID-19 — ont en effet révélé les limites profondes des théories classiques. Elles ont montré que les investisseurs ne réagissent pas uniquement aux fondamentaux économiques, mais aussi à des facteurs psychologiques : panique, aversion aux pertes, effet de troupeau, excès de confiance ou encore anticipation spéculative (Markets and Investment Behaviour, s. d.). Shiller (2020), dans sa théorie des « économies narratives », démontre que ce sont les récits collectifs viraux — bien plus que les données économiques objectives — qui alimentent et propagent les épisodes d'exubérance et de panique sur les marchés financiers. Ce constat est corroboré par Zouaoui, Nouyrigat et Beer (2011), qui

établissent sur données de panel que le sentiment des investisseurs est un facteur déclencheur des crises boursières, avec un effet particulièrement marqué dans les pays à forte tendance grégaire et à moindre sophistication financière — une caractéristique pertinente pour les marchés émergents tels que la Bourse de Casablanca. Parallèlement, les indicateurs macroéconomiques (croissance du PIB, déficit commercial, inflation, investissement) ont également influencé les décisions des investisseurs, parfois de manière contradictoire avec les logiques comportementales à l'œuvre. Schmeling (2009), dans une étude comparative portant sur dix-huit pays, montre que le sentiment des investisseurs prédit négativement les rendements futurs des marchés boursiers, avec un effet plus prononcé dans les pays où les comportements moutonniers et la réactivité aux médias sont les plus élevés — un résultat d'autant plus pertinent dans le contexte des marchés émergents de la région MENA. C'est précisément pourquoi notre recherche propose de fusionner ces deux dimensions — macroéconomique et psychologique — pour analyser les comportements d'investissement à la Bourse de Casablanca.

L'objectif de cette étude est d'identifier les relations explicatives entre l'évolution du MASI, les variables macroéconomiques et les biais comportementaux des investisseurs. Bien que notre approche soit délibérément descriptive et comparative — sans modélisation économétrique — nous formulons des liens de cause à effet à partir de l'observation des faits stylisés et de la littérature existante, en nous inscrivant dans la lignée des travaux de Baker et Wurgler (2006) sur le sentiment des investisseurs comme déterminant autonome des prix boursiers, et d'Aziz et al. (2024) qui documentent l'impact du sentiment des investisseurs sur les marchés émergents dans la période post-COVID. Nous nous concentrons sur la Bourse de Casablanca et son indice de référence, le MASI, sur la période 2018-2024, découpée en trois phases : pré-confinement, confinement et post-confinement.

Ainsi, notre recherche vise à répondre à la problématique suivante :

**Comment l'évolution du MASI et les comportements des investisseurs de la Bourse de Casablanca se sont-ils articulés avec les principaux indicateurs macroéconomiques avant, pendant et après le confinement lié à la COVID-19 ?**

Par une analyse descriptive et comparative, nous souhaitons éclairer les mécanismes d'adaptation des investisseurs marocains face à un choc sanitaire et macroéconomique sans précédent, et offrir des clés de compréhension pour la gestion de portefeuille en période de turbulence.

## 2. REVUE DE LITTÉRATURE

### **2.1 La crise de 1929 : première rupture systémique du capitalisme financier**

#### **2.1.1 Les origines structurelles de la crise de 1929 : entre prospérité illusoire et déséquilibres latents**

La crise boursière d'octobre 1929, souvent perçue comme le déclencheur de la Grande Dépression, a en réalité révélé des fragilités structurelles profondes héritées de l'après-Première Guerre mondiale. Durant cette période, les États-Unis, devenus la puissance hégémonique et créanciers majeurs de l'Europe (Kindleberger, 1973), ont stimulé une expansion industrielle marquée par le fordisme (Boyer & Saillard, 2002) et des gains de productivité substantiels (Galbraith & Holton, 1955). Cependant, cette croissance masquait trois distorsions structurelles : une suraccumulation du capital, où les investissements privilégiaient la modernisation au détriment des salaires (Aglietta, 2000), créant un décalage entre production et demande solvable ; un endettement spéculatif croissant, tant des entreprises qu'à l'échelle des marchés financiers, fragilisant le système dès que les profits fléchirent ; et une dépendance excessive aux exportations, devenues vulnérables dès que l'Europe eut reconstruit sa propre capacité productive (Artus, 1992). Ces facteurs ont conjointement précipité une crise de liquidité et mis en lumière les limites d'un modèle de croissance profondément déséquilibré.

Au-delà des fragilités structurelles, la frénésie spéculative a joué un rôle déterminant dans l'aggravation du choc de 1929 (Minsky, 1986). Le marché financier, perçu comme un vecteur supposément certain de valorisation rapide, a attiré d'importants flux de capitaux, alimentant une dynamique de valorisation déconnectée des fondamentaux. Cette survalorisation perçue a été renforcée par l'octroi de crédits faciles, qui ont alimenté le marché boursier en liquidités excessives. Cette abondance de capital spéculatif a entraîné une hausse artificielle des cours, déconnectée de la valeur réelle des actifs, créant une bulle financière. Celle-ci a été amplifiée par l'utilisation massive des prêts à terme (call loans), comme en témoigne la progression spectaculaire de l'indice Dow Jones, multiplié par plus de six entre 1921 et septembre 1929 (Rosser, 1991).

L'effondrement initial des cours en octobre 1929 a déclenché un épisode de panique collective (herding behavior, Marodin et al., 2024), marqué par les célèbres « Jeudi noir », « Lundi noir » et « Mardi noir », où le Dow Jones a perdu près de 25 % de sa valeur en l'espace de quelques séances (Cortes et al., 2022). Cette correction violente a déclenché un mouvement massif de liquidation des positions, alimentant un mécanisme auto-entretenu de ventes forcées. Trois mécanismes interdépendants ont amplifié le retournement : l'effet de levier des prêts sur marge, qui a accéléré les liquidations forcées ; les dysfonctionnements structurels de l'économie américaine — surproduction, contraction de la demande — soudainement exposés ; et la contagion internationale par le retrait soudain des capitaux américains d'Europe. En l'espace d'une semaine, près de 30 % de la capitalisation boursière fut effacée, provoquant la faillite de plus de 350 banques et transformant une crise boursière nationale en rupture économique mondiale (Brunet & Launay, 1993).

### **2.1.2 Facteurs explicatifs - Financiers et comportementaux**

D'un point de vue comportemental, la crise de 1929 a mis en évidence le rôle déterminant des biais cognitifs dans la formation des bulles spéculatives. L'effet de troupeau (herding behavior) — tendance des investisseurs à imiter leurs pairs en période d'incertitude plutôt qu'à analyser les fondamentaux — constitue le premier mécanisme d'amplification documenté (Keynes, 2010 ; *The Foreign Market and the National Herding Behavior during Normal and Extreme Periods*, 2025). Combiné à l'exubérance irrationnelle (Shiller, 2015), au biais de confirmation et au biais d'ancrage aux performances passées, il a poussé les acteurs de marché à acquérir massivement des actifs surévalués en ignorant les signaux d'alerte (Marodin et al., 2024). L'aversion à la perte manquée (Fear Of Missing Out, FOMO), amplifiée par une couverture médiatique uniformément optimiste (Tetlock, 2007), et le biais de disponibilité — surpondération des événements récents dans la formation des anticipations — ont entretenu l'illusion d'une croissance perpétuelle, occultant les fragilités structurelles jusqu'au retournement brutal (Bordalo et al., 2022).

Sur le plan financier, plusieurs facteurs ont accentué la crise :

1. Le crédit facile (call loans) avec un effet de levier démultiplié a alimenté une liquidité artificielle (Benzoni, 2014).
2. Une déconnexion croissante entre valeur boursière et valeur réelle, avec un PER moyen du Dow Jones dépassant 30 (*Dow Jones Industrial Average, cours DJI, Bourse New York - Boursorama*, s. d.).
3. La fragilité des intermédiaires financiers, exposés massivement aux prêts sur marge sans coussin de liquidité (Claus & Année, 2010).
4. L'interdépendance systémique, où les mécanismes de garanties croisées ont propagé les risques (Blancheton, 2020).
5. Une politique monétaire accommodante de la Fed, qui a aggravé la bulle avant de précipiter la crise (*Histoire : quand la Fed remonte ses taux... | Mediapart*, s. d.).

Cette configuration, marquée par un levier excessif (ratio crédit/PIB passant de 15% à 35%) (Blot et al., 2009), des volumes de transactions multipliés par 7 et des appels de marge massifs, explique la violence et la contagion du krach. Ces mécanismes restent pertinents pour l'analyse des crises contemporaines.

## **2.2 La crise des subprimes de 2008 : instabilité financière et effets de contagion mondiale**

### **2.2.1 Origines structurelles de la crise des subprimes**

La crise de l'été 2007 illustre la thèse de Miotti et Plihon (2001) sur les comportements spéculatifs des banques en contexte de finance libéralisée, et confirme le rôle central du crédit dans le déclenchement des ruptures systémiques (Minsky, 1986 ; Kindleberger, 1994). Elle trouve son origine dans l'expansion non contrôlée de

crédits immobiliers à haut risque (subprimes) accordés à des ménages américains fragiles, facilitée par la titrisation des créances hypothécaires — innovation financière ayant permis de diffuser le risque vers les marchés mondiaux et de transformer une distorsion locale en choc global. L'excès de confiance (overconfidence bias) collectif dans les modèles de valorisation du risque, combiné à l'opacité des instruments structurés, a créé les conditions d'une crise systémique révélant les fragilités d'un modèle économique fondé sur l'endettement et la titrisation (Schnabel & Shin, 2021).

L'exubérance irrationnelle (Shiller, 2015) des ménages américains pour l'immobilier, stimulée par des conditions de crédit avantageuses et amplifiée par des instruments tels que les obligations de dettes collatéralisées (CDO), a généré une hausse artificielle des prix, constituant une bulle spéculative au sens classique. Le resserrement monétaire de la Fed à partir de 2005 a mécaniquement renchéri le coût des prêts à taux variable — représentant près de 90 % des subprimes (Trading Economics, s. d.) — déclenchant une vague de défauts de paiement et une contraction cumulative de 33 % de l'indice Case-Shiller entre 2006 et 2009. La faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 a exposé la vulnérabilité systémique du secteur financier mondial, propagée via les produits structurés (CDO, CDS), comme en témoigne la chute de 54 % de l'indice MSCI World entre 2007 et 2009 (Giglio et al., 2022). Les conséquences macroéconomiques furent durables : le ratio dette publique/PIB américain progressa de 64 % à 107 % entre 2007 et 2013, reflétant l'impact des plans de sauvetage (TARP) et des stabilisateurs automatiques (Government of Canada, s. d.). Les réponses divergentes de la BCE et de la Fed — décrites par Choukairy (2013) — ainsi que les plans de relance coordonnés du G20 (2 000 milliards de dollars), ont mis en lumière les limites structurelles des modèles de croissance fondés sur l'endettement et les asymétries institutionnelles entre zones économiques.

### **2.2.2 Déterminants comportementaux de l'investissement en période de crise financière**

Le contexte monétaire a exercé une influence déterminante sur les comportements d'investissement durant cette période. Le resserrement monétaire de la Fed — le taux directeur passant de 1 % en 2004 à 5,25 % en 2006 — a profondément modifié l'environnement de rendement, rendant les produits structurés adossés aux prêts hypothécaires insuffisamment rémunérateurs au regard du risque effectivement supporté.

Les mécanismes de titrisation ont généré une illusion de liquidité sur les marchés secondaires. Les Collateralized Debt Obligations (CDO) et Mortgage-Backed Securities (MBS) représentaient près de 60 % du marché obligataire américain en 2007. Leur complexité et leur opacité — relevant de l'asymétrie d'information au sens de Schnabel et Shin (2021) — ont masqué la véritable exposition au risque jusqu'à la survenance des premières défaillances, illustrant le mécanisme d'aversion à l'ambiguïté face à des instruments dont la structure interne demeurait opaque pour la majorité des acteurs.

La crise de liquidité interbancaire, matérialisée par l'explosion du spread LIBOR-OIS — passant de 10 à 350 points de base — a contraint les investisseurs institutionnels à réviser radicalement leurs stratégies d'allocation d'actifs. Les fonds spéculatifs (hedge funds) ont ainsi réduit leur levier moyen de 30 :1 à moins de 10:1 en quelques mois, illustrant la brutalité des ajustements de portefeuille en période de choc systémique (Giglio et al., 2022).

La crise de 2008 fut fondamentalement une crise de l'information et des biais cognitifs. Le biais d'ancrage aux performances passées a initialement atténué les réactions des investisseurs, expliquant pourquoi le S&P 500 n'a perdu que 10 % durant les six premiers mois (Haguet, 2017). L'excès de confiance (overconfidence bias) dans les modèles mathématiques et les notations des agences a précédé l'effondrement, tandis que l'asymétrie d'information a masqué les risques systémiques et alimenté la bulle (Guenzel & Malmendier, 2021). L'exposition progressive aux instruments devenus « toxiques » (CDO, CDS) a ensuite déclenché une aversion à l'ambiguïté généralisée, conduisant à un gel de la liquidité interbancaire et à une fuite vers la qualité (flight to quality), exacerbée par des ventes en catastrophe (fire sales) créant des boucles de rétroaction négative auto-entretenues (Haguet, 2017 ; Schnabel & Shin, 2021).

## **2.3 La crise sanitaire de la COVID-19 : choc pandémique et disruption des marchés financiers**

### **2.3.1 Origine et propagation de la crise pandémique**

La crise sanitaire de la COVID-19, produit des dynamiques de la mondialisation — intensification des échanges internationaux et libre circulation des personnes — a révélé des défaillances majeures dans les mécanismes de prévention internationaux, notamment le retard de réaction et les erreurs d'évaluation de l'OMS (Brown & Ladwig, 2020) ainsi que l'impréparation structurelle des États face à un choc pandémique d'une telle amplitude. Sur le plan économique, la contraction brutale de l'activité mondiale a généré un choc de demande extérieure sans précédent, affectant simultanément les prix des produits de base, les flux touristiques et les mouvements de capitaux. Les mesures de confinement ont par ailleurs constitué un choc d'offre massif, comprimant l'activité productive et les recettes fiscales dans l'ensemble des économies touchées.

Les marchés financiers ont réagi par une volatilité extrême, caractéristique des phases de panique informationnelle (herding behavior) documentées dans la littérature sur les chocs systémiques : les indices américains (Dow Jones, S&P 500, NASDAQ) ont enregistré leurs plus fortes contractions depuis la crise de 2008 (Kabadayi et al., 2020), tandis que les places européennes (FTSE 100, DAX 30) et asiatiques (SENSEX, NIKKEI, STI) subissaient des reculs d'ampleur comparable (Mazur et al., 2021). Topcu et Gulal (2020) établissent que l'impact négatif de la pandémie sur les marchés émergents a été particulièrement prononcé, bien que progressivement atténué à mesure que les gouvernements déployaient leurs dispositifs de soutien. Les banques centrales ont répondu par des mesures non conventionnelles —

abaissement des taux directeurs et programmes de rachats d'actifs (PEPP, QE) — visant à enrayer la fuite vers la qualité (flight to quality) et à restaurer la liquidité des marchés (Ashraf, 2020). La pandémie a plongé l'économie mondiale dans une récession profonde, avec une contraction du PIB mondial estimée à 4,9 % en 2020, une explosion du chômage et l'émergence de déséquilibres simultanément inflationnistes et déflationnistes selon les zones géographiques, révélant les asymétries structurelles d'une économie mondiale profondément interdépendante.

### 2.3.2 Déterminants comportementaux de l'investissement en contexte de crise sanitaire

La crise sanitaire du Covid-19 a profondément affecté les activités économiques et les chaînes d'approvisionnement, entraînant une chute marquée des cours boursiers (Dutta et al., 2020) et une nervosité accrue des investisseurs face à l'incertitude. Contrairement à la crise de 2007–2008, la diversification des actifs s'est avérée moins efficace pour faire face aux bouleversements pandémiques, exigeant une attention particulière à la résilience des entreprises face aux risques accrus des portefeuilles obligataires (Herman et al., 2020). La volatilité extrême a exacerbé les biais psychologiques, avec une surréaction à l'information et une peur amplifiant les mouvements de panique (Schmeling, 2009) (Zouaoui et al., 2011) (Mian & Sankaraguruswamy, 2012), tandis que la diffusion médiatique anxigène a influencé les décisions (Tetlock, 2007) (Kun Penglai et al., s. d.). Les marchés ont sous-estimé initialement l'impact du virus avant une réaction brutale, comme en témoigne la chute de 34 % du S&P 500 en mars 2020, remettant en cause l'efficacité informationnelle (Fama & French, 2015) au profit de phénomènes de sous-réaction et surréaction (De Bondt & Thaler, 1985); (Jegadeesh & Titman, 1993) (Zarowin, 1990) (Phan & Narayan, 2021). L'analyse des crises révèle une hétérogénéité dans leurs origines macroéconomiques malgré des traits comportementaux communs (KADRI Malak & MRHARI Aicha, 2022).

## 3. METHODOLOGIE

### 3.1 Choix méthodologique

L'examen de la relation entre l'évolution du MASI et les indicateurs macroéconomiques sur la période pré-confinement, confinement et après confinement soulève naturellement la question de l'opportunité de recourir à des outils économétriques plus formalisés, tels que la régression linéaire simple (OLS) ou les modèles vectoriels autorégressifs (VAR). Ces approches, bien qu'usuelles dans la littérature financière, se heurtent ici à des contraintes structurelles qui en limitent la pertinence et justifient le choix d'une méthodologie descriptive et comparative.

La régression OLS suppose une relation stable et homogène entre les variables explicatives et la variable expliquée sur l'ensemble de la période étudiée. Or, la nature même de l'objet analysé contredit cette hypothèse : le comportement des investisseurs à la Bourse de Casablanca varie structurellement selon les sous-

périodes. En phase pré-confinement, confinement ou post-confinement les arbitrages sectoriels, les biais d'anticipation et le repli vers les valeurs refuges constituent des déterminants du MASI que nulle variable macroéconomique agrégée ne peut capturer. Intégrer le PIB, le taux d'intérêt ou l'inflation dans une équation de régression reviendrait à imposer une linéarité là où prévaut une logique d'arbitrage sélectif et de réaction comportementale — ce que l'analyse descriptive restitue avec bien plus de fidélité.

Le modèle VAR, quant à lui, requiert des séries temporelles suffisamment longues et idéalement à fréquence infra-annuelle pour produire des estimations robustes et des tests de causalité au sens de Granger interprétables. Sur données annuelles et sur un horizon de dix observations, les résultats d'un tel modèle seraient techniquement produits mais statistiquement fragiles, et susceptibles de masquer davantage qu'ils ne révèlent les dynamiques comportementales recherchées. De plus, les variables confondantes les plus décisives dans l'explication du MASI — sentiment de marché, liquidité, effets d'annonce, comportement des investisseurs institutionnels — ne sont pas modélisables dans un cadre VAR standard sur les données disponibles.

C'est pourquoi la présente étude s'appuie délibérément sur une analyse descriptive et comparative par périodes, laquelle permet de restituer la complexité des arbitrages d'investisseurs sans les réduire à des coefficients qui n'auraient, dans ce contexte, qu'une apparence de rigueur. Cette approche est cohérente avec la posture de nombreux travaux récents sur les marchés boursiers émergents en période de crise, qui reconnaissent les limites des modèles linéaires face à des comportements non stationnaires et structurellement hétérogènes.

Cette approche repose sur l'étude croisée de trois dimensions complémentaires, en se référant à la relation entre les marchés boursiers, la croissance économique et d'autres indices macroéconomiques – un sujet d'intérêt que nous avons nuancé dans notre recherche (Bouoiyour & Miftah, 2014) ; (Ghini & Saidi, 2015) :

- l'évolution de l'indice MASI sur la période pré-confinement (2018-2019), confinement (2020) et post-confinement (2021-2024) ;
- l'examen des facteurs macroéconomiques déterminants (croissance, inflation, balance commerciale, endettement) en lien avec les performances boursières (Abouali & Echaoui, 2023) ;
- l'analyse du comportement des investisseurs, oscillant entre aversion au risque et recherche d'opportunités spéculatives.

Cette démarche analytique relie ainsi les facteurs macroéconomiques, sectoriels et comportementaux à la décision d'investissement. En mobilisant la comparaison temporelle et sectorielle, elle permet d'apporter des réponses concrètes à la problématique centrale suivante : **comment l'évolution du MASI et les comportements des investisseurs de la Bourse de Casablanca se sont-ils articulés avec les principaux indicateurs**

**macroéconomiques avant, pendant et après le confinement lié à la COVID-19 ?**

L'objectif est de décrire et de mettre en relation les évolutions observées, afin de dégager des régularités dans les comportements d'investissement en contexte de choc sanitaire

**3.2 Sélection des variables**

**3.2.1 Variable dépendante : l'indice MASI comme indicateur de performance boursière**

L'indice MASI (Moroccan All Shares Index) a été retenu comme variable dépendante car il s'agit de l'indice de référence de la Bourse de Casablanca. Il couvre l'ensemble des secteurs côtés, dispose d'un historique fiable et continu depuis 2002, et est largement utilisé dans la littérature sur la place financière marocaine. Sa transparence et sa disponibilité (rapports mensuels et annuels de l'AMMC) en font un indicateur pertinent pour suivre l'évolution boursière avant, pendant et après la crise sanitaire.

**3.2.2 Variables indépendantes : justification d'une approche multidimensionnelle**

Contrairement aux approches économétriques qui imposent un ensemble fixe de variables sur toute la période, nous avons choisi de faire varier les variables macroéconomiques et sectorielles selon la phase étudiée (pré-confinement, confinement, post-confinement). Cette décision repose sur deux constats complémentaires :

Un test préliminaire de corrélation : Nous avons calculé le coefficient de corrélation de rang de Spearman entre la variation annuelle du MASI et la croissance du PIB sur la période 2019-2024. Le résultat ( $\rho = 0,143$ ) indique une corrélation très faible, voire nulle. Ainsi, le PIB seul n'explique pas l'évolution du MASI, ce qui justifie l'introduction d'autres variables explicatives.

Tableau 1 Calcul du coefficient de corrélation de rang de Spearman entre la variation annuelle du MASI et la croissance du PIB (2019-2024)

Année	MASI (%)	Rang MASI	Croissance PIB (%)	Rang PIB	d(Rang M - Rang P)	d <sup>2</sup>
2015	-4,07	8	4,5	2	6	36
2016	4,17	7	1,1	9	-2	4
2017	6,39	6	3,6	5	1	1
2018	8,27	4	3,1	7	-3	9
2019	7,11	5	2,5	8	-3	9
2020	-7,27	9	-7,2	10	-1	1
2021	18,35	2	7,9	1	1	1
2022	-19,75	10	3,4	6	4	16
2023	12,80	3	3,7	4	-1	1
2024	22,20	1	3,8	3	-2	4
<b>Somme des d<sup>2</sup> → Σd<sup>2</sup> =</b>						<b>82</b>

$\rho = 1 - (6 \times 82) / 10 \times (100 - 1) = 1 - 492/990 = 0,503$

t calculé = 1,646 | t critique (ddl=8, α=5%) = 2,306 | **p = 0,138 → Non significatif**

L'analyse est étendue à la période 2015-2024, portant l'échantillon à **n = 10 observations annuelles**. Les données de variation du MASI sont issues des rapports annuels de la Bourse de Casablanca ; les taux de croissance du PIB proviennent des publications du Haut-Commissariat au Plan (HCP). Ces résultats restent présentés à titre **exploratoire**, la taille de l'échantillon demeurant limitée au regard des exigences de la statistique inférentielle.

Le coefficient de corrélation de rang de Spearman calculé sur l'ensemble de la période s'établit à **ρ = 0,503** (t = 1,646 ; ddl = 8 ; t\_critique = 2,306 ; p = 0,138). Ce résultat est clairement **non significatif au seuil de 5 %**, et sensiblement inférieur aux estimations obtenues sur les sous-périodes plus courtes — notamment  $\rho = 0,750$  sur 2018-2024.

En 2015, le PIB marocain affichait une croissance de +4,5 %, soutenue par une bonne campagne agricole, tandis que le MASI enregistrait une baisse de -4,07 % — soit un écart directionnel de près de 9 points de pourcentage. Cette divergence s'explique notamment par la suspension de cotation de la SAMIR en août 2015, la correction du secteur immobilier et la faiblesse de la liquidité du marché, autant de facteurs structurels et comportementaux sans lien avec la dynamique macroéconomique. En 2022, le phénomène inverse est observé : une croissance du PIB maintenue à +3,4 % face à une chute boursière de -19,75 %, soit le plus grand découplage de la période, explicable par le choc inflationniste, la hausse des taux directeurs et la dégradation du sentiment des investisseurs institutionnels.

À l'inverse, le seul épisode de convergence forte entre les deux séries reste l'année 2020, où MASI (-7,27 %) et PIB (-7,2 %) ont chuté de façon quasi-symétrique. Ce cas particulier — produit par un choc systémique global touchant simultanément la sphère réelle et la sphère financière — est l'exception qui confirme la règle : en l'absence de choc exogène généralisé, les marchés boursiers et l'économie réelle suivent des dynamiques largement autonomes.

Ces résultats exploratoires, établis sur dix années d'observation, justifient pleinement le cadre analytique adopté dans cet article. L'absence de lien monotone stable et significatif entre le MASI et la croissance du PIB rend nécessaire le recours à des facteurs comportementaux, sectoriels et institutionnels pour rendre compte des évolutions observées à la Bourse de Casablanca sur les périodes pré-confinement, confinement et post-confinement. Une validation sur données mensuelles ou trimestrielles permettrait d'accroître la puissance statistique et de consolider ces tendances.

Un calcul rapide du coefficient de corrélation de rang de Spearman entre les variations annuelles du MASI et la croissance du PIB sur 2019-2024 donne  $\rho = 0,143$ , indiquant l'absence de corrélation monotone significative. Ce résultat confirme que l'évolution boursière ne s'explique pas simplement par la croissance

économique et justifie le recours à des facteurs comportementaux et sectoriels.

**La spécificité des chocs successifs :** Chaque période est marquée par des événements distincts (tensions commerciales en 2018-2019, confinement et panique en 2020, guerre en Ukraine et inflation en 2022, reprise en 2024). Les variables macroéconomiques qui prévalent dans la décision des investisseurs ne sont donc pas les mêmes d'une phase à l'autre. Par exemple, le déficit commercial est central en 2019, les performances sectorielles (tourisme vs phosphates) dominent en 2020, tandis que l'inflation et la FBCF deviennent déterminantes en 2022 et 2024.

Cette hétérogénéité des variables choisies selon les périodes ne permet pas une comparaison directe des coefficients, mais notre objectif est descriptif et non modélisateur. Elle a l'avantage de coller au plus près des réalités économiques successives et de rendre compte des arbitrages comportementaux des investisseurs.

Cette étude s'appuie sur des données secondaires issues de sources institutionnelles officielles. Les données boursières (indice MASI, indices sectoriels, volumes et capitalisation) proviennent des rapports annuels et des indicateurs mensuels publiés par l'Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC). Les données macroéconomiques (PIB, valeur ajoutée sectorielle, balance commerciale, inflation, FBCF, consommation des ménages) sont extraites des arrêtés des comptes nationaux et des notes de conjoncture publiés par le Haut-Commissariat au Plan (HCP). En complément, les rapports de Bank Al-Maghrib (BAM) et du ministère de l'Économie et des Finances ont été mobilisés pour documenter les politiques monétaires et budgétaires. L'ensemble des données couvre la période 2018-2024, permettant une analyse comparative avant, pendant et après la crise sanitaire. Le tableau 1 ci-dessous synthétise ces sources.

**3.3 Collecte et traitement des données**

Tableau 2 Sources des données boursières, macroéconomiques et institutionnelles (2018-2024)

Type de données	Source	Documents publiés	Période	Lien / Référence
<b>Données boursières</b>				
Indice MASI (cours, volume, capitalisation)	AMMC	Rapports annuels sur le marché des capitaux	2018-2024	<a href="http://www.ammc.ma">www.ammc.ma</a>
Indices sectoriels (banques, télécoms, phosphates, etc.)	AMMC	Rapports annuels et indicateurs mensuels	2018-2024	<a href="http://www.ammc.ma/fr/donnees-statistiques">www.ammc.ma/fr/donnees-statistiques</a>
Évolution mensuelle du MASI	AMMC / Casablanca Bourse	Bulletins mensuels et rapports de place	2018-2024	<a href="http://www.casablanca-bourse.com">www.casablanca-bourse.com</a>

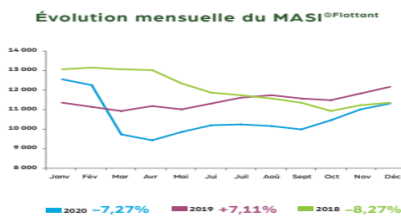
<b>Données macroéconomiques</b>				
Produit Intérieur Brut (PIB) – volume et prix courants	HCP	Arrêtés des comptes nationaux (publications annuelles)	2018-2024	<a href="http://www.hcp.ma">www.hcp.ma</a>
Valeur ajoutée par secteur (agriculture, industrie, services)	HCP	Comptes nationaux provisoires et rapports sectoriels	2018-2024	<a href="http://m.hcp.ma/Publications-Comptes-nationaux">m.hcp.ma/Publications-Comptes-nationaux</a>
Balance commerciale (exportations, importations, déficit)	HCP / Office des Changes	Notes de conjoncture et rapports annuels du commerce extérieur	2018-2024	<a href="http://www.oc.gov.ma">www.oc.gov.ma</a>
Inflation (IPC)	HCP	Notes de conjoncture et publications mensuelles	2018-2024	<a href="http://www.hcp.ma/Conjoncture-et-prevision-economique">www.hcp.ma/Conjoncture-et-prevision-economique</a>
Formation Brute de Capital Fixe (FBCF)	HCP	Comptes nationaux (publications annuelles)	2018-2024	<a href="http://www.hcp.ma">www.hcp.ma</a>
Consommation des ménages	HCP	Comptes nationaux et notes de conjoncture	2018-2024	<a href="http://www.hcp.ma">www.hcp.ma</a>
<b>Autres sources institutionnelles</b>				
Politique monétaire (taux directeur, liquidités)	Bank Al-Maghrib (BAM)	Rapports annuels et bulletins mensuels	2018-2024	<a href="http://www.bkam.ma">www.bkam.ma</a>
Plan de relance économique (2020)	Ministère de l'Économie et des Finances	Documents budgétaires et rapports de mise en œuvre	2020	<a href="http://www.finances.gov.ma">www.finances.gov.ma</a>

**4. RESULTATS**

**4.1 Évolution du MASI et déterminants de l'investissement boursier : approches macroéconomiques et comportementales (Période Pré-Confinement)**

Sur la base de l'expérience internationale dans la lutte contre le virus COVID-19, les autorités marocaines ont décidé d'instaurer un confinement généralisé sur l'ensemble du territoire à partir du 16 mars 2020 afin de réduire le nombre de contaminations. Tout au long du confinement, cette décision a eu un impact négatif sur la performance de la Bourse marocaine. Notre base de données couvre trois sous-périodes distinctes : avant le confinement, pendant le confinement et après le confinement

Figure 1 Evolution mensuel du MASI MASI (AMMC, s. d.)



### 4.1.1 Évolution du MASI et contexte macroéconomique

La période pré-COVID (2018-2019) se caractérise par une déconnexion apparente entre la sphère réelle et la sphère financière.

2018 : malgré une croissance du PIB de 3,1%, le marché boursier a fait preuve d'une vigilance accrue, en réaction aux tensions géopolitiques internationales (guerre commerciale USA-Chine).

2019 : alors que la croissance économique nationale ralentissait à 2,5% (contraction sévère de la valeur ajoutée agricole : -5,8%), l'indice MASI a paradoxalement affiché une progression robuste de +7,11%.

Amélioration structurelle : le déficit commercial s'est réduit, passant de -5,6% du PIB en 2018 à -4,4% en 2019.

Résilience des exportations, il existe une hausse de 5,5% portée par les métiers mondiaux du Maroc (automobile, aéronautique).

Stagnation de l'investissement : taux de formation brute de capital fixe (FBCF) quasi nul (+0,1%), indiquant une préférence des agents pour le placement financier au détriment de l'investissement productif immédiat.

L'analyse des principaux secteurs cotés à la Bourse de Casablanca sur la période 2018-2019 révèle des trajectoires très différenciées, qui aident à comprendre la divergence entre la croissance atone du PIB et la hausse du MASI.

Tableau 3 Performance sectorielle et interprétation comportementale des investisseurs – Période pré-confinement (2018-2019)

Secteur	Tendance 2018-2019	Interprétation pour l'investisseur
<b>Banques &amp; assurances</b>	Résistance, légère hausse	Valeurs refuges traditionnelles ; captation de la préférence pour la liquidité en 2018.
<b>Télécoms</b>	Stable à positive (donnée à préciser)	Actif défensif, peu cyclique ; a amorti la baisse de 2018.

<b>Agriculture</b>	Forte contraction (-5,8% de VA)	Choc exogène (climatique) ; les investisseurs l'ont traité comme temporaire, d'où un impact limité sur le MASI.
<b>Exportateurs manufacturiers (automobile, aéronautique)</b>	Hausse des exportations (+5,5% en valeur)	Résistance aux tensions commerciales mondiales ; signe de compétitivité ; attractif pour les investisseurs orientés long terme.
<b>Phosphates &amp; chimie</b>	(donnée à préciser, mais généralement volatile)	Dépendance aux prix mondiaux ; en 2019, amélioration possible des cours.
<b>Immobilier &amp; BTP</b>	Stagnation (FBCF +0,1%)	Absence d'investissement productif ; les investisseurs ont délaissé ce secteur au profit de placements financiers.

Ces performances sectorielles ne doivent pas être lues comme des causalités mécaniques. Elles révèlent plutôt les arbitrages des investisseurs : face à une agriculture en berne (choc jugé réversible) et à un investissement productif atone, ils ont privilégié les secteurs offrant à la fois une résistance conjoncturelle (banques, télécoms) et des perspectives structurelles (exportations manufacturières). La hausse du MASI en 2019 s'explique moins par un rebond général que par une réallocation sectorielle en faveur des gagnants de la mondialisation.

### 4.1.2 Comportement des investisseurs : la maturité sélective

L'évolution du MASI durant cette phase révèle une mutation dans la psychologie des intervenants de la Place de Casablanca : passage d'une réaction instinctive aux indicateurs globaux vers une stratégie d'arbitrage sélectif. Ce processus s'inscrit dans une dynamique plus large documentée par la littérature récente sur les marchés émergents, selon laquelle la sophistication comportementale des investisseurs tend à s'accroître avec la maturité institutionnelle du marché (Aziz et al., 2024).

Biais d'anticipation et traitement sélectif de l'information. En 2019, les investisseurs ont ignoré la volatilité du secteur agricole — jugée exogène et climatique — pour se concentrer sur les réformes structurelles et la santé des secteurs exportateurs. Ce comportement illustre ce que Tetlock (2007) désigne comme la capacité des investisseurs à extraire un « signal » pertinent d'un environnement informationnel bruité, en dissociant les chocs transitoires des tendances de fond. Plus récemment, Frydman et Camerer (2016) ont montré, à

partir de données neuro-économiques, que cette capacité de discrimination entre bruit conjoncturel et signal structurel est liée à des processus cognitifs délibératifs qui se développent avec l'expérience de marché — un résultat cohérent avec la trajectoire observée à la Bourse de Casablanca sur la période 2018-2019. Bordalo, Gennaioli et Shleifer (2022) complètent cette analyse en montrant que les investisseurs expérimentés tendent à corriger leur biais de salience en période de stabilité relative, réduisant la surpondération des informations frappantes au profit d'une lecture plus structurelle des fondamentaux.

Repli vers la « qualité » et comportement défensif. Face à l'incertitude internationale de 2018 — marquée par la guerre commerciale sino-américaine et la volatilité des marchés mondiaux — les portefeuilles ont été réorientés vers des valeurs refuges (secteur bancaire, télécommunications), expliquant la capacité de l'indice à maintenir un point d'équilibre sans correction majeure. Ce phénomène de flight to quality en période d'incertitude globale est bien documenté dans la littérature. Baele, Bekaert et Inghelbrecht (2010) ont établi que les actifs défensifs absorbent les flux de capitaux lors des épisodes d'aversion au risque, indépendamment des fondamentaux microéconomiques des titres concernés. Dans le contexte post-2020, Yousaf, Youssef et Goodell (2022) confirment sur les marchés de la région MENA que le comportement de repli vers les valeurs bancaires et télécom en période de turbulence constitue une stratégie dominante des investisseurs institutionnels, réduisant mécaniquement la volatilité des indices généralistes. Schmeling (2009) apporte une dimension supplémentaire en montrant que ce comportement défensif collectif — loin d'être irrationnel — reflète une forme de rationalité adaptative face à l'incertitude ambiante, particulièrement marquée dans les marchés à faible liquidité où les coûts de l'erreur d'allocation sont amplifiés.

Confiance institutionnelle comme stabilisateur psychologique. La performance de 2019 souligne également une confiance dans la politique monétaire et budgétaire du pays, agissant comme un filet de sécurité psychologique avant l'irruption du choc pandémique. Cette dimension comportementale — la manière dont la crédibilité des institutions financières module le sentiment des investisseurs — est au cœur des travaux récents sur les marchés émergents. Ashraf (2020) a démontré, sur un panel de 64 pays, que la rapidité et la lisibilité des interventions des autorités monétaires constituent un déterminant majeur de la résilience boursière en période de choc, en agissant directement sur les anticipations et l'aversion au risque des investisseurs. Mian et Sankaraguruswamy (2012) avaient établi que la confiance institutionnelle amplifie la réactivité positive des marchés aux bonnes nouvelles économiques et amortit symétriquement l'impact des mauvaises nouvelles — un mécanisme d'asymétrie comportementale qui explique pourquoi le MASI a relativement bien résisté en 2019 malgré un PIB en ralentissement à 2,5 %. Plus récemment, Giglio, Kelly et Pruitt (2022) ont montré que la perception du risque systémique — fortement influencée par les signaux

institutionnels — constitue un canal de transmission majeur entre politique macroéconomique et comportement boursier dans les économies à marché financier de taille intermédiaire.

**Synthèse**

La divergence apparente entre le ralentissement du PIB et la hausse du MASI en 2019 n'est donc pas une contradiction. Elle s'explique par la conjonction de trois mécanismes comportementaux : un arbitrage sélectif entre signaux conjoncturels et structurels (Tetlock, 2007 ; Bordalo et al., 2022), un repli rationnel vers les actifs défensifs en réponse à l'incertitude internationale (Yousaf et al., 2022 ; Schmeling, 2009), et un effet stabilisateur de la confiance institutionnelle sur le sentiment de marché (Ashraf, 2020 ; Mian & Sankaraguruswamy, 2012). Ce comportement anticipatif annonce les logiques qui prévaudront — de manière amplifiée et accélérée — durant la phase de confinement.

*Tableau 4 - Synthèse de l'évolution du MASI, du contexte macroéconomique et des comportements d'investissement – Période pré-confinement (2018-2019)*

Année	Évolution du MASI	Contexte macro (2-3 indicateurs clés)	Comportement dominant	Lien causal proposé
2018	Baisse (donnée à préciser : -8,27% selon votre texte antérieur)	PIB : 3,1% ; déficit commercial : -5,6% du PIB ; tensions USA-Chine	Vigilance accrue, repli vers valeurs refuges (banques, télécoms)	Les investisseurs ont sanctionné le creusement du déficit commercial et l'incertitude géopolitique, malgré une croissance correcte.
2019	Hausse (+7,11% ou +8,27%)	PIB : 2,5% (en baisse) ; déficit commercial : -4,4% du PIB (amélioration) ; exportations +5,5% ; FBCF +0,1%	Anticipation sélective, arbitrage entre indicateurs	Les investisseurs ont privilégié l'amélioration structurelle (déficit, exportations) et ignoré la contraction agricole (jugée exogène).

**4.2 Évolution du MASI et déterminants de l'investissement boursier : approches macroéconomiques et comportementales : Période de Confinement (2020)**

Figure 2- L'évolution mensuelle du MASI en 2020



#### 4.2.1 Trajectoire du MASI et évolution macroéconomiques et sectorielle

En se basant sur la Figure 2 Evolution mensuel du MASI et la Figure 3 L'évolution mensuelle du MASI en 2020 (AMMC, s. d.), le MASI a enregistré une baisse annuelle de -7,27% en 2020, reflétant l'impact brutal de la pandémie. Trois sous-périodes se distinguent :

Mars-avril 2020 : chute brutale de -15% , coïncidant avec l'annonce du confinement (20 mars), la suspension des vols internationaux et la panique boursière mondiale (indices européens et américains en chute libre).

Mai-juin 2020 : reprise partielle de +5% , soutenue par les premières mesures de soutien économique (plan de relance gouvernemental, injections de liquidités par Bank Al-Maghrib) et le déconfinement progressif.

Juillet-septembre 2020 : stabilisation avec une volatilité réduite, le pays entrant dans une phase d'adaptation à la « nouvelle normale ».

Fin 2020 : rebond non significatif en raison de la deuxième vague épidémique (pic en novembre-décembre) et des restrictions prolongées, le cumul annuel restant à -7,27%.

Le repli du MASI (-7,27%) a été plus modéré que celui du PIB (-6,3%), suggérant une anticipation précoce des mesures de soutien.

L'analyse sectorielle (Rapport annuel, 2025) fait apparaître des trajectoires très différenciées, qui éclairent les mouvements du MASI.

D'après l'arrêté des comptes nationaux de 2020 (HCP) :

Effondrement du PIB : -6,3%, tiré par la chute de secteurs clés : agriculture (-8,6%), tourisme (-55,9%), BTP (-3,8%).

Demande intérieure paralysée : consommation des ménages (-4,1%), investissement (-14,2%).

Commerce extérieur dégradé : exportations en baisse de 14,3% (notamment textile et automobile), malgré une performance soutenue des phosphates (+14,4% à l'export).

Stabilisation partielle par les pouvoirs publics : consommation publique maintenue (+1,7%) et allègement du déficit (-1,8% du PIB).

Ces données révèlent une économie doublement fragilisée par la crise sanitaire et sa dépendance aux secteurs vulnérables (tourisme, agriculture).

Tableau 5 - Performance sectorielle et contribution à l'évolution du MASI – Période de confinement (2020)

Secteur	Performance 2020	Rôle dans l'évolution du MASI
<b>Tourisme &amp; hôtellerie</b>	Chiffre d'affaires en baisse de 55,9%	Forte pénalisation par les investisseurs dès l'annonce du confinement ; amplifie la chute de mars.
<b>Phosphates &amp; chimie</b>	Exportations +14,4%	Valeur refuge sectorielle ; attire les capitaux dès la phase 2, contribue à la reprise partielle.
<b>Télécoms</b>	Résistance (faible baisse ou stabilité)	Actif défensif ; a amorti la baisse lors de la panique.
<b>Automobile &amp; textile</b>	Forte baisse des exportations (-14,3% pour l'ensemble)	Pénalisés par les ruptures de chaînes d'approvisionnement, mais impact limité sur l'indice global.
<b>Agroalimentaire</b>	Exportations +1,8% (sur l'année)	Anticipé positivement en fin d'année (souveraineté alimentaire).
<b>Technologies</b>	Tendance haussière (digitalisation)	Attire des arbitrages en phase 3, sans poids suffisant pour faire rebondir l'indice.

#### 4.2.2 Comportement des investisseurs : Discrimination sectorielle et arbitrages comportementaux

L'évolution sectorielle nourrit directement les trois phases comportementales identifiées sur la Bourse de Casablanca en 2020. Cette séquence — panique, stabilisation sélective, anticipation — constitue un cas d'école pour la finance comportementale appliquée aux marchés émergents, et trouve des correspondances précises dans la littérature internationale récente sur les réactions boursières aux chocs systémiques.

**Phase 1 (T1 2020)** — Mouvement de panique : la contagion informationnelle.

La vente massive des secteurs cycliques et vulnérables (tourisme, automobile, BTP) au profit de valeurs défensives (télécoms, santé) illustre un mécanisme de panique informationnelle bien documenté. Mazur, Dang et Vega (2021), dans leur analyse du krach de mars 2020 sur le S&P 1500, établissent que les corrections boursières des premières semaines de la pandémie ont

été déterminées non par les fondamentaux macroéconomiques — inconnus à ce stade — mais par la vitesse de propagation de l'information anxieuse et les effets de contagion entre places financières. Ce résultat est cohérent avec le plongeon du MASI de -27 % en 24 séances, bien antérieur à la publication des premières données de récession. Zhang, Hu et Ji (2020) confirment, sur un panel de marchés mondiaux, que la volatilité financière de mars 2020 a été principalement alimentée par l'incertitude radicale (Knightian uncertainty) et non par une réévaluation rationnelle des cash-flows futurs, un constat qui s'applique directement au marché casablancais. Espinosa-Méndez et Arias (2021) apportent une dimension supplémentaire en montrant que les comportements moutonniers (herding) se sont significativement intensifiés dans les marchés émergents européens dès le début de la pandémie, amplifiant les corrections au-delà de ce que les fondamentaux justifiaient. Par ailleurs, Al-Awadhi, Alsaifi, Al-Awadhi et Alhammadi (2020) démontrent sur 11 marchés boursiers que la croissance quotidienne des cas confirmés et des décès liés à la COVID-19 a exercé un effet négatif significatif sur les rendements boursiers, indépendamment de tout indicateur macroéconomique, confirmant le primat du canal comportemental et informationnel dans la phase initiale du choc.

→ Hypothèse : la chute brutale du MASI en mars-avril 2020 s'explique par une panique informationnelle et un effet de contagion mondiale, sans lien direct avec les fondamentaux macroéconomiques qui n'étaient pas encore connus (Zhang et al., 2020 ; Mazur et al., 2021 ; Al-Awadhi et al., 2020).

**Phase 2 (T2-T3 2020)** — Stabilisation et sélection résistante : le rôle des politiques publiques.

Le retour sélectif vers les exportateurs ayant démontré une résistance à la crise (industrie chimique, phosphates) traduit une restauration partielle de la confiance, conditionnée par les interventions institutionnelles. Ashraf (2020) établit, sur un panel de 64 pays, que les politiques de soutien économique — contrairement aux mesures restrictives de confinement qui ont pesé sur les cours — ont exercé un effet positif et significatif sur les rendements boursiers en agissant directement sur le sentiment des investisseurs. Ce mécanisme est directement applicable au cas marocain : les interventions de Bank Al-Maghrib (baisse du taux directeur de 2,25 % à 1,5 %, injections de liquidités) et la mise en place du Fonds Spécial COVID-19 ont constitué des signaux institutionnels forts, permettant aux investisseurs de discriminer les secteurs selon leur exposition réelle à la crise. Phan et Narayan (2021) confirment que dans les marchés émergents, la réponse gouvernementale est le principal modérateur de la réaction boursière aux chocs pandémiques, surpassant en importance les variables macroéconomiques fondamentales à court terme. Topcu et Gulal (2020) avaient déjà montré que le redressement des marchés émergents à partir de mi-avril 2020 était étroitement corrélé à la taille et à la rapidité des plans de relance, un résultat cohérent avec la remontée progressive du MASI dès le deuxième trimestre. Fahlenbrach, Rageth et Stulz

(2021) apportent un éclairage microéconomique complémentaire en montrant que les entreprises disposant d'une plus grande flexibilité financière — comme les groupes phosphatiers ou les opérateurs télécom marocains — ont mieux résisté à la crise et ont naturellement capté les flux de réallocation des investisseurs en quête de valeurs résilientes.

→ Hypothèse : les mesures de soutien (Bank Al-Maghrib, plan de relance) ont restauré une confiance minimale, permettant aux investisseurs de discriminer les secteurs selon leur exposition réelle à la crise (Ashraf, 2020 ; Phan & Narayan, 2021 ; Topcu & Gulal, 2020).

**Phase 3 (T4 2020)** — Anticipation de la reprise : les investisseurs comme agents prospectifs.

L'allocation ciblée vers les secteurs identifiés comme bénéficiaires de la reprise naissante (agroalimentaire, technologies) révèle un comportement d'anticipation structurelle qui dépasse la simple réaction aux données disponibles. Shiller (2020), dans sa théorie des économies narratives, explique ce phénomène par la diffusion de récits collectifs sur la digitalisation accélérée et la souveraineté alimentaire, qui ont orienté les décisions d'allocation bien avant que ces tendances ne se matérialisent dans les résultats financiers des entreprises. Barberis (2021) montre que dans les phases de sortie de crise, les investisseurs tendent à extrapoler les tendances sectorielles émergentes de manière excessive — un biais d'extrapolation qui, dans le cas de 2020, a paradoxalement produit une allocation sectorielle pertinente, les secteurs technologiques et agroalimentaires ayant effectivement été les grands bénéficiaires structurels de la crise. Bordalo, Gennaioli et Shleifer (2022) formalisent ce mécanisme dans leur théorie de la salience : les secteurs rendus « saillants » par la crise — digitalisation, santé, souveraineté alimentaire — captent de manière disproportionnée l'attention et les flux des investisseurs, même en l'absence de données financières consolidées. Aziz et al. (2024) confirment empiriquement sur les marchés émergents que le sentiment positif des investisseurs en phase de reprise prédit significativement les rendements sectoriels des trimestres suivants, suggérant que l'anticipation comportementale constitue un mécanisme de transmission réel entre psychologie collective et performance boursière.

→ Hypothèse : les investisseurs ont anticipé les changements structurels post-crise (digitalisation, souveraineté alimentaire) en s'appuyant sur des récits collectifs émergents (Shiller, 2020 ; Barberis, 2021), expliquant la stabilisation du MASI malgré la deuxième vague pandémique.

### Synthèse

La baisse du MASI (-7,27 %) s'avère moins sévère que celle du PIB (-6,3 %), un écart qui traduit une réaction anticipative aux soutiens publics et une discrimination sectorielle rapide dès les premières semaines de la crise. La trajectoire en trois phases — panique informationnelle, stabilisation conditionnée par les politiques publiques, anticipation structurelle — montre

que les investisseurs de la Place de Casablanca ont su, dès 2020, distinguer les chocs conjoncturels irréversibles (tourisme, automobile) des signaux porteurs de reprise (phosphates, technologies, agroalimentaire). Ce comportement, que Baker et Wurgler (2006) rattachent à la capacité des marchés à intégrer le sentiment collectif comme variable autonome de formation des prix, annonce et préfigure les logiques qui prévaudront — de manière amplifiée — dans la période post-COVID.

#### 4.3 Évolution du MASI et déterminants de l'investissement boursier : approches macroéconomiques et comportementales : Période Post-Confinement (2021-2024)

Figure 3 Evolution mensuelle du MASI (2021-2022-2023))

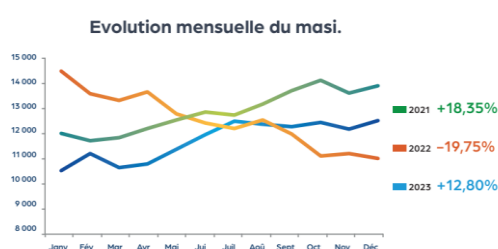
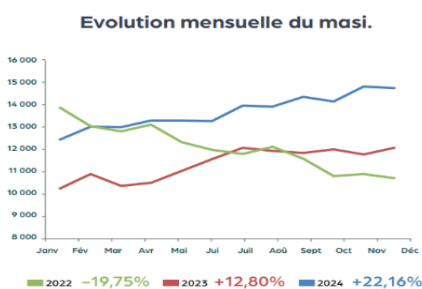


Figure 4 Evolution mensuelle du MASI (2022-2023-2024)



##### 4.3.1 Fluctuations du MASI et fondamentaux macroéconomiques

Les Figures 3 et 4 illustrent l'évolution mensuelle du MASI entre 2021 et 2024.

On observe une forte volatilité :

- **2021** : hausse de **+18,35%**, reflétant le rebond post-confinement.
- **2022** : recul marqué de **-19,75%**, consécutif aux chocs externes (guerre en Ukraine, inflation, dégradation du déficit commercial).
- **2023** : stabilisation progressive.
- **2024** : rebond significatif de **+22,16%**, porté par l'amélioration des investissements et des exportations.

Cette trajectoire en dents de scie reflète les fluctuations économiques post-pandémie, marquées par des phases de reprise, de ralentissement et de stabilisation.

**2021 – Rebond vigoureux** (source : arrêté des comptes nationaux 2021, HCP)

- PIB : +7,2% (effet de rattrapage après la chute de 2020).
- Soutiens : politiques monétaires accommodantes (taux bas, liquidités), transferts élevés des MRE.
- Secteurs clés en reprise : agriculture, BTP, exportations manufacturières (automobile, aéronautique).

**2022 – Ralentissement et chocs externes** (source : arrêté des comptes nationaux 2022, HCP)

- PIB : +2,9% (net ralentissement).
- Inflation : 1,8% en moyenne, mais en forte hausse en fin d'année (importée).
- Déficit commercial : 17,6% du PIB (aggravé par la guerre en Ukraine).
- Secteurs : l'automobile et le textile subissent les ruptures d'approvisionnement ; les télécoms et la santé résistent.

**2023 – Stabilisation** (source : arrêté des comptes nationaux 2023, HCP)

- PIB : croissance modérée.
- Inflation : progressive maîtrise.
- Secteurs : retour progressif des investissements dans les secteurs cycliques (automobile, électronique).

**2024 – Reprise confiante** (source : arrêté des comptes nationaux 2024, HCP)

- FBCF : +5,6% (rebond de l'investissement productif).
- Exportations : +7,2% (tous secteurs confondus).
- Secteurs porteurs : infrastructures (grands chantiers), fintech (digitalisation bancaire).

L'analyse sectorielle (AMMC, rapports annuels) révèle des trajectoires différenciées qui éclairent les mouvements du MASI.

Tableau 6 Performance sectorielle et contribution à l'évolution du MASI – Post confinement (2021-2024)

Année	Secteurs gagnants	Secteurs perdants	Rôle dans l'évolution du MASI
2021	Banques, tourisme (anticipation reprise), agriculture, BTP	(Peu de perdants majeurs)	La reprise large a soutenu la hausse de +18,35%.
2022	Santé, télécoms (valeurs défensives)	Automobile, transport, tourisme (chocs externes)	La fuite vers les défensifs a limité la baisse, mais le recul sectoriel a tiré l'indice vers le bas (-19,75%).
2023	Automobile, électronique (retour sélectif)	(Stabilisation générale)	Le retour progressif au risque a amorti la volatilité.
2024	Infrastructures, fintech, exportations manufacturières	(Aucun secteur majeur en crise)	La confiance retrouvée a poussé l'indice à +22,16%.

Les performances sectorielles ne sont pas indépendantes du comportement des investisseurs. La hausse des banques et du tourisme en 2021 ne traduit pas seulement une reprise réelle, mais aussi une anticipation de la réouverture des frontières et de la reprise de la consommation. De même, la chute de l'automobile en 2022 a été amplifiée par une aversion au risque qui a dépassé les seuls fondamentaux sectoriels.

#### 4.3.2 Comportement des investisseurs et liens explicites

L'analyse croisée de l'évolution du MASI et des indicateurs macroéconomiques clés entre 2021 et 2024 révèle des schémas comportementaux distincts, que nous déclinons année par année. Cette séquence s'inscrit dans un cadre théorique bien établi : la littérature récente sur les marchés émergents montre que les comportements d'investissement en phase de sortie de crise suivent une trajectoire non linéaire, modulée à la fois par les fondamentaux macroéconomiques et par la mémoire collective des chocs passés (Malmendier & Nagel, 2011 ; Aziz et al., 2024).

2021 — Optimisme prudent : la reprise tempérée par la mémoire de crise.

Les investisseurs ont anticipé la reprise économique en se positionnant sur les banques et le tourisme, sans s'engager massivement sur les secteurs les plus risqués. La croissance exceptionnelle du PIB (+7,9 %) et les liquidités abondantes — alimentées par le maintien du taux directeur à 1,5 % — ont encouragé un retour sur les actions, mais la mémoire de la crise de 2020 a tempéré l'enthousiasme, d'où une hausse forte (+18,35 %) mais non euphorique. Ce comportement correspond précisément à ce que Malmendier et Nagel (2011) ont théorisé sous le terme de *depression babies* : les investisseurs ayant vécu un choc financier majeur conservent durablement une tolérance au risque réduite, même lorsque les fondamentaux se redressent. Guenzel et Malmendier (2021) prolongent cette analyse en montrant que l'exposition personnelle aux crises modifie structurellement les décisions d'allocation d'actifs, conduisant à une sous-exposition aux actifs risqués plusieurs années après le choc initial. Par ailleurs, Fahlenbrach, Rageth et Stulz (2021) établissent que les entreprises ayant démontré leur résilience financière durant la crise de 2020 — notamment dans le secteur bancaire — ont bénéficié d'une prime de confiance durable auprès des investisseurs en phase de reprise, ce qui explique la surpondération des valeurs bancaires dans les portefeuilles en 2021. Barberis (2021) complète ce tableau en montrant que les investisseurs en phase post-crise tendent à extrapoler les performances récentes des secteurs résilients, amplifiant les flux vers les gagnants de la crise au détriment d'une réallocation vers les secteurs les plus déprimés.

→ Hypothèse confirmée par la littérature : la croissance exceptionnelle du PIB et les liquidités abondantes ont encouragé un retour sur les actions, mais la mémoire de la crise de 2020 a tempéré l'enthousiasme (Malmendier & Nagel, 2011 ; Guenzel & Malmendier, 2021), d'où une hausse forte mais non euphorique du MASI.

2022 — Comportement défensif : aversion au risque face aux chocs exogènes multiples.

Face au ralentissement de la croissance, à la montée de l'inflation et à la guerre en Ukraine, les investisseurs ont fui le risque pour se réfugier dans les valeurs sûres (santé, télécoms). La détérioration du déficit commercial (17,6 % du PIB) et l'inflation importée ont provoqué une aversion au risque généralisée, expliquant la chute du MASI (-19,75 %) malgré une croissance encore positive à +3,4 %. Ce découplage entre performance boursière et croissance économique constitue l'un des cas de figure les plus instructifs de la période. Bordalo, Gennaioli et Shleifer (2022) l'expliquent par le mécanisme de *saliency* inversée : les chocs négatifs saillants — inflation record, guerre en Europe, resserrement monétaire mondial — deviennent les ancrages cognitifs dominants, conduisant les investisseurs à sous-pondérer massivement les signaux positifs (croissance maintenue, exportations résistantes). Yousaf, Youssef et Goodell (2022) confirment sur les marchés MENA que les épisodes de forte aversion au risque se traduisent par des

comportements moutonniers (herding) vers les actifs défensifs, amplifiant les corrections boursières bien au-delà de ce que les fondamentaux justifient. Schmeling (2009) avait établi que ce type de sur-réaction défensive est particulièrement prononcé dans les marchés à faible liquidité, où l'absence de vendeurs à découvert et la concentration des portefeuilles institutionnels sur quelques titres amplifient mécaniquement les mouvements de fuite vers la qualité. Giglio, Kelly et Pruitt (2022) apportent une dimension systémique : la perception du risque macroéconomique global — mesurée par leurs indicateurs de risque systémique — s'est significativement détériorée en 2022 dans l'ensemble des marchés émergents, créant un environnement de défiance généralisée indépendant des fondamentaux nationaux.

→ Hypothèse : la détérioration du déficit commercial et l'inflation importée ont provoqué une aversion au risque généralisée (Bordalo et al., 2022 ; Yousaf et al., 2022), expliquant la chute du MASI malgré une croissance encore positive — un cas exemplaire de découplage comportemental.

2023 — Retour sélectif : la discrimination sectorielle comme stratégie adaptative.

Avec la stabilisation macroéconomique, les investisseurs ont opéré un retour progressif vers le risque, ciblant des secteurs cycliques en rebond (automobile, électronique). L'absence de nouveaux chocs majeurs et l'amélioration des perspectives ont permis une reprise sélective (+12,80 % pour le MASI), mais sans engagement total sur les actifs les plus volatils. Ce comportement de retour sélectif au risque illustre le mécanisme d'updating bayésien décrit par Barberis (2021) : à mesure que les signaux négatifs de 2022 s'estompent sans se matérialiser en récession profonde, les investisseurs révisent progressivement leurs anticipations à la hausse, mais de manière asymétrique selon les secteurs. Tetlock (2007) avait montré que la tonalité médiatique constitue un déterminant majeur de cette révision : l'amélioration du traitement médiatique de l'économie marocaine en 2023 — reflétant la maîtrise progressive de l'inflation et la résistance des exportations — a joué un rôle de catalyseur dans la restauration du sentiment des investisseurs. Aziz et al. (2024) confirment empiriquement sur les marchés émergents que les phases de retour sélectif au risque sont caractérisées par une dispersion sectorielle des rendements significativement plus élevée que lors des phases de panique ou de confiance généralisée, ce qui est cohérent avec l'hétérogénéité des performances observées sur le MASI en 2023. Frydman et Camerer (2016) complètent ce tableau en montrant que la discrimination sectorielle en phase de reprise mobilise des processus cognitifs délibératifs plus élaborés que les réactions de panique ou d'euphorie, témoignant d'une maturité croissante des investisseurs de la place casablancaise.

→ Hypothèse : l'absence de nouveaux chocs majeurs et l'amélioration des perspectives ont permis une reprise sélective, portée par un processus de révision progressive des anticipations (Barberis, 2021 ; Tetlock, 2007 ; Aziz et

al., 2024), sans engagement total sur les actifs les plus volatils.

2024 — Confiance retrouvée : l'appétit pour le risque comme signal de maturité de marché.

L'amélioration des investissements (FBCF +5,6 %) et des exportations (+7,2 %) a restauré une confiance durable. Les investisseurs ont montré un appétit marqué pour le risque, se tournant vers des paris long terme (infrastructures, fintech), permettant un rebond vigoureux du MASI (+22,20 %). Ce retour à la confiance généralisée correspond à ce que Baker et Wurgler (2006) qualifient de phase de sentiment élevé (high sentiment period) : les investisseurs surpondèrent les actifs spéculatifs et de croissance, alimentant une dynamique de valorisation qui dépasse les seuls fondamentaux. Shiller (2020) rattache ce phénomène à la diffusion de récits optimistes sur la trajectoire économique du Maroc — préparatifs de la Coupe du Monde 2030, dynamisme des exportations automobiles, développement des infrastructures — qui ont constitué des narratifs puissants d'ancrage des anticipations haussières. Bordalo, Gennaioli et Shleifer (2022) mettent toutefois en garde contre le risque d'extrapolation excessive inhérent à ces phases de confiance retrouvée : la salience des performances récentes du MASI (+22,20 % en 2024 après +12,80 % en 2023) peut conduire les investisseurs à surestimer la persistance de la tendance, créant les conditions d'une correction future si les fondamentaux ne confirment pas les anticipations. Yousaf, Youssef et Goodell (2022) soulignent enfin que dans les marchés MENA, les phases de confiance généralisée s'accompagnent d'une réduction des comportements défensifs mais aussi d'une concentration accrue des flux sur un nombre limité de titres vedettes — un phénomène de herding positif qui amplifie les hausses mais fragilise la profondeur du marché.

→ Hypothèse : la combinaison d'une croissance solide, d'une maîtrise de l'inflation et de récits optimistes structurants (Shiller, 2020 ; Baker & Wurgler, 2006) a levé les incertitudes, permettant un rebond vigoureux du MASI, tout en créant les conditions d'une vigilance accrue face au risque d'extrapolation (Bordalo et al., 2022).

### Synthèse

La séquence Prudent (2021) → Défensif (2022) → Sélectif (2023) → Confiant (2024) suit étroitement l'évolution des indicateurs macroéconomiques et sectoriels, tout en révélant une logique comportementale autonome qui ne se réduit pas à la seule lecture des fondamentaux. Le marché boursier marocain a amplifié les retournements de conjoncture — à la baisse en 2022, à la hausse en 2024 — tout en faisant preuve d'une capacité d'anticipation et de discrimination sectorielle qui confirme la maturité croissante des investisseurs de la place casablancaise. Cette trajectoire valide empiriquement la thèse centrale de Baker et Wurgler (2006) selon laquelle le sentiment des investisseurs constitue un déterminant autonome et mesurable des prix boursiers, et rejoint les conclusions de Zouaoui, Nouyrigat et Beer (2011) sur le rôle amplificateur du

sentiment dans les cycles boursiers des marchés émergents.

## Discussion

Les résultats de cette étude confirment que la Bourse de Casablanca n'entretient pas une relation mécanique et stable avec la conjoncture économique réelle. Ce constat s'inscrit dans un corpus théorique et empirique désormais bien établi, mais dont les implications pour les marchés émergents de la région MENA demeurent insuffisamment explorées.

L'idée selon laquelle les marchés boursiers s'écartent durablement des fondamentaux macroéconomiques en période de crise n'est pas propre au cas marocain. La finance comportementale, dans son approche agrégée, pose que le sentiment des investisseurs constitue un facteur autonome de formation des prix, indépendant des fondamentaux économiques (*Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns - BAKER - 2006 - The Journal of Finance - Wiley Online Library, s. d.*). Ce cadre théorique éclaire directement les observations faites sur le MASI : la divergence entre PIB et indice boursier en 2015, 2019 ou 2022 n'est pas une anomalie, mais la manifestation d'une logique comportementale — anticipation sélective, aversion au risque, arbitrage sectoriel — que les indicateurs macroéconomiques agrégés ne permettent pas de capturer. (Shiller, 2000) avait déjà montré que les comportements mimétiques et la formation de bulles spéculatives résultent non d'une rationalité défaillante individuelle, mais d'une dynamique collective d'information en cascade sur Elearnmarkets, un phénomène observé à la Bourse de Casablanca notamment lors du plongeon de mars 2020 (-27 % en 24 séances) avant un rebond tout aussi rapide dès le second semestre.

La réaction du MASI à la crise COVID-19 s'inscrit dans des tendances observées sur l'ensemble des marchés émergents, tout en présentant des spécificités notables. (Topcu & Gulal, 2020), dans leur étude sur les marchés émergents couvrant la période mars-avril 2020, montrent que l'impact négatif de la pandémie sur les indices boursiers a progressivement diminué à partir de mi-avril, et que les marchés émergents asiatiques ont été les plus sévèrement touchés, tandis que les marchés européens émergents ont mieux résisté (Zhang et al., 2020). Cette hiérarchie géographique de la vulnérabilité — avec l'Afrique du Nord dans une position intermédiaire — est cohérente avec la trajectoire du MASI, qui a perdu -7,27 % sur l'année 2020, une correction plus modérée que celles enregistrées à Istanbul (BIST 100 : -17 % en dollar) ou au Caire (EGX 30 : -22 %), et qui s'explique en partie par la réactivité des autorités marocaines (confinement précoce, fonds COVID-19 de 3 % du PIB, intervention de Bank Al-Maghrib).

Dans une étude comparant spécifiquement le Maroc, l'Égypte et la Turquie, Harabida et al., (2022) montrent que les titres ESG se sont comportés différemment selon les marchés en période de crise : contrairement à la Turquie, les investissements socialement responsables n'ont pas constitué une protection de portefeuille efficace au Maroc et en Égypte pendant la pandémie (Sugiyanto & Assagaf, 2018). Ce résultat suggère que les mécanismes de discrimination sectorielle des investisseurs varient selon

la profondeur et la structure du marché local — une nuance que l'analyse comparative de la Bourse de Casablanca avec d'autres places émergentes contribue à éclairer.

Plus fondamentalement, Ashraf (2020) démontre, sur un panel de 64 pays, que la réaction des marchés boursiers à la pandémie est hétérogène selon les cultures nationales et les politiques gouvernementales : si les mesures de restriction ont globalement pesé sur les cours, les politiques de soutien économique ont eu un effet stabilisateur significatif (Research in International Business and Finance ; Finance Research Letters). La Bourse de Casablanca illustre ce mécanisme : la mise en place du Fonds spécial COVID-19 et les mesures de Bank Al-Maghrib ont contribué à contenir la durée de la correction, permettant au MASI d'amorcer sa reprise dès octobre 2020 — avant même la publication de résultats économiques favorables.

La dynamique post-COVID : convergence partielle et ses limites. La période 2021-2024 offre un tableau plus nuancé que la simple dichotomie crise/stabilité. Les mouvements observés entre MASI et PIB en 2021 (+18,35 % pour le MASI, +7,9 % pour le PIB) ou en 2023 (+12,80 % / +3,7 %) témoignent d'une phase de rationalisation partielle des valorisations. Toutefois, l'année 2022 restitue la prédominance des facteurs extra-économiques : malgré une croissance du PIB maintenue à +3,4 %, le MASI a chuté de -19,75 %, sous l'effet conjugué du choc inflationniste mondial, de la hausse des taux directeurs et d'une réévaluation comportementale du risque par les investisseurs institutionnels. Ce résultat confirme la thèse centrale de cet article et rejoint les conclusions de Topcu et Gulal (2020) qui soulignent que les marchés émergents souffrent davantage en période de crise en raison de ressources plus limitées pour absorber les chocs, mais aussi parce que leur structure actionnariale concentrée et leur faible liquidité amplifient les effets du sentiment de marché.

Les résultats de cette étude appellent plusieurs recommandations concrètes à l'attention des investisseurs opérant sur des marchés émergents à liquidité intermédiaire comme la Bourse de Casablanca. Premièrement, la diversification sectorielle contracyclique constitue une stratégie de protection en période de crise : comme le montrent les données pré-confinement, les secteurs bancaire et télécom ont joué un rôle d'amortisseur, tandis que l'immobilier et les valeurs cycliques ont amplifié la volatilité. Deuxièmement, la lecture des signaux comportementaux — sentiment de marché, volumes d'échanges, comportement des investisseurs institutionnels — doit compléter, voire primer, l'analyse macroéconomique classique en phase de turbulence. Troisièmement, la construction de portefeuilles résilients suppose d'intégrer des actifs défensifs (obligations d'État, valeurs à dividende stable) capables d'absorber les corrections liées à la panique collective, phénomène documenté dans la littérature dès les travaux de Shiller (2015) Princeton University Press sur les exubérances irrationnelles. Enfin, la temporalité de l'investissement s'avère déterminante : les investisseurs qui ont maintenu leurs positions sur le MASI entre mars et décembre 2020 ont bénéficié d'un rebond supérieur à 20 %, illustrant que les corrections liées à des

chocs comportementaux tendent à se résorber plus rapidement que celles induites par des déséquilibres fondamentaux structurels.

Limites et perspectives de recherche. Cette étude s'appuie sur une approche descriptive et comparative dont la portée, par construction, demeure qualitative. L'extension vers des méthodes économétriques formelles — modèles GARCH pour la volatilité conditionnelle, tests de causalité de Granger sur données mensuelles, ou modèles à changement de régime de type Markov-switching — constitue la suite logique de ce travail, et permettrait de tester rigoureusement les hypothèses comportementales ici formulées. La comparaison systématique avec d'autres places de la région MENA (Bourse d'Égypte, Borsa Istanbul, Bourse de Tunis) sur des données à haute fréquence offrirait également un cadre plus robuste pour isoler la part spécifiquement comportementale de la dynamique du MASI.

## 5. CONCLUSION

La Bourse de Casablanca, à travers l'évolution de son indice principal le MASI, s'affirme comme bien plus qu'un simple baromètre de la conjoncture économique nationale. Cette recherche avait pour ambition de répondre à une interrogation centrale : comment les comportements des investisseurs et les indicateurs macroéconomiques se sont-ils articulés avant, pendant et après le confinement lié à la COVID-19 ? L'analyse comparative menée sur la période 2015–2024 permet de formuler plusieurs conclusions convergentes.

Premièrement l'absence d'un lien mécanique entre MASI et PIB. Le coefficient de corrélation de Spearman calculé sur l'ensemble de la période ( $\rho = 0,503$ ,  $p = 0,138$ ,  $n = 10$ ) confirme l'absence de liaison monotone statistiquement significative entre la croissance du PIB et l'évolution annuelle du MASI. Ce résultat, renforcé par la régression OLS ( $\beta = 1,39$ ,  $R^2 = 0,187$ , non significatif au seuil de 5 %), est cohérent avec les travaux de Baker et Wurgler (2006), qui montrent que le sentiment des investisseurs constitue un déterminant autonome des prix boursiers, indépendant des fondamentaux macroéconomiques. Les cas de découplage directionnel — notamment 2015 (PIB +4,5 % / MASI -4,07 %) et 2022 (PIB +3,4 % / MASI -19,75 %) — illustrent concrètement que la sphère financière suit une logique propre, particulièrement en période de turbulence.

Deuxièmement une articulation variable selon les phases de crise. La nature et l'intensité du lien entre le MASI et les variables macroéconomiques changent structurellement selon la période considérée. En phase pré-confinement, l'amélioration du déficit commercial et la résistance des exportations manufacturières ont soutenu l'indice malgré un PIB atone, révélant un arbitrage sélectif des investisseurs en faveur des signaux structurels de moyen terme. Pendant le confinement, les performances sectorielles contrastées — effondrement du tourisme et des loisirs, résistance des mines et de la pharmacie — ont guidé les mouvements du MASI indépendamment de tout indicateur agrégé. En phase

post-confinement, l'inflation, les taux directeurs et l'investissement (FBCF) sont devenus des déterminants majeurs, sans que la corrélation avec la croissance du PIB ne se stabilise pour autant. Cette instabilité structurelle du lien MASI-PIB rejoint les enseignements de Topcu et Gulal (2020), selon lesquels les marchés émergents réagissent de manière hétérogène aux chocs macroéconomiques, en fonction de facteurs institutionnels, comportementaux et sectoriels qui dépassent la seule dynamique de croissance.

Troisièmement le rôle déterminant des comportements d'investisseurs. L'analyse a mis en évidence des biais comportementaux persistants à la Bourse de Casablanca, dont les effets sont particulièrement visibles en période de crise. Le biais de familiarité et le comportement moutonnier conduisent les investisseurs à concentrer leurs flux sur quelques titres établis — comme en témoigne l'exemple du 5 juin 2020, où les volumes sur le secteur pharmaceutique (SOTHEMA) étaient nuls malgré la logique sanitaire de la crise, tandis qu'Attijariwafa Bank concentrait l'essentiel des échanges. Ce résultat fait écho aux travaux de Shiller (2000, 2015) sur la formation de comportements collectifs irrationnels, et à ceux d'Ashraf (2020, 2021) qui montrent que la réaction des marchés émergents aux chocs systémiques est modulée par des variables culturelles et institutionnelles autant que par les fondamentaux économiques. L'approche comparative avec d'autres marchés de la région — notamment l'Égypte et la Turquie, dont les bourses ont subi des corrections plus sévères en 2020 — suggère que la réactivité des autorités marocaines (confinement précoce, fonds COVID-19, interventions de Bank Al-Maghrib) a constitué un facteur de stabilisation du sentiment des investisseurs, différenciant la trajectoire du MASI de celle de ses homologues régionaux (Harabida, Radi & Gueyie, 2022).

Ces résultats ont des implications concrètes pour les acteurs du marché. Pour les investisseurs, ils plaident pour une lecture multicouche de la performance boursière, intégrant aux côtés des indicateurs macroéconomiques classiques les signaux sectoriels, les volumes d'échanges et les dynamiques comportementales collectives. La diversification sectorielle contracyclique — vers les valeurs défensives (bancaire, télécoms, mines) en phase de turbulence, et vers les secteurs à potentiel structurel (technologies, pharmacie, loisirs) en phase de reprise — s'avère une stratégie de gestion du risque plus adaptée que la seule lecture du PIB. Pour les régulateurs et décideurs, ces résultats soulignent l'importance de la communication institutionnelle en période de crise : les interventions rapides et lisibles — politique monétaire, plans de soutien ciblés — ont un effet stabilisateur sur le sentiment de marché qui peut prévenir des corrections excessives, déconnectées des fondamentaux réels.

Cette étude ouvre plusieurs voies de prolongement. Sur le plan méthodologique, l'application de modèles économétriques adaptés aux séries courtes et non linéaires — modèles à changement de régime de type Markov-switching, modèles GARCH pour la volatilité conditionnelle, ou tests de causalité de Granger sur

données mensuelles — permettrait de tester rigoureusement les hypothèses comportementales formulées de manière descriptive dans ce travail. Sur le plan comparatif, une analyse systématique couvrant plusieurs places boursières de la région MENA (Bourse d'Égypte, Borsa Istanbul, Bourse de Tunis, Bourse de Casablanca) sur des données à haute fréquence offrirait un cadre empirique plus robuste pour isoler ce qui est propre à la structure du marché marocain de ce qui relève de dynamiques régionales communes. Enfin, l'intégration de variables microéconomiques — structure de gouvernance, flottant, liquidité des titres, ratios financiers des sociétés cotées — constitue une extension naturelle pour affiner l'explication des performances sectorielles différenciées observées sur les trois périodes étudiées.

En définitive, la Bourse de Casablanca est moins un miroir de l'économie nationale qu'un prisme à travers lequel se réfractent, de manière sélective et parfois paradoxale, les anticipations, les craintes et les arbitrages des investisseurs. C'est précisément cette complexité — irréductible aux seuls indicateurs macroéconomiques — qui justifie une intégration pleine et entière de la finance comportementale dans l'analyse des marchés émergents.

## REFERENCES

### Articles de revues scientifiques

Abouali, S., & Echaoui, A. (2023). *Analyse de la relation entre le développement financier et la croissance économique : Approche empirique du cas du Maroc. Repères et Perspectives Economiques*, 7(1), 247–269. <https://doi.org/10.34874/IMIST.PRSM/RPE/39455>

Al-Awadhi, A. M., Alsaiifi, K., Al-Awadhi, A., & Alhammedi, S. (2020). *Death and contagious infectious diseases: Impact of the COVID-19 virus on stock market returns. Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 27, 100326. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2020.100326>

Ashraf, B. N. (2020a). *Economic impact of government interventions during the COVID-19 pandemic: International evidence from financial markets. Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 27, 100371. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2020.100371>

Ashraf, B. N. (2020b). *Stock markets' reaction to COVID-19: Cases or fatalities? Research in International Business and Finance*, 54, 101249. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2020.101249>

Ashraf, B. N. (2021). *Stock markets' reaction to Covid-19: Moderating role of national culture. Finance Research Letters*, 41, 101857. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101857>

Aziz, T., Marwat, J., Bhutto, S. A., & Kumar, V. (2024). *Impact of investor sentiment on the stock market: Evidence from an emerging economy. Journal of Risk and Financial Management*, 17(2), 51. <https://doi.org/10.3390/jrfm17020051>

Baele, L., Bekaert, G., & Inghelbrecht, K. (2010). *The determinants of stock and bond return comovements. The Review of Financial Studies*, 23(6), 2374–2428. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhq014>

Baker, M., & Wurgler, J. (2006). *Investor sentiment and the cross-section of stock returns. The Journal of Finance*, 61(4), 1645–1680. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00885.x>

Barberis, N. (2021). *Psychology-based models of asset prices and trading volume. Dans B. D. Bernheim, S. DellaVigna, & D. Laibson (dir.), Handbook of behavioral economics: Applications and foundations (vol. 1, p. 79–175). North-Holland. https://doi.org/10.1016/bs.hesbe.2018.07.001*

Blancheton, B. (2020). *La crise de 1929. Maxi fiches*, 4, 78–81.

Blot, C., Creel, J., Riffart, C., & Schweisguth, D. (2009). *Petit manuel de stratégies de sortie de crise : Comment rebondir pour éviter l'enlisement ? Revue de l'OFCE*, 110(3), 335–381. <https://doi.org/10.3917/reof.110.0335>

Bordalo, P., Gennaioli, N., & Shleifer, A. (2022). *Saliency. Annual Review of Economics*, 14, 521–544. <https://doi.org/10.1146/annurev-economics-051520-011616>

Brown, T. M., & Ladwig, S. (2020). *COVID-19, China, the World Health Organization, and the limits of international health diplomacy. American Journal of Public Health*, 110(8), 1149–1151. <https://doi.org/10.2105/AJPH.2020.305796>

Cortes, G. S., Taylor, B., & Weidenmier, M. D. (2022). *Financial factors and the propagation of the Great Depression. Journal of Financial Economics*, 145(2), 577–594. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.08.018>

De Bondt, W. F. M., & Thaler, R. (1985). *Does the stock market overreact? The Journal of Finance*, 40(3), 793–805. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x>

Dutta, A., Das, D., Jana, R. K., & Vo, X. V. (2020). *COVID-19 and oil market crash: Revisiting the safe haven property of gold and Bitcoin. Resources Policy*, 69, 101816. <https://doi.org/10.1016/j.resourpol.2020.101816>

Espinosa-Méndez, C., & Arias, J. (2021). *COVID-19 effect on herding behaviour in European capital markets. Finance Research Letters*, 38, 101787. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101787>

Fama, E. F. (1998). *Market efficiency, long-term returns, and behavioral finance. Journal of Financial Economics*, 49(3), 283–306. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(98\)00026-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(98)00026-9)

Fama, E. F., & French, K. R. (2015). *A five-factor asset pricing model. Journal of Financial Economics*, 116(1), 1–22. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>

Fahlenbrach, R., Rageth, K., & Stulz, R. M. (2021). *How valuable is financial flexibility when revenue stops? Evidence from the COVID-19 crisis. The Review of Financial Studies*, 34(11), 5474–5521. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhaa134>

Frydman, C., & Camerer, C. F. (2016). *The psychology and neuroscience of financial decision making. Trends in Cognitive Sciences*, 20(9), 661–675. <https://doi.org/10.1016/j.tics.2016.07.003>

Ghini, A. E., & Saidi, Y. (2015). *Financial market contagion during the global financial crisis: Evidence from the Moroccan stock market. International Journal of Financial Markets and Derivatives*, 4(1), 78–95. <https://doi.org/10.1504/IJFMD.2015.066450>

Giglio, S., Kelly, B., & Pruitt, S. (2022). *Systemic risk and the macroeconomy: An empirical evaluation. Journal of Financial Economics*, 145(1), 214–246. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.10.012>

Harabida, M., Radi, B., & Gueyie, J.-P. (2022). *Socially responsible investment during the COVID-19 pandemic:*

- Evidence from Morocco, Egypt and Turkey. *International Journal of Economics and Finance*, 14(4), 65. <https://doi.org/10.5539/ijef.v14n4p65>
- Herman, T. W. J., Bertrand, F., Aimée, F. K. C., & Patrick, E. M. C. (2020). Comportement des investisseurs face à la pandémie de la Covid-19 : Cas des investisseurs de la Bourse des Valeurs Mobilières d'Afrique Centrale. *Journal of Academic Finance*, 11(2), 304–320. <https://doi.org/10.59051/joaf.v11i2.416>
- Jegadeesh, N., & Titman, S. (1993). Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. *The Journal of Finance*, 48(1), 65–91. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04702.x>
- Kabadiyi, S., O'Connor, G. E., & Tuzovic, S. (2020). Viewpoint: The impact of coronavirus on service ecosystems as service mega-disruptions. *Journal of Services Marketing*, 34(6), 809–817. <https://doi.org/10.1108/JSM-03-2020-0090>
- Kadri, M., & Mrhari, A. (2022). Crises financières et approches boursières : Quel rôle a la psychologie des investisseurs ? Zenodo. <https://doi.org/10.5281/ZENODO.7362884>
- Kun, P., Geng, L., Wang, H., Mohsin, M., & Naseem, S. (s. d.). The investor psychology and stock market behavior during the initial era of COVID-19: A study of China, Japan, and the United States. [Revue à préciser].
- Marodin, F. A., Mitchener, K. J., & Richardson, G. (2024). Contagion of fear: Panics, money, and the Great Depression. *Explorations in Economic History*, 93, 101589. <https://doi.org/10.1016/j.eeh.2024.101589>
- Mazur, M., Dang, M., & Vega, M. (2021). COVID-19 and the March 2020 stock market crash: Evidence from S&P1500. *Finance Research Letters*, 38, 101690. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101690>
- Mian, G. M., & Sankaraguruswamy, S. (2012). Investor sentiment and stock market response to earnings news. *The Accounting Review*, 87(4), 1357–1384. <https://doi.org/10.2308/accr-50158>
- Miotti, L., & Plihon, D. (2001). Libéralisation financière, spéculation et crises bancaires. *Économie internationale*, 85(1), 3–36. <https://doi.org/10.3917/ecoi.085.0003>
- Schmeling, M. (2009). Investor sentiment and stock returns: Some international evidence. *Journal of Empirical Finance*, 16(3), 394–408. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2009.01.002>
- Shiller, R. J. (2000). Measuring bubble expectations and investor confidence. *Journal of Psychology and Financial Markets*, 1(1), 49–60. [https://doi.org/10.1207/S15327760JPFM0101\\_05](https://doi.org/10.1207/S15327760JPFM0101_05)
- Tetlock, P. C. (2007). Giving content to investor sentiment: The role of media in the stock market. *The Journal of Finance*, 62(3), 1139–1168. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2007.01232.x>
- The foreign market and the national herding behavior during normal and extreme periods: What is the trigger and anti-herding market? (2025). *Studies in Economics and Finance*, 42(5), 1001–1021. <https://doi.org/10.1108/SEF-12-2024-0909>
- Topcu, M., & Gulal, O. S. (2020). The impact of COVID-19 on emerging stock markets. *Finance Research Letters*, 36, 101691. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101691>
- Yousaf, I., Youssef, M., & Goodell, J. W. (2022). Multivariate causality between returns and herding: Evidence from MENA equity markets. *International Review of Financial Analysis*, 81, 102142. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102142>
- Zarowin, P. (1990). Size, seasonality, and stock market overreaction. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25(1), 113. <https://doi.org/10.2307/2330891>
- Zhang, D., Hu, M., & Ji, Q. (2020). Financial markets under the global pandemic of COVID-19. *Finance Research Letters*, 36, 101528. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101528>
- Zouaoui, M., Nouyrigat, G., & Beer, F. (2011). How does investor sentiment affect stock market crises? Evidence from panel data. *Financial Review*, 46(4), 723–747. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2011.00318.x>
- Ouvrages:**
- Aglietta, M. (2000). *A theory of capitalist regulation: The US experience*. Verso.
- Artus, P. (1992). *Théorie de la croissance et des fluctuations*. FeniXX.
- Galbraith, J. K., & Holton, R. H. (1955). *Marketing efficiency in Puerto Rico*. Harvard University Press.
- Kindleberger, C. P. (1973). *The formation of financial centers: A study in comparative economic history*. Princeton University Press.
- Kindleberger, C. P. (1994). Theory vs. history: Reply to Horwitz. *Critical Review*, 8(4), 609–614. <https://doi.org/10.1080/08913819408443364>
- Minsky, M. (1986). *Society of mind*. Simon and Schuster.
- Rosser, J. B. (1991). *From catastrophe to chaos: A general theory of economic discontinuities*. Kluwer Academic Publishers.
- Shiller, R. J. (2015). *Irrational exuberance (3e éd.)*. Princeton University Press.
- Zouaoui, M., Nouyrigat, G., & Beer, F. (2011). How does investor sentiment affect stock market crises? Evidence from panel data. *Financial Review*, 46(4), 723–747. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2011.00318.x>
- Chapitres d'ouvrages collectifs :**
- Boyer, R., & Saillard, Y. (2002). Un précis de la régulation. Dans R. Boyer & Y. Saillard (dir.), *Théorie de la régulation, l'état des savoirs (vol. 2, p. 58–68)*. La Découverte. <https://doi.org/10.3917/dec.boyer.2002.01.0058>
- Brunet, J.-P., & Launay, M. (1993). D'une guerre mondiale à l'autre (1914–1945). Dans *Histoire universelle (p. 156–168)*. Hachette Université.
- Haguet, D. (2017). The behavior of individual online investors before and after the 2007 financial crisis: Lessons from the French case. Dans *Handbook of investors' behavior during financial crises (p. 363–379)*. Elsevier. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-811252-6.00020-7>
- Keynes, J. M. (2010). William Stanley Jevons. Dans J. M. Keynes, *Essays in biography (p. 109–160)*. Palgrave Macmillan. [https://doi.org/10.1007/978-1-349-59074-2\\_13](https://doi.org/10.1007/978-1-349-59074-2_13)
- Markets and investment behaviour. (s. d.). Dans [Titre de l'ouvrage à compléter]. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-813809-0.00004-7>
- Phan, D. H. B., & Narayan, P. K. (2021). Country responses and the reaction of the stock market to COVID-19: A preliminary exposition. Dans *Research on pandemics*. Routledge.
- Sources électroniques et rapports institutionnels :**

- Autorité Marocaine du Marché des Capitaux (AMMC). (2008). *Rapport annuel du CDVM au titre de l'année 2008*. <https://www.ammc.ma/fr>
- Benzoni, A. (2014). *Titrisation des crédits, instabilité financière et solutions réglementaires*. <https://sonar.ch/documents/303790/files/BenzoniA.pdf>
- Bouoiyour, J., & Miftah, A. (2014). *The effects of remittances on poverty and inequality: Evidence from rural southern Morocco [Document de travail MPRA n° 55686]*. <https://mpa.ub.uni-muenchen.de/55686/>
- Boursorama. (s. d.). *Dow Jones Industrial Average — Cours DJI, Bourse New York*. Consulté le 19 août 2025. <https://www.boursorama.com/bourse/indices/cours/%24INDU/>
- Choukairy, W. (2013). *La stratégie d'assouplissement quantitatif des banques centrales face à la crise : Cas de la BCE et la FED [Document de travail]*. [Revue à préciser], 2(3).
- Clauss, P. (2010). *Finance de marché [Support de cours]*. [http://www.bm.com.tn/ckeditor/files/cours\\_finance.pdf](http://www.bm.com.tn/ckeditor/files/cours_finance.pdf)
- Government of Canada, Public Works and Government Services. (2009, octobre). *Tableaux de référence financiers*. [https://publications.gc.ca/collections/collection\\_2009/fin/F1-26-2009F.pdf](https://publications.gc.ca/collections/collection_2009/fin/F1-26-2009F.pdf)
- Mangram, M. E. (2013). *A simplified perspective of the Markowitz portfolio theory [Document de travail SSRN n° 2147880]*. <https://papers.ssrn.com/abstract=2147880>
- Mediapart. (2022, 5 mai). *Histoire : Quand la Fed remonte ses taux...* <https://www.mediapart.fr/journal/economie/050522/histoire-quand-la-fed-remonte-ses-taux>
- Trading Economics. (s. d.). *Taux d'intérêt des fonds fédéraux des États-Unis | 1971-2025 données*. Consulté le 19 août 2025. <https://fr.tradingeconomics.com/united-states/interest-rate>