



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 76 / 2025

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 23 SEPTEMBRE 2025

Dépôt légal : 2025/0033

BANK AL-MAGHRIB
Administration Centrale
277, Avenue Mohammed V - B.P. 445 - Rabat
Tél. : (212) 5 37 57 41 04 / 05
Fax : (212) 5 37 57 41 11
E-mail : dee@bkam.ma
www.bkam.ma

SOMMAIRE

PRÉAMBULE	
COMMUNIQUÉ DE PRESSE	7
APERÇU GENERAL	10
1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX	17
1.1 Activité économique et emploi	17
1.2 Conditions monétaires et financières	18
1.3 Prix des matières premières et inflation	20
2. COMPTES EXTÉRIEURS	23
2.1 Balance commerciale	23
2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes	25
2.3 Compte financier	26
3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHE DES ACTIFS	27
3.1 Conditions monétaires	27
3.2 Prix des actifs	31
4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE	34
4.1 Recettes ordinaires	34
4.2 Dépenses	35
4.3 Déficit et financement du Trésor	37
5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHE DU TRAVAIL	39
5.1 Demande intérieure	39
5.2 Demande extérieure	40
5.3 Offre globale	40
5.4 Marché du travail et capacités de production	42
6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION	45
6.1 Evolution de l'inflation	45
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation	47
6.3 Anticipations de l'inflation	48
6.4 Prix à la production	49
7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME	50
Synthèse	50
7.1 Hypothèses sous-jacentes	53
7.2 Projections macroéconomiques	56
7.3 Balance des risques	60
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	62
LISTE DES GRAPHIQUES	64
LISTE DES TABLEAUX	65
LISTE DES ENCADRÉS	66

بنك المغرب

PRÉAMBULE

Selon les dispositions de l'article 6 de la loi n° 40-17 portant Statut de Bank Al-Maghrib, promulguée par le Dahir n° 1-19-82 du 17 chaoual 1440 (21 juin 2019), « la Banque définit et conduit en toute transparence la politique monétaire dans le cadre de la politique économique et financière du gouvernement. L'objectif principal de la Banque est de maintenir la stabilité des prix. »

Cette stabilité permet de préserver le pouvoir d'achat des citoyens et de favoriser l'investissement et la croissance. La stabilité des prix ne fait pas référence à une inflation nulle, mais au maintien de celle-ci à un niveau modéré et stable à moyen terme. Pour la réalisation de ces objectifs, la Banque intervient sur le marché monétaire en utilisant les instruments appropriés, principalement le taux directeur et celui de la réserve obligatoire.

Les décisions de la politique monétaire se transmettent à l'économie notamment à travers leurs effets sur les taux d'intérêt sur les différents marchés, les anticipations des agents économiques et les prix des actifs, dont la variation affecte la demande globale de biens et services et, in fine, l'inflation. Etant donné que ces effets ne se matérialisent qu'après un certain délai, les prévisions revêtent une importance cruciale dans la formulation et la prise de décision en matière de politique monétaire. Celles-ci sont élaborées par la Banque pour un horizon de huit trimestres sur la base d'un dispositif d'analyse et de prévision intégré, articulé autour d'un modèle central de politique monétaire qui est lui-même alimenté et complété par plusieurs modèles satellites. Le modèle central de prévision est de type new-keynésien semi-structurel, qui s'appuie à la fois sur les fondements théoriques sous-jacents aux modèles d'équilibre général et sur l'ajustement aux données caractérisant les modèles empiriques.

Dans un souci de transparence en matière de décision de politique monétaire, la Banque publie à l'issue des réunions de son Conseil un communiqué de presse et le Wali tient un point de presse où il revient sur la décision et explique ses fondements. En outre, la Banque prépare et publie sur son site web le Rapport trimestriel sur la Politique Monétaire (RPM) qui présente l'ensemble des analyses sous-tendant ses décisions. En plus de l'aperçu général qui synthétise les évolutions économiques, monétaires et financières récentes ainsi que les projections macroéconomiques, le RPM est structuré en deux parties. La première décrit les évolutions économiques récentes et est constituée de six chapitres, à savoir : (i) les développements internationaux ; (ii) les comptes extérieurs ; (iii) la monnaie, le crédit et le marché des actifs ; (iv) l'orientation de la politique budgétaire ; (v) la demande, l'offre et le marché du travail ; et (vi) l'inflation. La seconde partie est consacrée à la présentation des perspectives à moyen terme de l'économie nationale, des risques qui les entourent ainsi que des principales hypothèses sous-jacentes.

Membres du Conseil de Bank Al-Maghrib (Article 26 du Statut de la Banque)

Le Wali, Président

Le Directeur Général

Le Directeur du Trésor et des Finances Extérieures, Représentant du Ministère chargé des Finances

Mme Mouna CHERKAOUI

M. Mohammed DAIRI

Mme Najat EL MEKKAOUI

M. Larabi JAÏDI

M. Mustapha MOUSSAOUI

M. Fathallah OUALALOU

Assiste également aux réunions du Conseil, comme le stipule l'Article 41, le Commissaire du Gouvernement.

بنجعات مغارب تندید

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 23 septembre 2025

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 23 septembre sa troisième réunion trimestrielle de l'année 2025.
2. Lors de cette session, il a analysé l'évolution de la conjoncture économique nationale et internationale, ainsi que les projections macroéconomiques à moyen terme de Bank Al-Maghrib.
3. Sur le plan international, le Conseil a d'abord passé en revue les développements récents de la politique commerciale américaine, marqués par la conclusion de quelques accords bilatéraux, sans que cela fasse dissiper les incertitudes de manière significative. Celles-ci continuent de peser sur les perspectives de l'économie mondiale qui devrait poursuivre son ralentissement à un rythme toutefois moins rapide que prévu en juin. Dans ce contexte, et favorisée par le recul des prix de l'énergie, l'inflation maintiendrait sa décélération, avec des dynamiques différencierées d'une économie à l'autre.
4. Au niveau interne, les dernières données des comptes nationaux relatives au premier trimestre de 2025 font ressortir la poursuite de l'évolution favorable de l'activité observée en 2024, avec une amélioration notable dans les secteurs non agricoles. Cette dynamique, qui devrait se consolider à moyen terme à la faveur des nombreux chantiers d'envergure lancés et programmés, s'est reflétée sur le marché du travail avec une forte reprise des créations d'emplois à partir du troisième trimestre 2024. Toutefois, les données récentes, relatives au deuxième trimestre 2025, révèlent un net affaiblissement de ces créations, notamment dans les services.
5. S'agissant de l'inflation, elle continue d'évoluer à des niveaux modérés, avec un taux moyen de 1,1% sur les huit premiers mois de 2025. Selon les projections de Bank Al-Maghrib, elle devrait ressortir à 1% cette année, quasi-stable par rapport à 2024, avant de s'accélérer à 1,9% en 2026. Sa composante sous-jacente passerait de 2,2% en 2024 à 1,1% en 2025 et s'accélérerait à 2% en 2026.
6. De leur côté, les anticipations d'inflation restent bien ancrées, les experts du secteur financier tablant, au troisième trimestre 2025, sur des taux de 2,1% en moyenne à l'horizon de 8 trimestres et de 2,2% à celui de 12 trimestres.
7. Sur le volet de la transmission des précédentes décisions du Conseil, la baisse des taux débiteurs assortissant les crédits bancaires au secteur non financier se poursuit, le recul cumulé depuis le début de l'assouplissement monétaire en juin 2024 ressortant au deuxième trimestre 2025 à 59 points de base, contre 75 points pour le taux directeur.
8. Au total, le Conseil considère que les incertitudes pesant sur les perspectives économiques demeurent à un niveau élevé. Sur le plan externe, outre l'évolution de la politique commerciale des Etats-Unis, elles émanent de la persistance des tensions géoéconomiques et des conflits au Moyen-Orient et en Ukraine et de leurs implications. Au niveau interne, elles sont liées notamment au stress hydrique et aux conditions climatiques qui prévaudront lors de la prochaine campagne agricole, ainsi qu'aux données de la Programmation Budgétaire Triennale 2026-2028.

9. Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, le Conseil a décidé de maintenir le taux directeur inchangé à 2,25%, tout en poursuivant le renforcement des mesures visant l'assouplissement des conditions de financement des entreprises notamment les TPE. Cela étant, le Conseil continuera de suivre de près l'évolution de la conjoncture et de fonder ses décisions, réunion par réunion, sur la base des données les plus actualisées.
10. Sur les marchés internationaux des matières premières, la tendance baissière des cours du pétrole se poursuit, favorisée par la politique d'augmentation de l'offre adoptée par les pays de l'OPEP+, par la hausse de la production aux Etats-Unis et par les incertitudes entourant la demande mondiale. Le cours du Brent, en particulier, reviendrait de 79,8 dollars le baril en moyenne en 2024 à 68,5 dollars en 2025, puis à 65,2 dollars en 2026. Pour le phosphate brut d'origine marocaine, son prix devrait reculer à 202 dollars la tonne en 2025 puis à 183 dollars en 2026, dans un contexte marqué par l'amélioration de l'offre mondiale. En revanche, les cours de ses dérivés s'accroiraient à 718 dollars la tonne en 2025 puis à 720 dollars en 2026 pour le DAP, en lien notamment avec la persistance des restrictions sur les exportations chinoises, et à 524 dollars puis 561 dollars pour le TSP. Quant aux produits alimentaires, après une baisse de 2% en 2024, l'indice FAO progresserait de 5,1% en 2025 et de 0,8% en 2026.
11. S'agissant du rythme de l'activité, la croissance ralentirait au niveau mondial de 3,2% en 2024 à 3% cette année puis à 2,6% en 2026. Dans les économies avancées, elle décélérerait de 2,8% à 1,7% en 2025 puis à 1,6% en 2026 aux Etats-Unis, et s'améliorerait de 0,9% en 2024 à 1,3% au cours des deux années suivantes dans la zone euro. Au niveau des principaux pays émergents, et à la faveur de la robustesse des exportations et de la trêve tarifaire conclue avec les Etats-Unis, la Chine devrait atteindre son objectif de croissance de 5% cette année avant un ralentissement à 4,2% en 2026. En Inde, en dépit de la hausse des droits de douane américains, l'économie resterait vigoureuse, avec une progression du PIB en volume de 7,1% en 2025 puis de 6,2% en 2026, soutenue en particulier par l'accord commercial conclu avec le Royaume-Uni.
12. Dans ces conditions, l'inflation poursuivrait son ralentissement en 2025, revenant globalement de 3,7% en 2024 à 2,9%, avant d'augmenter légèrement à 3,1% en 2026. Dans les économies avancées, elle oscillerait autour de 2,2% en 2025 et en 2026 dans la zone euro, tandis qu'aux Etats-Unis, elle resterait au-dessus de l'objectif de la FED, s'établissant à 2,7% en 2025 et à 3,1% en 2026, sous l'effet notamment de la hausse des tarifs douaniers.
13. Concernant l'orientation des politiques monétaires dans les principales économies avancées, après 8 baisses opérées depuis juin 2024, la BCE a décidé, lors de sa réunion du 11 septembre, de maintenir, pour la deuxième fois, ses taux d'intérêt inchangés. En revanche, invoquant l'affaiblissement des créations d'emploi, la FED a réduit, à l'issue de sa réunion des 16 et 17 septembre, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 25 points de base à [4%-4,25%]. Pour sa part, malgré une désinflation substantielle, la Banque d'Angleterre a décidé, le 17 septembre, de maintenir inchangé son taux directeur à 4%.
14. Au niveau national, les projections de Bank Al-Maghrib tablent sur une accélération de la croissance économique de 3,8% en 2024 à 4,6% cette année, et sur une consolidation à 4,4% en 2026. La valeur ajoutée agricole ressortirait en hausse de 5% cette année, tenant compte d'une récolte céréalière de 41,3 millions de quintaux (MQx), puis de 3,2% en 2026, sous l'hypothèse d'une production de 50 MQx. Pour les secteurs non agricoles, et à la faveur notamment de la forte dynamique de l'investissement dans les infrastructures, leur croissance avoisinerait 4,5% en 2025 et en 2026.

15. Pour les comptes extérieurs, la dynamique des échanges se poursuivrait à moyen terme, l'impact des récentes mesures tarifaires américaines devant demeurer faible. Ainsi, les exportations de biens augmenteraient de 6,2% en 2025, portées essentiellement par une hausse des ventes de phosphate et dérivés à 110,7 milliards de dirhams, puis de 9,4% en 2026, en lien avec la reprise attendue de l'industrie automobile. Les ventes de cette dernière devraient, après un léger recul cette année, rebondir de 20% en 2026 à 187,6 milliards de dirhams. En regard, les importations s'accroîtraient de 7,4% en 2025 puis de 7,1% en 2026, reflétant en particulier une forte augmentation des acquisitions de biens d'équipement, alors que la facture énergétique continuerait de s'alléger pour revenir à 94,4 milliards en 2026. En parallèle, les recettes de voyages maintiendraient leur performance, avec de nouvelles progressions de 11,3% cette année et de 4,8% l'année prochaine à 131,2 milliards. Pour les transferts des MRE, après une quasi-stabilité attendue cette année, ils s'accroîtraient de 4,8% en 2026 à 125,5 milliards. Dans ces conditions, le déficit du compte courant resterait contenu, se situant autour de 2,3% du PIB en 2025 et de 2% en 2026, après 1,2% en 2024. Concernant les investissements directs étrangers, les recettes avoisineraient l'équivalent de 3,3% du PIB en 2025 et de 3,5% en 2026. Au total, compte tenu des financements extérieurs prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib continueraient de se renforcer pour atteindre 418 milliards de dirhams à fin 2025 et 434,5 milliards à fin 2026, des niveaux équivalents à 5 mois et demi d'importations de biens et services.
16. En ce qui concerne les conditions monétaires, le déficit de liquidité devrait s'alléger à 115,3 milliards de dirhams à fin 2025, mais se creuserait à nouveau à 133 milliards en 2026, tiré par la hausse de la circulation fiduciaire. Pour ce qui est du crédit bancaire, au regard de l'évolution prévue de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, sa composante destinée au secteur non financier connaît une nette accélération, progressant de 5,9% en 2025 et en 2026, au lieu de 2,7% en moyenne durant les deux années précédentes. S'agissant du taux de change effectif réel, il ressortirait stable au terme de l'horizon de prévision, résultat d'une appréciation de 2,2% prévue cette année et d'un recul de 2,3% attendu en 2026. Sur ce même registre, les évaluations trimestrielles réalisées par Bank Al-Maghrib, selon la dernière version de la méthodologie utilisée au niveau international, indiquent que la valeur de la monnaie nationale reste globalement alignée avec les fondamentaux économiques.
17. Sur le volet des finances publiques, l'exécution budgétaire à fin août 2025 fait ressortir une nette amélioration de 14,5% des recettes ordinaires, portées principalement par la performance des rentrées fiscales. En parallèle, reflétant l'accroissement des dépenses ordinaires et de l'investissement, les dépenses globales se sont alourdies de 12,6%. Tenant compte de ces réalisations, des données de la Loi de Finances 2025, de la Programmation Budgétaire Triennale 2025-2027, des crédits supplémentaires ouverts par le Gouvernement en avril dernier et de l'orientation du projet de Loi de Finances 2026, les projections de Bank Al-Maghrib tablent sur un déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'Etat, stable à 3,9% du PIB cette année et en atténuation à 3,4% en 2026.
18. Enfin, dans le cadre de son processus d'ouverture et d'écoute visant à mieux appréhender les performances sectorielles de l'économie nationale et ses perspectives, le Conseil tiendra le 24 septembre 2025 une rencontre avec le Groupe OCP.

APERÇU GENERAL

L'environnement international a été marqué, au troisième trimestre 2025, par une relative atténuation de l'incertitude, à la faveur notamment des avancées dans les négociations commerciales des États-Unis avec certains de leurs principaux partenaires, et du prolongement de certaines trêves tarifaires. Toutefois, les hausses des droits de douane commencent à peser sur l'activité économique.

Les données des comptes nationaux disponibles restent celles du deuxième trimestre 2025 et font ressortir une hausse modérée de la croissance économique en glissement annuel aux Etats-Unis, à 2,1%, après 2% un trimestre auparavant. Dans la zone euro, le rythme de l'activité a légèrement ralenti, passant de 1,6% à 1,5%, avec des contrastes importants entre pays membres. Il s'est maintenu à 0,2% en Allemagne et à 2,8% en Espagne, a progressé de 0,6% à 0,8% en France, et a décéléré de 0,7% à 0,4% en Italie. Pour ce qui est des autres économies avancées, la croissance a ralenti de 1,8% à 1,3% au Japon et de 1,3% à 1,2% au Royaume-Uni.

Dans les économies émergentes, les trajectoires ont été tout aussi différencierées. La croissance s'est accélérée de 7,4% à 7,8% en Inde et de 2,3% à 4,8% en Turquie et a, en revanche, ralenti de 5,4% à 5,2% en Chine, de 2,9% à 2,2% au Brésil et de 1,4% à 1,1% en Russie.

Sur les marchés du travail dans les économies avancées, des signes de modération des pressions apparaissent, particulièrement aux Etats-Unis, les données du mois d'août faisant ressortir des créations d'emplois de 22 mille, après 79 mille en juillet, et une hausse du taux de chômage à 4,3% contre 4,2%. Dans la zone euro, ce taux a légèrement décéléré de 6,3% en juin à 6,2% en juillet, avec des contrastes entre pays membres. Il est resté inchangé à 7,6% en France, à 3,7% en Allemagne et à 10,4% en Espagne, et a reculé de 6,2% à 6% en Italie.

Au niveau des marchés financiers, les performances ont été disparates sur les huit premiers mois de l'année. En effet, l'Eurostoxx 50 s'est accru de 7,6% et le FTSE 100 de 5,8%, alors que le Dow Jones Industrials et le Nikkei 225 ont régressé de 1,6% et 2% respectivement. Ces évolutions se sont accompagnées d'une légère augmentation de l'aversion au risque tant sur les marchés américains qu'européens, avec des accroissements, à fin août, à 16 pour l'indice VIX et à 17,4 pour le VSTOXX. Concernant les économies émergentes, le MSCI EM a enregistré une hausse de 5,6%, tirée notamment par le marché chinois.

S'agissant des marchés obligataires souverains, ceux des économies avancées ont connu une relative stabilité en août et ce, après de fortes fluctuations enregistrées de janvier à mai. Ainsi, le taux à 10 ans s'est stabilisé autour de 4,4% en moyenne pour les Etats-Unis, a progressé à 2,7% pour l'Allemagne, à 3,4% pour la France, à 3,2% pour l'Espagne et à 3,5% pour l'Italie. Concernant les principales économies émergentes, ce taux est resté quasiment inchangé à 1,7% pour la Chine, a diminué à 14,1% pour le Brésil et à 6,5% pour l'Inde, tandis qu'il s'est accru à 29,2% pour la Turquie.

Sur les marchés de change, au cours des huit premiers mois de l'année, l'euro s'est apprécié de 6,3% par rapport au dollar, en lien notamment avec les inquiétudes entourant la politique commerciale américaine et, plus récemment, l'anticipation croissante d'une baisse de la fourchette cible du taux des

fonds fédéraux. Il a également augmenté de 2,1% vis-à-vis du yen japonais et de 2,4% face à la livre sterling. Concernant les monnaies des principales économies émergentes, elles ont connu des évolutions disparates par rapport au dollar, avec des dépréciations du renminbi chinois et du real brésilien et des appréciations de la roupie indienne et de la lire turque.

Sur le marché des matières premières, le cours du **Brent** a affiché, au cours des huit premiers mois de l'année en cours, une baisse de 3,6% à 71,2 dollars le baril par rapport à décembre 2024, et ressort en recul de 12,9% en glissement annuel, en lien notamment avec la hausse de la production des pays de l'OPEP+ et la baisse prévue de la demande mondiale. De même, les produits hors énergie ont vu leur prix diminuer de 1,6%, portés en particulier par le recul des prix des produits agricoles. En comparaison annuelle, ils ressortent en accroissement de 3,3%, reflétant principalement ceux de 3,1% pour les produits agricoles et de 1,8% pour les métaux et minerais. S'agissant du phosphate et dérivés, les cours du DAP et du TSP se sont accrus, au cours des huit premiers mois de l'année, de 17,7% à 669 dollars la tonne et de 16,1% à 554,2 dollars respectivement, alors que ceux du phosphate brut sont restés stables à 152,5 dollars. En glissement annuel, les prix ressortent en appréciation de 19,2% aussi bien pour le DAP que pour le TSP, tandis que ceux du phosphate brut sont restés inchangés.

Dans ce contexte, l'**inflation** est restée aux Etats-Unis nettement au-dessus de l'objectif de la FED, s'établissant à 2,9% en août, contre 2,7% en juillet. Dans la zone euro, elle s'est stabilisée à 2%, recouvrant notamment une accélération de 1,8% à 2,1% en Allemagne, des décélérations de 0,9% à 0,8% en France et de 1,7% à 1,6% en Italie, et une stagnation à 2,7% en Espagne. Pour les autres principales économies avancées, l'inflation a ralenti de 3% à 2,7% au Japon et s'est maintenue à 3,8% au Royaume-Uni.

Concernant l'orientation des politiques monétaires, après 8 baisses opérées depuis juin 2024, la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 11 septembre, de maintenir inchangés ses trois taux d'intérêt directeurs, indiquant que l'inflation se situe actuellement autour de l'objectif de 2%. Les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont été ainsi maintenus à 2,00%, 2,15% et 2,40% respectivement. En revanche, invoquant notamment l'affaiblissement des créations d'emplois, la FED a réduit, à l'issue de sa réunion des 16 et 17 septembre, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 25 points de base à [4%-4,25%]. Pour sa part, malgré une désinflation substantielle, la **Banque d'Angleterre** a décidé, le 17 septembre, de maintenir inchangé son taux directeur à 4%.

Au niveau national, les données des comptes nationaux relatifs au premier trimestre indiquent que la croissance économique s'est accélérée à 4,8%, après 3% le même trimestre un an auparavant. Cette évolution est le résultat d'une amélioration de 4,5%, contre un recul de 5%, de la valeur ajoutée agricole et d'un accroissement de 4,6%, après 3,6%, de celle des activités non agricoles. Du côté de la demande, sa composante intérieure a contribué positivement à la croissance à hauteur de 8,5 points de pourcentage, alors que la participation des échanges extérieurs est restée négative à 3,8 points.

Sur le marché du travail, l'économie nationale a connu, entre le deuxième trimestre de 2024 et la même période de 2025, une création de 5 mille emplois, contre une perte de 82 mille un an auparavant. A l'exception de l'agriculture qui a affiché une baisse de 108 mille emplois, les autres secteurs ont enregistré

des hausses s'élevant à 74 mille pour le BTP, 35 mille dans les services et 2 mille dans l'industrie. Tenant compte d'une sortie nette de 32 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a reculé de 0,8 point à 43,4% et le taux de chômage est revenu de 13,1% à 12,8%.

Au plan des **comptes extérieurs**, les données relatives aux sept premiers mois de l'année 2025 font ressortir notamment la poursuite de la bonne performance des recettes de voyages et des IDE et une nette progression des importations. En effet, ces dernières ont connu un accroissement de 8,8% à 469,7 milliards contre 4,2% à 274,8 milliards pour les exportations. Le déficit commercial s'est creusé de 15,9% à 194,9 milliards de dirhams et taux de couverture s'est replié à 58,5%, après 61,1% en juillet 2024. La hausse des importations a été tirée essentiellement par celles de 14,5% des acquisitions de biens d'équipements, de 13,7% des produits finis de consommation et de 6,8% des demi-produits, la facture énergétique ayant en revanche connu un allégement de 6,1%. Pour ce qui est des exportations, leur amélioration reflète principalement les hausses de 20,9% des ventes de phosphate et ses dérivés et de 8,9% de celles du secteur aéronautique, tandis que les expéditions du secteur automobile se sont contractées de 1,8%. S'agissant des recettes de voyages, elles se sont accrues de 12,6%, et les dépenses au même titre ont augmenté de 7,6%. Les transferts des MRE ont, pour leur part, reculé de 1% à 68,8 milliards. En ce qui concerne les principales opérations financières, les recettes des IDE ont marqué une expansion de 26,8%, tandis que les dépenses d'investissements directs marocains à l'étranger ont diminué de 3,8%. Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserves se sont améliorés de 11% à 406 milliards de dirhams à fin juillet, représentant l'équivalent de 5 mois et 14 jours d'importations de biens et services.

S'agissant des **conditions monétaires**, le besoin de liquidité des banques s'est creusé de 113,4 milliards de dirhams au deuxième trimestre de 2025 à 118 milliards en moyenne en juillet et août. Ainsi, Bank Al-Maghrib a porté le volume de ses injections de 127,9 milliards à 132,1 milliards. Les conditions monétaires ont été caractérisées au deuxième trimestre de 2025 par une appréciation trimestrielle de 0,2% du taux de change effectif réel et une baisse de 14 points de base du taux débiteur moyen global à 4,84%, soit un recul de 59 points depuis le début de l'assouplissement monétaire en juin 2024. En ce qui concerne le crédit bancaire au secteur non financier, son rythme d'accroissement annuel a décéléré à 3,4% en juillet après 4,4% au deuxième trimestre, reflétant essentiellement l'accentuation du repli des facilités de trésorerie accordées aux entreprises privées.

Sur le volet des finances publiques, l'exécution de la loi de finances au titre des huit premiers mois de 2025 s'est soldée par un déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'Etat, de 59,8 milliards de dirhams, en creusement de 17,7 milliards comparativement à la même période en 2024. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 14,5% à 288,2 milliards, tirées principalement par des hausses de 15,5% des rentrées fiscales et de 8,4% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 15% à 272,7 milliards, traduisant essentiellement des accroissements de 18,4% de celles de biens et services et de 18,8% de celles en intérêts de la dette, tandis que les charges de compensation se sont repliées de 26,8%. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 15,4 milliards,

au lieu de 14,5 milliards un an auparavant. Pour sa part, l'investissement a connu une hausse de 3,7% à 67,9 milliards, portant les dépenses globales à 340,6 milliards, en augmentation de 12,6%. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il est ressorti négatif à 7,3 milliards après un solde positif de 8,9 milliards. Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 15,8 milliards, le déficit de caisse s'est creusé à 75,6 milliards, contre 47 milliards à fin août 2024. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures nettes de 41,7 milliards et par un flux net extérieur positif de 34 milliards de dirhams. Ainsi, l'encours de la dette publique directe se serait accru de 5,8% à fin août 2025 par rapport à son niveau à fin décembre 2024.

Au niveau de la **Bourse de Casablanca**, la hausse des cours s'est poursuivie, portant la performance de l'indice MASI depuis fin décembre 2024 à 35,8%. Cette évolution recouvre principalement des progressions de 8,3% pour le secteur des « Banques », de 20% pour celui des « Services de transport », de 11,1% pour les « Bâtiments et matériaux de construction », de 11,5% pour les « Télécommunications » et de 13,4% pour la « Santé ». S'agissant du volume des échanges, il s'est établi à 37,5 milliards de dirhams, en juillet et août après 31,9 milliards au cours du deuxième trimestre 2025. Dans ce contexte, la capitalisation boursière a atteint 1055,7 milliards de dirhams, en accroissement de 10% par rapport au mois de juin et de 40,3% depuis décembre 2024.

Sur le **marché immobilier**, les transactions ont affiché un nouveau repli trimestriel de 10,8% au deuxième trimestre 2025, après celui de 25,4% au trimestre précédent, recouvrant des baisses de 15,1% pour les biens résidentiels et de 13,3% pour les biens à usage professionnel ainsi qu'une progression de 6% pour le foncier. Dans ce contexte, les prix ont accusé une nouvelle baisse trimestrielle cette année, reculant de 0,2% après 1,6% un trimestre auparavant. Cette évolution a concerné l'ensemble des catégories de biens avec une diminution de 0,3% pour le résidentiel et de 0,2% pour le foncier et les biens à usage professionnel.

Dans ce contexte, l'**inflation** est revenue de 0,5% en moyenne au deuxième trimestre 2025 à 0,3% en juillet et août. Cette évolution reflète, d'une part, les décélérations de la progression des tarifs réglementés de 1,5% à 0,5% et de l'inflation sous-jacente de 1% à 0,8%, et d'autre part, une accélération de la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils de 0,5% à 1,1%, ainsi qu'une atténuation du repli de ceux des carburants et lubrifiants de 14,1% à 10,1%. Pour ce qui est des **anticipations d'inflation des experts du secteur financier** au titre du troisième trimestre 2025, elles se sont établies à 2,1%, au lieu de 2,3% un trimestre auparavant, à l'horizon de huit trimestres, et à 2,2%, après 2,5%, à l'horizon des 12 prochains trimestres.

En termes de perspectives, l'économie mondiale devrait poursuivre son ralentissement dans un contexte marqué par le relèvement des droits de douanes et par un niveau d'incertitude qui reste élevé. Sa croissance devrait ainsi revenir de 3,2% en 2024 à 3% cette année puis à 2,6% en 2026. Aux Etats-Unis, malgré l'atténuation relative des incertitudes commerciales, la confiance des consommateurs demeurerait en berne en raison des préoccupations liées au pouvoir d'achat. La croissance devrait ainsi

décélérer de 2,8% en 2024 à 1,7% en 2025, puis se maintiendrait à ce niveau en 2026. Dans la zone euro, l'accord commercial conclu avec les États-Unis réduirait les incertitudes à court terme, mais affecterait les économies et les secteurs de la zone, quoique de manière différenciée. La croissance économique s'accélérerait de 0,9% en 2024 à 1,3% en 2025 et resterait proche de ce niveau en 2026. Au Royaume-Uni, le rythme de l'activité s'accroîtrait de 1,1% à 1,3% en 2025, porté essentiellement par la consommation publique, puis reviendrait à 1,1% en 2026, et au Japon, il s'accélèrerait de 0,1% en 2024 à 1,2% en 2025, puis ralentirait à 0,6% en 2026.

Dans les principaux pays émergents, la croissance augmenterait légèrement de 4,9% en 2024 à 5% en 2025 en Chine, soutenue par l'amélioration marquée des exportations, avant de baisser à 4,2% en 2026, pâtissant des difficultés persistantes du secteur immobilier et de la faiblesse de la demande mondiale. En Inde, l'activité resterait vigoureuse, avec une croissance qui passerait de 6,7% en 2024 à 7,1% cette année puis à 6,2% en 2026. Quant au Brésil, la croissance décélérerait de 3% en 2024 à 2,5% en 2025, puis à 0,9% en 2026, en lien principalement avec l'orientation restrictive de la politique monétaire et les tensions commerciales. En Russie, elle devrait ralentir de 4,4% en 2024 à 0,6% en 2025, puis se situerait à 0,7% en 2026.

Sur les **marchés des matières premières**, les cours du pétrole maintiendraient leur tendance baissière, en raison d'une offre importante émanant des pays de l'OPEP+ et de la baisse prévue de la demande mondiale. Le prix du **Brent** en particulier devrait revenir de 79,8 dollars le baril en 2024 à 68,5 dollars en 2025 puis à 65,2 dollars en 2026. Pour ce qui est du phosphate et dérivés marocains, le cours du DAP devrait, selon les projections de la Commodities Research Unit, augmenter de 586 dollars la tonne en 2024 à 718 dollars en moyenne cette année puis à 720 dollars en 2026. Celui du TSP passerait de 436 dollars la tonne à 524 dollars, puis à 561 dollars en 2026. En revanche, le prix de la roche poursuivrait sa tendance baissière, revenant de 214 dollars la tonne en 2024 à 202 dollars en 2025, puis à 183 dollars en 2026. S'agissant des denrées alimentaires, après le repli de 2% enregistré en 2024, l'indice **FAO** devrait croître de 5,1% en 2025 et de 0,8% en 2026.

Dans ces conditions, **l'inflation mondiale** poursuivrait sa décélération pour ressortir à 2,9% cette année, contre 3,7% en 2024, puis se situerait à 3,1% en 2026. Dans la zone euro, elle ralentirait de 2,4% en 2024 à 2,2% en 2025, et s'établirait à 2,3% en 2026, et aux Etats-Unis, elle passerait de 3% à 2,7% cette année, avant de s'accélérer à 3,1% en 2026.

Au **niveau national**, la dynamique des échanges extérieurs de biens et services devrait se poursuivre sur l'horizon de prévision. Les exportations ressortiraient en hausse de 6,2% en 2025, portées essentiellement par une augmentation des ventes de phosphate et dérivés, puis de 9,4% en 2026, tirées par la reprise attendue du segment de la construction automobile. Les importations devraient, pour leur part, s'accroître de 7,4% en 2025 puis de 7,1% en 2026, reflétant en particulier une forte hausse des acquisitions de biens d'équipement, en lien avec la dynamique de l'investissement qu'engendreraient par les grands chantiers lancés ou prévus. En parallèle, les recettes de voyages devraient maintenir leur bonne performance, avec un accroissement de 11,3% en 2025 puis de 4,8% en 2026 pour atteindre 131,2 milliards. Quant aux transferts des MRE, ils afficheront une légère amélioration de 0,6% en 2025.

à 119,7 milliards, avant de s'élever de 4,8% en 2026 à 125,5 milliards. Dans ces conditions, le déficit du compte courant devrait rester contenu, se situant autour de 2,3% du PIB en 2025 et de 2% en 2026, après 1,2% en 2024. Concernant les IDE, les recettes sont supposées totaliser l'équivalent de 3,3% du PIB en 2025 et de 3,5% en 2026.

Tenant compte principalement des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve devraient poursuivre leur amélioration pour s'élever à 418 milliards de dirhams à fin 2025 puis à 434,5 milliards à fin 2026, représentant des couvertures de 5 mois et 13 jours puis 5 mois et 19 jours d'importations de biens et services respectivement.

S'agissant des **conditions monétaires**, le déficit de liquidité bancaire devrait s'établir à 115 milliards de dirhams à fin 2025, avant de se creuser à 133 milliards en 2026, en lien essentiellement avec la progression prévue des billets et monnaies en circulation. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte des réalisations, des projections de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, son rythme de progression devrait s'accélérer de 2,6% en 2024 à 5,9% en 2025 et en 2026. Pour sa part, le taux de change effectif réel devrait ressortir stable au terme de l'horizon de prévision, avec une appréciation de 2,2% cette année et une dépréciation de 2,3% en 2026.

Sur le volet des **finances publiques**, la consolidation budgétaire devrait se poursuivre à moyen terme. Le déficit budgétaire se stabilisera à 3,9% du PIB en 2025, avant de s'atténuer à 3,4% du PIB en 2026. Ces projections se basent sur la LF 2025, la programmation budgétaire triennale (PBT) 2025-2027 et les nouvelles projections macroéconomiques de BAM. Elles intègrent également les crédits supplémentaires de 13 milliards de dirhams ouverts en avril au titre du budget général et les réalisations à fin juillet 2025.

Pour ce qui est de **l'activité économique**, la croissance devrait s'accélérer de 3,8% en 2024 à 4,6% cette année, puis se consoliderait à 4,4% en 2026. Cette évolution refléterait une augmentation de 5% la valeur ajoutée agricole en 2025, tenant compte d'une récolte céréalière estimée par le Département de l'Agriculture à 41,3 millions de quintaux (MQx), suivie d'une hausse de 3,2% en 2026, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne de 50 MQx. Pour les activités non agricoles, elles devraient maintenir leur dynamique, tirées notamment par les grands chantiers d'infrastructures et les services non marchands, avec une progression de 4,5% en 2025 et en 2026.

Dans ce contexte, après la décélération à 0,9% en 2024, **l'inflation** continuerait d'évoluer à des niveaux modérés, se situant à 1% en 2025 et à 1,9% en 2026. Sa composante sous-jacente ralentirait de 2,2% en 2024 à 1,1% en 2025, sous l'effet principalement du ralentissement de la progression des prix des « viandes fraîches » et du recul de l'inflation importée, avant de remonter à 2% en 2026.

Malgré la relative atténuation des tensions commerciales, les incertitudes entourant les perspectives de l'économie mondiale demeurent élevées et risquent de freiner le commerce international, de perturber les chaînes d'approvisionnement et de peser in fine sur la croissance mondiale. À cela s'ajoutent les difficultés persistantes du secteur immobilier en Chine, l'accroissement de la dette publique mondiale, ainsi que la persistance de pressions inflationnistes dans certaines économies majeures telles que les

Etats-Unis. Enfin, la persistance des conflits au Moyen-Orient et de la guerre en Ukraine pourrait fragiliser davantage l'activité économique mondiale et perturber les chaînes d'approvisionnement, en particulier énergétiques.

Au niveau national, les principaux risques pour l'activité économique sont liés à la récurrence des sécheresses et à l'aggravation du stress hydrique. En revanche, les chantiers lancés ou programmés dans le cadre de l'accueil de manifestations sportives internationales peuvent avoir des effets d'entraînement plus importants et engendrer un rythme plus rapide de la croissance. En ce qui concerne l'inflation, les risques restent orientés à la hausse. Outre les pressions externes, des conditions climatiques défavorables pourraient entraîner une hausse des prix des denrées alimentaires.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Au troisième trimestre 2025, l'environnement international a été marqué par une relative atténuation de l'incertitude, à la faveur notamment des avancées réalisées dans les négociations des États-Unis avec certains de leurs principaux partenaires et du prolongement des trêves tarifaires. Toutefois, la hausse des droits de douane commence à peser sur l'activité économique.

Cela étant, les dernières données indiquent une certaine résilience de l'activité économique mondiale, notamment aux États-Unis et en Chine, en raison principalement des achats par anticipation en prévision de la hausse des tarifs commerciaux. Parallèlement, les dynamiques inflationnistes demeurent contrastées, l'inflation restant nettement supérieure à l'objectif de 2% aux États-Unis, tandis qu'elle s'en rapproche dans la zone euro. Concernant les marchés du travail, des signes de modération des tensions apparaissent, en particulier aux États-Unis où les créations d'emplois sont nettement en baisse. S'agissant des marchés financiers, les huit premiers mois de l'année ont été caractérisés par la poursuite de l'appréciation de l'euro ainsi que par une forte volatilité des marchés boursiers et obligataires des principales économies avancées. En Europe, les inquiétudes liées à la situation des finances publiques notamment en France continuent d'alimenter les tensions financières. Enfin, sur les marchés des matières premières, les cours du pétrole maintiennent globalement leur tendance baissière, le prix du Brent ayant diminué, en glissement annuel, de 12,9% au cours des huit premiers mois de l'année en cours. En revanche, les prix des produits hors énergie ressortent en accroissement de 3,3%, traduisant des augmentations de 3,1% des cours des produits agricoles et de 1,8% de ceux des métaux et minéraux.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Les données relatives au deuxième trimestre 2025 font ressortir une hausse modérée de la croissance à 2,1% aux Etats-Unis après 2% le trimestre précédent. Dans la zone euro, le rythme de l'activité a légèrement ralenti à 1,5% contre 1,6% un trimestre auparavant, avec toutefois des évolutions divergentes entre les pays membres. Ainsi, la croissance s'est accélérée à 0,8% en France, s'est stabilisé à 0,2% en Allemagne et à 2,8% en Espagne, tandis qu'elle a décéléré à 0,4% en Italie. Dans les autres grandes économies avancées, la croissance a décéléré à 1,2% au Royaume-Uni au second trimestre après 1,3% un trimestre auparavant, et au Japon, où elle est revenue de 1,8% à 1,3%.

Dans les économies émergentes, le rythme de l'activité a ralenti au deuxième trimestre en Chine à 5,2% après 5,4% un trimestre auparavant. De même, il a ralenti de 2,9% à 2,2% au Brésil et de

1,4% à 1,1% en Russie, tandis qu'il s'est accéléré de 7,4% à 7,8% en Inde et de 2,3% à 4,8% en Turquie.

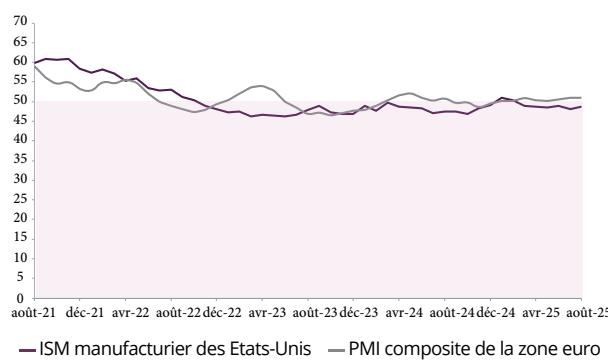
Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel (en %)

	2023			2024				2025	
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Pays avancés									
Etats-Unis	2,8	3,2	3,2	2,9	3,0	2,7	2,5	2,0	2,1
Zone Euro	0,6	0,1	0,2	0,5	0,5	0,9	1,3	1,6	1,5
France	1,9	1,6	1,6	1,7	1,0	1,1	0,6	0,6	0,8
Allemagne	-0,6	-0,9	-0,8	-0,5	-0,6	-0,6	-0,2	0,2	0,2
Italie	0,4	0,3	0,6	0,3	0,7	0,5	0,6	0,7	0,4
Espagne	2,4	2,2	2,3	2,7	3,3	3,3	3,3	2,8	2,8
Royaume-Uni	0,5	0,4	-0,2	0,7	1,1	1,2	1,5	1,3	1,2
Japon	1,4	0,9	0,6	-1,0	-0,6	0,7	1,4	1,8	1,3
Pays émergents									
Chine	6,5	5,0	5,3	5,3	4,7	4,6	5,4	5,4	5,2
Inde	9,7	9,3	9,5	8,4	6,5	5,6	6,4	7,4	7,8
Brésil	3,9	2,4	2,4	2,6	3,3	4,0	3,6	2,9	2,2
Turquie	4,6	6,5	4,9	5,3	2,3	2,8	3,2	2,3	4,8
Russie	5,3	6,2	5,3	5,4	4,3	3,3	4,5	1,4	1,1

Source : Thomson Reuters Eikon et Eurostat.

Concernant les indicateurs avancés de l'activité, l'indice PMI composite de la zone euro s'est légèrement redressé à 51 en août contre 50,9 en juillet. De même, l'ISM manufacturier américain a augmenté de 48 à 48,7 sur la même période.

Graphique 1.1 : Evolution de quelques indicateurs avancés de l'activité aux Etats-Unis et dans la zone euro



Source : Thomson Reuters Eikon.

1.1.2 Marché de l'emploi

Le marché du travail américain montre des signes de modération des tensions, les données d'août faisant ressortir une nouvelle hausse du taux de chômage qui est passé de 4,2% en juillet à 4,3% en août, et un ralentissement marqué des créations d'emplois de 79 mille à 22 mille. Dans la zone euro, le taux de chômage est revenu de 6,3% en juin à 6,2% en juillet, avec des évolutions disparates entre pays membres. Ainsi, il est demeuré inchangé à 3,7% en Allemagne, à 7,6% en France et à 10,4% en Espagne, tandis qu'il a reculé à 6% en Italie. Au Royaume-Uni, les données de juillet indiquent un taux stable à 4,7%.

Tableau 1.2 : Evolution du taux de chômage (en %)

(en %)	2023	2024	2025		
			Juin	Juillet	Août
Etats-Unis	3,6	4,0	4,1	4,2	4,3
Zone euro	6,6	6,4	6,3	6,2	N.D
France	7,3	7,4	7,6	7,6	N.D
Allemagne	3,1	3,4	3,7	3,7	N.D
Italie	7,7	6,5	6,2	6,0	N.D
Espagne	12,2	11,4	10,4	10,4	N.D
Royaume-Uni	4,1	4,3	4,7	4,7	N.D

Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

1.2.1 Décisions de politiques monétaires

La BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 11 septembre, de maintenir inchangés ses trois taux d'intérêt directeurs, soit la deuxième décision consécutive de statu quo après un total de huit baisses depuis juin 2024. En conséquence, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal resteront inchangés, à respectivement 2,00%, 2,15% et 2,40%. Elle a indiqué que l'inflation se situe actuellement autour de l'objectif à moyen terme de 2% et que les perspectives restent globalement inchangées par rapport à celles de juin. Elle a, en outre, souligné que les portefeuilles du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) se contractent à un rythme mesuré et prévisible, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

En revanche, après l'avoir maintenue inchangée lors de ses 5 précédentes réunions de l'année, la FED a décidé à l'issue de sa réunion des 16 et 17 septembre d'abaisser de 25 points de base la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4%-4,25%], compte tenu du changement dans la balance des risques. Elle a signalé une modération de la croissance de l'activité économique au premier semestre, un ralentissement des créations d'emplois et une légère augmentation du taux de chômage qui reste toutefois faible, ainsi qu'une hausse de l'inflation à un niveau demeurant quelque peu élevé. Par ailleurs, elle continuera de réduire ses avoirs en titres du Trésor, en titres de créance d'agences et en titres adossés à des créances hypothécaires.

Pour sa part, la Banque d'Angleterre a décidé lors de sa réunion du 17 septembre 2025, de

maintenir inchangé son taux directeur à 4%, tout en soulignant une désinflation substantielle au cours des deux ans et demi écoulés à la suite de précédents chocs externes, renforcée par l'orientation restrictive de la politique monétaire. Concernant son programme de resserrement quantitatif, elle a décidé de ralentir le rythme de la réduction du stock d'obligations d'État de 100 à 70 milliards de livres sur les douze prochains mois, ramenant ainsi ce stock à 488 milliards de livres.

Pour ce qui est des principales économies émergentes, la Banque centrale de Chine a maintenu le 20 août son principal taux directeur¹ inchangé à 3%. De même, la Banque de Réserve de l'Inde et la Banque centrale du Brésil ont maintenu, lors de leurs dernières réunions, leurs taux directeurs à 5,5% et 15%, respectivement. A l'inverse, les Banques centrales de Russie et de Turquie ont abaissé en septembre leurs taux directeurs de 100 pb à 17% et 250 pb à 40,5% respectivement.

1.2.2 Marchés financiers

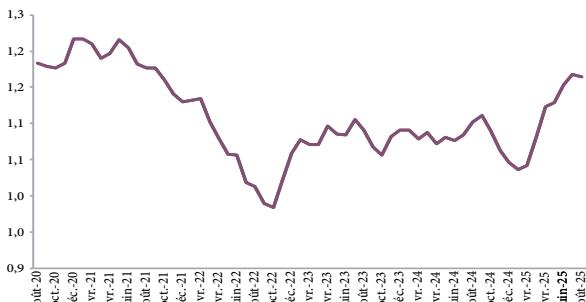
Sur les marchés de change, l'euro s'est apprécié sur les huit premiers mois de l'année de 6,3% par rapport au dollar américain, pour s'établir à 1,16 dollar en moyenne en août. Cette évolution s'explique notamment par l'incertitude autour de la politique commerciale américaine et plus récemment par l'anticipation croissante d'une baisse de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux. L'euro a également enregistré des appréciations de 2,1% vis-à-vis du yen japonais et de 2,4% face à la livre sterling, sur la même période.

Concernant les monnaies des principales économies émergentes, elles ont affiché, au cours des huit premiers mois de l'année 2025, des évolutions disparates par rapport au dollar avec des dépréciations pour le renminbi chinois (-0,7%)

¹ Le taux préférentiel à un an (« Loan Prime Rate »).

et le real brésilien (-6,9%), contre des appréciations pour la roupie indienne (+1,5%) et la lire turque (+9,4%).

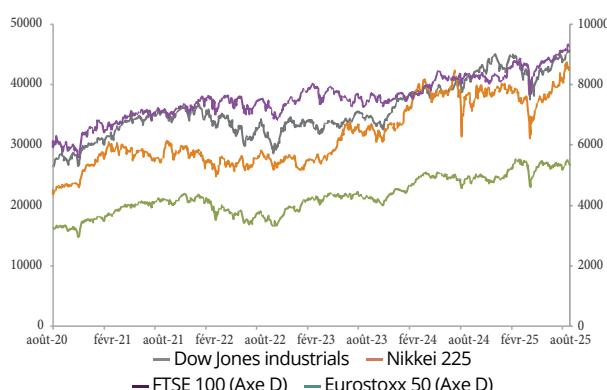
Graphique 1.2 : Evolution du taux de change euro/dollar



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés boursiers des principales économies avancées, les performances ont été disparates sur les huit premiers mois de l'année. En particulier, les marchés européens ont été portés par des conditions financières plus accommodantes, alors que les incertitudes entourant les politiques commerciales et budgétaires ont pesé sur la performance des marchés américains. Ainsi, des gains de 7,6% ont été enregistrés pour l'Eurostoxx 50 et de 5,8% pour le FTSE 100, tandis que le Dow Jones Industrials a accusé un recul de 1,6% et le Nikkei 225 de 2%.

Graphique 1.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



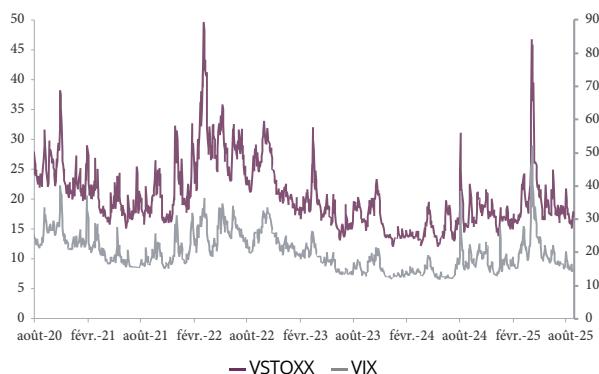
Source : Thomson Reuters Eikon.

Ces évolutions se sont accompagnées d'une légère augmentation de l'aversion au risque aussi bien

sur les marchés financiers américains, l'indice VIX étant passé de 15 en décembre à 16 en août, qu'européens, le VSTOXX ayant augmenté à 17,4 en août, contre 16 en décembre 2024.

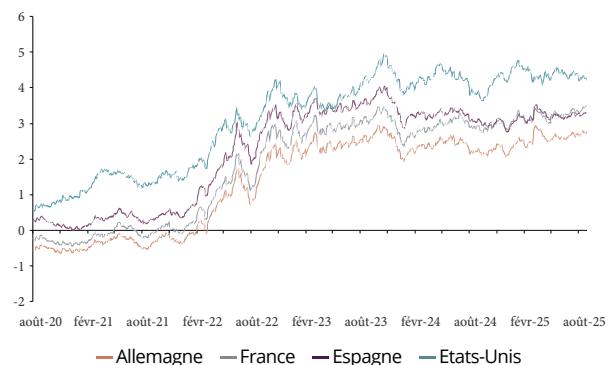
Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM a enregistré une hausse de 5,6%, sur les huit premiers mois de l'année, avec notamment des accroissements de 12,8% du sous-indice chinois et de 2,8% pour celui du Brésil.

Graphique 1.4 : Evolution du VIX et du VSTOXX



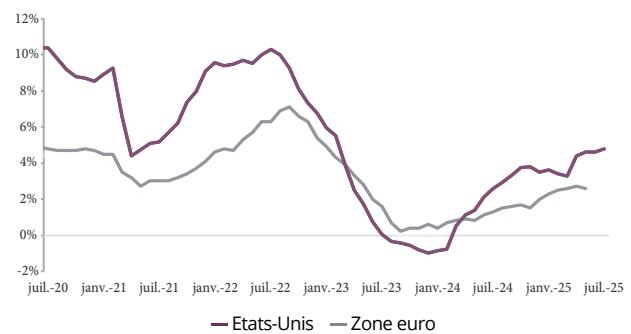
Pour leur part, les marchés obligataires souverains des économies avancées ont connu une relative stabilité en août et ce, après de fortes fluctuations enregistrées de janvier à mai. Au total, à l'issue des huit premiers mois de l'année, le taux à 10 ans est ressorti stable à 4,4% pour les Etats-Unis, a augmenté à 2,7% pour l'Allemagne (+39 pb), à 3,4% pour la France (+29 pb), à 3,2% pour l'Espagne (+32 pb) et à 3,5% pour l'Italie (+28 pb). Pour les principales économies émergentes, ce taux a quasiment stagné à 1,7% pour la Chine, a diminué de 75 pb à 14,1% pour le Brésil, de 27 pb à 6,5% pour l'Inde, alors qu'il s'est accru de 113 pb à 29,2% pour la Turquie.

Graphique 1.5 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans



Sur les marchés monétaires, l'EURIBOR à 3 mois a légèrement reculé de 10 pb sur les huit premiers mois de 2025, pour s'établir à 2%, alors que le SOFR de même maturité s'est stabilisé autour de 4,4%. S'agissant du crédit bancaire, sa croissance s'est modérée en juillet aux Etats-Unis, avec une progression de 4,8% en glissement annuel. Dans la zone euro, sa croissance a été de 2,6% au cours du mois de juillet après 2,8% un mois auparavant.

Graphique 1.6 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)



1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

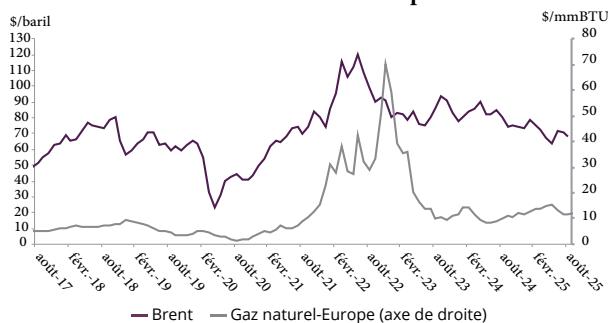
Sur le marché du pétrole, le prix du Brent en particulier a marqué, au cours des huit premiers mois de l'année², une baisse moyenne de 3,6% à

² Par rapport à décembre 2024.

71,2 dollars le baril et est ressorti en repli de 12,9% en glissement annuel. Cette évolution s'explique principalement par une offre excédentaire en liaison avec les augmentations soutenues de la production opérées par les pays de l'OPEP+³ depuis le mois d'avril 2025 et la baisse prévue de la demande mondiale, ce qui a plus que compensé les craintes liées à la baisse des stocks américains et à l'enlisement du conflit en Ukraine.

Sur le marché européen du gaz naturel, le cours a diminué de 8,3% sur les huit premiers mois de l'année, pour s'établir en moyenne à 12,7 \$/mmBTU, soit une hausse de 28,5% par rapport à son niveau de l'année précédente.

Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent et du Gaz naturel-Europe



Source : Banque Mondiale.

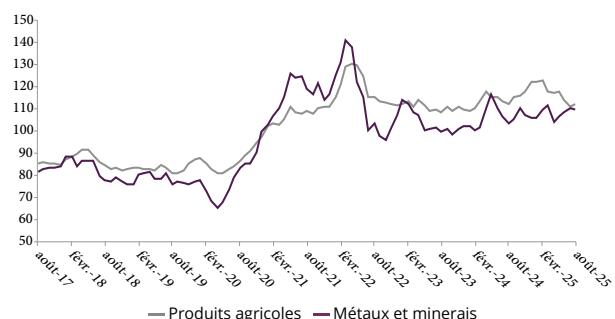
1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Au cours des huit premiers mois de l'année, les prix des produits non énergétiques ont enregistré un recul moyen de 1,6%, reflétant une baisse de 4,1% des cours produits agricoles et une hausse de 2,3% de ceux des métaux et minéraux. En glissement annuel, ils ressortent en accroissement de 3,3%, avec des augmentations de 3,1% des cours des produits agricoles et de 1,8% de ceux des métaux et minéraux. Pour ce qui est de l'or, il a continué de bénéficier de son statut de valeur refuge, enregistrant une hausse moyenne de

³ Les pays de l'OPEP+ ayant décidé, à l'issue de leur réunion du 7 septembre, de poursuivre le cycle de hausse de la production entamé en avril 2025, avec une nouvelle augmentation de 137 000 barils par jour à partir d'octobre 2025.

18,8% au cours des huit premiers mois de l'année, pour atteindre 3147 dollars l'once⁴, soit une augmentation de 39,1% en glissement annuel.

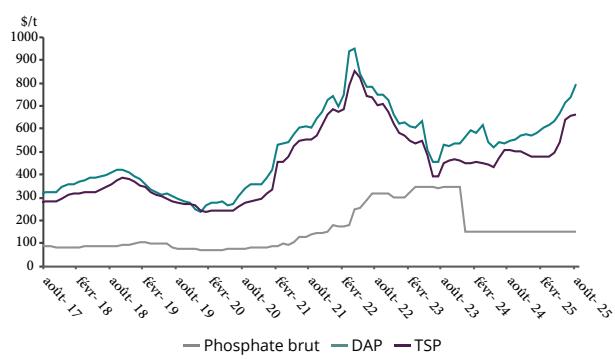
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie (2010=100)



Source : Banque Mondiale.

Concernant le phosphate et ses dérivés, les cours sont demeurés inchangés en moyenne à 152,5 \$/t pour la roche au cours des huit premiers mois de l'année, tandis qu'ils ont progressé en moyenne de 17,7% à 669 \$/t pour le DAP, et de 16,1% à 554,2 \$/t pour le TSP. En glissement annuel, les prix ont enregistré des hausses de 19,2% aussi bien pour le DAP que pour le TSP, alors que pour le phosphate brut, ils sont restés inchangés par rapport à l'année précédente.

Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés



Source : Banque Mondiale.

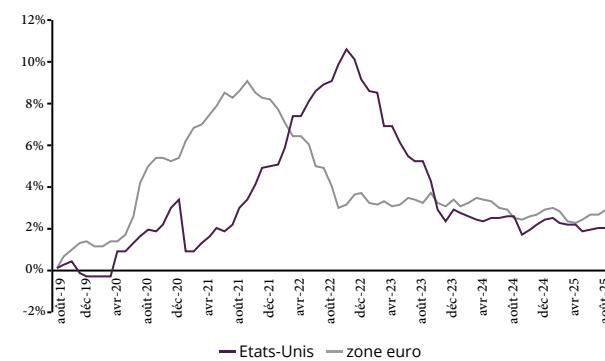
⁴ Son prix a culminé à un pic historique de 3685,7 dollars l'once le 17 septembre.

1.3.3 Inflation

Aux États-Unis, l'inflation annuelle est restée nettement au-dessus de l'objectif de la FED, en s'accélérant à 2,9% en août⁵, après s'être établie à 2,7% en juillet. Dans la zone euro, elle est restée inchangée à 2% en août, le même niveau que les deux mois précédents. Cette évolution traduit notamment une accélération de 1,8% en juillet à 2,1% en août en Allemagne, une stabilisation à 2,7% en Espagne, alors qu'une légère décélération de 0,9% à 0,8% a été enregistrée en France et de 1,7% à 1,6% en Italie. Dans les autres principales économies avancées, l'inflation s'est stabilisée à 3,8% août au Royaume-Uni et a, en revanche, décélérée de 3% à 2,7% au Japon.

Quant aux principales économies émergentes, après être ressortie globalement stable en juin et juillet, l'inflation en Chine est retombée une nouvelle fois en territoire négatif s'établissant à -0,4% en août. Ailleurs, elle a ralenti de 8,8% en juillet à 8,1% en août en Russie et de 5,2% à 5,1% au Brésil, tandis qu'elle s'est accélérée de 1,6% à 2,1% en Inde.

Graphique 1.10 : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro



Source : Thomson Reuters Eikon.

Tableau 1.3 : Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés, en glissement annuel (en %)

	2023	2024	2025		
			Juin	Juillet	Août
Etats-Unis	4,1	3,0	2,7	2,7	2,9
Zone Euro	5,4	2,4	2,0	2,0	2,0
Allemagne	6,0	2,5	2,0	1,8	2,1
France	5,7	2,3	0,9	0,9	0,8
Espagne	3,4	2,9	2,3	2,7	2,7
Italie	5,9	1,1	1,8	1,7	1,6
Royaume-Uni	7,3	2,5	3,6	3,8	3,8
Japon	3,3	2,7	3,2	3,0	2,7

Sources : Thomson Reuters Eikon, Eurostat & FMI.

⁵ La plupart des tarifs douaniers imposés par les Etats-Unis sont entrés en vigueur au mois d'août, après les trêves initiales. Selon le BLS, l'inflation aux Etats-Unis a été tirée notamment par l'augmentation des prix des produits alimentaires et des logements.

2. Comptes extérieurs

Les données du commerce extérieur relatives aux sept premiers mois de l'année 2025 indiquent une accélération de la progression des échanges de biens, une poursuite de la bonne performance des recettes de voyages ainsi qu'une consolidation des flux d'IDE comparativement à la même période une année auparavant.

Ainsi, les importations se sont accrues de 8,8% à 469,7 milliards de dirhams et les exportations de 4,2% à 274,8 milliards. En conséquence, le déficit commercial de biens s'est creusé à 194,9 milliards et le taux de couverture est revenu de 61,1% à 58,5%.

En parallèle, les recettes de voyages ont enregistré une hausse de 12,6% à 67,1 milliards, alors que les transferts des MRE se sont repliés de 1% à 68,8 milliards. Pour ce qui est des principales opérations financières, les recettes d'IDE se sont élevées à 30,5 milliards de dirhams, contre 24 milliards un an auparavant, et les investissements directs marocains à l'étranger ont reculé de 3,8% à 11,7 milliards.

À fin juillet 2025, l'encours des avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib s'est chiffré à 406 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 14 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

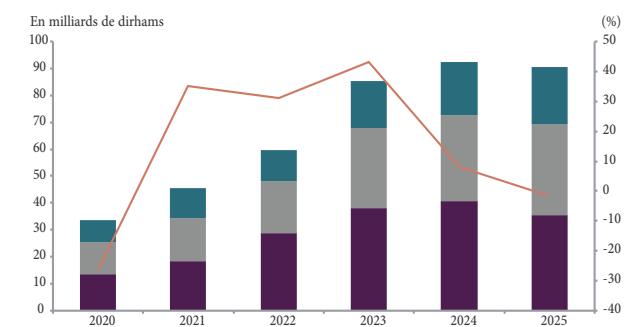
2.1.1 Exportations

L'augmentation des exportations a été essentiellement tirée par celle des phosphates et dérivés qui se sont améliorées de 20,9% à 55,2 milliards. Cette évolution est le résultat de hausses de 19,3% des ventes d'« engrais naturels et chimiques », de 56,2% du « phosphate brut » et de 12,1% de l'« acide phosphorique ». Dans le même sens, les exportations de l'« agriculture et l'agroalimentaire » se sont accrues de 3,4% à 53,8 milliards, traduisant d'un côté une augmentation de 10,5% pour les produits agricoles à 28,7 milliards, et de l'autre, un recul des ventes de l'industrie alimentaire de 3,3% à 23,6 milliards de dirhams. En parallèle, le dynamisme de l'industrie aéronautique s'est poursuivi, avec une nouvelle expansion de ses exportations de 8,9% à 16,7 milliards de dirhams, dont 11 milliards, au lieu de 10,1 milliards à la même période une année auparavant, pour le segment de l'« assemblage ».

En revanche, les exportations du secteur automobile ont accusé un repli de 1,8% à 90,7 milliards, en lien avec une diminution de 12,7%

à 35,4 milliards des ventes du segment de la « construction », celles du « câblage » ayant à l'inverse progressé de 5% à 33,9 milliards.

Graphique 2.1 : Exportations du secteur automobile à fin juillet



Pour ce qui est du secteur du « textile et cuir », ses exportations ont connu une contraction de 3,3% à 27 milliards, avec en particulier une régression de 3% à 17,9 milliards pour les « vêtements confectionnés ».

Les ventes du secteur « électronique et électricité » ont, pour leur part, reculé de 6,5% à 10,1 milliards, reflétant une baisse de 39,6% à 2,9 milliards des « composants électroniques » qui a plus que

compensé l'accroissement de 28,7% à 4,1 milliards des « fils et câbles ».

Tableau 2.1 : Exportations par secteur
(en millions de dirhams)

Secteurs/Segments	Janvier - Juillet		Variations	
	2025	2024	en valeur	en %
Exportations	274 803	263 665	11 138	4,2
Phosphates et dérivés	55 185	45 630	9 555	20,9
Engrais naturels et chimiques	40 429	33 897	6 532	19,3
Phosphates	5 684	3 640	2 044	56,2
Acide phosphorique	9 073	8 093	980	12,1
Agriculture et Agro-alimentaire	53 810	52 039	1 771	3,4
Agriculture, sylviculture, chasse	28 714	25 986	2 728	10,5
Industrie du tabac	764	753	11	1,5
Industrie alimentaire	23 619	24 427	-808	-3,3
Aéronautique	16 717	15 351	1 366	8,9
Assemblage	10 954	10 059	895	8,9
EWIS	5 706	5 218	488	9,4
Autres extraction minières	2 895	3 106	-211	-6,8
Autres minerais métallifères et déchets métalliques	34	131	-97	-74,0
Mineraï de zinc	173	238	-65	-27,3
Mineraï de plomb	499	466	33	7,1
Électronique et électricité	10 067	10 766	-699	-6,5
Composants électroniques	2 862	4 739	-1 877	-39,6
Appareils électr. pr téléphonie ou télégraphie par fil	1 083	1 145	-62	-5,4
Fils et câbles	4 091	3 179	912	28,7
Textile et cuir	27 033	27 942	-909	-3,3
Vêtements confectionnés	17 942	18 504	-562	-3,0
Articles de bonneterie	5 007	5 309	-302	-5,7
Textile technique	420	312	108	34,6
Automobile	90 703	92 390	-1 687	-1,8
Construction	35 393	40 536	-5 143	-12,7
Câblage	33 852	32 253	1 599	5,0
Intérieur véhicules et sièges	5 920	5 415	505	9,3
Powertrain	7 499	7 046	453	6,4
Autres industries	18 394	16 440	1 954	11,9
Métallurgie et travail des métaux	5 141	4 376	765	17,5
Industrie plastique et du caoutchouc	1 166	909	257	28,3
Industrie pharmaceutique	876	895	-19	-2,1

Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

La hausse des importations a concerné l'ensemble des principaux produits, à l'exception de ceux énergétiques dont la facture s'est allégée de 6,1% à 62,8 milliards de dirhams, en lien avec une contraction de 14,2% à 29,5 milliards des approvisionnements en « gas-oils et fuel-oils ». Les acquisitions de biens d'équipement se sont renforcées de 14,5% à 110,4 milliards, portées notamment par une augmentation de 30,2% de celles de « parties d'avions et d'autres véhicules aériens » à 9,8 milliards.

Quant aux achats de produits bruts, ils se sont accrus de 28,8% à 24,4 milliards, reflétant essentiellement un bond de 52,3% des acquisitions de « soufres bruts et non raffinés », celles de demi-produits ayant été passées à 100,4 milliards, en accroissement de 6,8%.

De même, les importations de biens de consommation ont progressé de 13,7% à 115,6 milliards, résultat des hausses de 39,9% pour les « voitures de tourisme » et de 17,6 pour les « médicaments et autres produits pharmaceutiques ». Concernant les produits alimentaires, leurs acquisitions ont affiché une augmentation de 2,7% à 55,1 milliards, avec une progression de 39,9% des achats d'« animaux vivants », les importations de blé ayant à l'inverse diminué de 13,1% à près de 10 milliards de dirhams.

Tableau 2.2 : Importations par groupement d'utilisation de produits (en millions de dirhams)

Principaux produits	Janvier - Juillet		Variations	
	2025	2024	En valeur	En %
Importations	469 726	431 868	37 858	8,8
Biens d'équipement	110 357	96 362	13 995	14,5
Avions et autres véhicules aériens ou spatiaux	2 785	78	2 707	-
Parties d'avions et d'autres véhicules aériens	9 797	7 525	2 272	30,2
Machines et appareils divers	7 881	6 825	1 056	15,5
Produits finis de consommation	115 552	101 592	13 960	13,7
Voitures de tourisme	20 806	14 874	5 932	39,9
Médicaments et autres produits pharmaceutiques	7 481	6 361	1 120	17,6
Sièges, meubles, matelas et articles d'éclairage	3 906	3 170	736	23,2
Cycles et motocycles, leurs parties et pièces	1 852	1 332	520	39,0
Demi produits	100 400	93 981	6 419	6,8
Produits chimiques	10 448	9 164	1 284	14,0
Matières plastiques et ouvrages divers en plastique	13 442	12 511	931	7,4
Fils, barres et profilés en cuivre	6 853	6 091	762	12,5
Produits bruts	24 384	18 932	5 452	28,8
Souffres bruts et non raffinés	7 760	5 094	2 666	52,3
Huile de soja brute ou raffinée	4 016	3 260	756	23,2
Ferraille, déchets et autres minéraux	2 975	2 278	697	30,6
Produits alimentaires	55 122	53 683	1 439	2,7
Animaux vivants	3 673	2 625	1 048	39,9
Mais	4 510	3 641	869	23,9
Café	1 661	1 131	530	46,9
Blé	9 945	11 446	-1 501	-13,1
Produits énergétiques	62 825	66 895	-4 070	-6,1
Gas-oils et fuel-oils	29 476	34 358	-4 882	-14,2
Essence de pétrole	3 735	3 935	-200	-5,1
Houilles; cokes et combustibles solides similaires	8 147	7 601	546	7,2

Source : Office des Changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

Concernant la balance des services, son solde excédentaire a affiché une hausse de 10,8%, résultat d'accroissements de 8,8% des exportations et de 7% des importations.

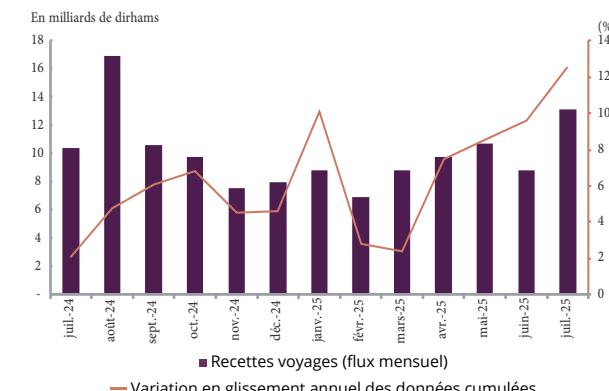
Tableau 2.3 : Balance des services (en millions de dirhams)

	Janvier - Juillet		Variation	
	2025	2024	en valeur	en %
Importations	86 785	81 088	5 697	7,0
Exportations	168 903	155 213	13 690	8,8
Solde	82 118	74 125	7 993	10,8

Source : Office des Changes.

En particulier, les recettes de voyages ont poursuivi leur bonne performance avec une expansion de 12,6% à 67,1 milliards et les dépenses au même titre se sont accrues de 7,6% à 18,2 milliards.

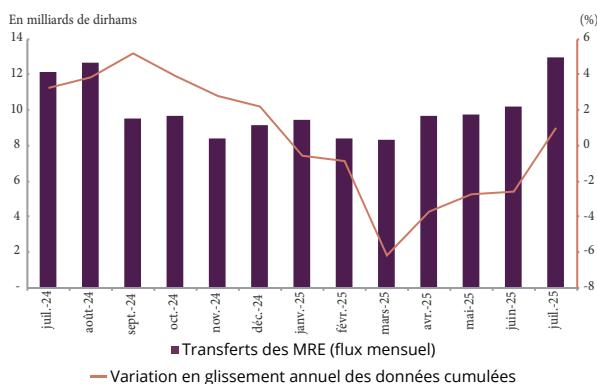
Graphique 2.2 : Evolution mensuelle des recettes de voyages



Source : Office des Changes.

En revanche, les transferts des MRE restent en baisse quoi qu'en atténuation à -1% pour se situer à 68,8 milliards de dirhams.

Graphique 2.3 : Evolution mensuelle des transferts des MRE



Source : Office des Changes.

2.3 Compte financier

Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux net d'IDE s'est renforcé de 25,6% à 16,9 milliards de dirhams, porté par une amélioration de 26,8% des recettes à 30,5 milliards, les cessions ayant connu une augmentation de 28,3% à 13,5 milliards. En parallèle, le flux net des investissements directs marocains à l'étranger s'est élevé à 3,5 milliards, traduisant des diminutions de 3,8% à 11,7 milliards des flux sortants et de 22,4% à 8,2 milliards des rapatriements de ces investissements.

A fin juillet 2025, l'encours des avoirs officiels de réserve a atteint 406 milliards de dirhams, représentant ainsi l'équivalent de 5 mois et 14 jours d'importations de biens et services.

**Tableau 2.4 : Investissements directs
(en millions de dirhams)**

	Janvier - Juillet		Variation	
	2025	2024	en valeur	en %
Investissements directs étrangers	16 932	13 481	3 451	25,6
Recettes	30 460	24 026	6 434	26,8
Dépenses	13 528	10 545	2 983	28,3
Investissements directs marocains à l'étranger	3 460	1 553	1 907	122,8
Dépenses	11 667	12 133	-466	-3,8
Recettes	8 207	10 580	-2 373	-22,4

Source : Office des Changes.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHE DES ACTIFS

Au cours du deuxième trimestre de 2025, le taux débiteur moyen global a baissé en glissement trimestriel de 14 points de base et le taux de change effectif réel s'est apprécié de 0,2%. S'agissant du crédit bancaire au secteur non financier, son rythme d'accroissement annuel a décéléré à 3,4% en juillet après 4,4% au deuxième trimestre, reflétant essentiellement l'accentuation du repli des facilités de trésorerie accordées aux entreprises non financières privées. Concernant les autres contreparties de la masse monétaire, les avoirs officiels de réserve ont connu une augmentation annuelle de 11% en juillet après celle de 11,1% et les créances nettes sur l'administration centrale ont progressé de 0,1% après un repli de 0,9%. Au total, la masse monétaire est ressortie en hausse annuelle de 7,7% en juillet contre 8% au deuxième trimestre.

Sur le marché immobilier, les transactions ont affiché un nouveau repli trimestriel de 10,8% au deuxième trimestre 2025, après celui de 25,4% au trimestre précédent, recouvrant des baisses de 15,1% pour les biens résidentiels et de 13,3% pour les biens à usage professionnel ainsi qu'une progression de 6% pour le foncier. Dans ce contexte, les prix ont accusé une nouvelle baisse trimestrielle, reculant de 0,2% après -1,6% un trimestre auparavant. Cette évolution a concerné l'ensemble des catégories de biens avec des taux de 0,3% pour le résidentiel et de 0,2% pour le foncier et pour les biens à usage professionnel.

Au niveau de la Bourse de Casablanca, les cours ont poursuivi leur tendance haussière, avec une appréciation du MASI en août, portant sa performance à 35,8% depuis décembre 2024. Dans ces conditions, la capitalisation boursière a atteint 1 055,7 milliards de dirhams, en accroissement de 10% par rapport au mois de juin et de 40,3% depuis fin décembre 2024.

3.1 Conditions monétaires

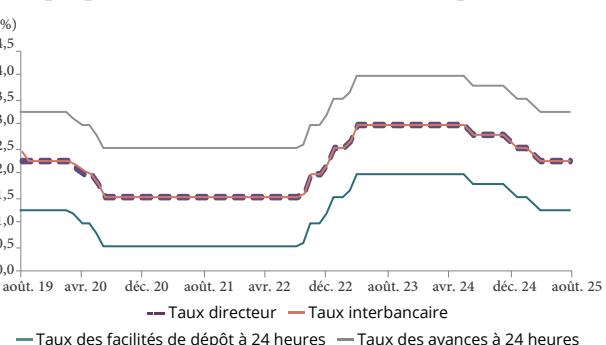
3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Le déficit de liquidité des banques s'est creusé de 113,4 milliards de dirhams au deuxième trimestre de 2025 à 118 milliards en moyenne en juillet et août.

Ainsi, Bank Al-Maghrib a porté le volume de ses injections à 132,1 milliards, après 127,9 milliards au deuxième trimestre, réparti principalement entre des avances à 7 jours à hauteur de 54,6 milliards, des opérations de pensions livrées pour un montant de 43,7 milliards et des opérations de prêts garantis, accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME, pour un montant de 33,8 milliards.

Ces évolutions se sont accompagnées d'un raccourcissement de la durée moyenne des interventions de la Banque de 14 jours à 11 jours. Dans ces conditions, le taux interbancaire est demeuré aligné sur le taux directeur, s'établissant à 2,25%.

Graphique 3.1 : Taux interbancaire (données quotidiennes)



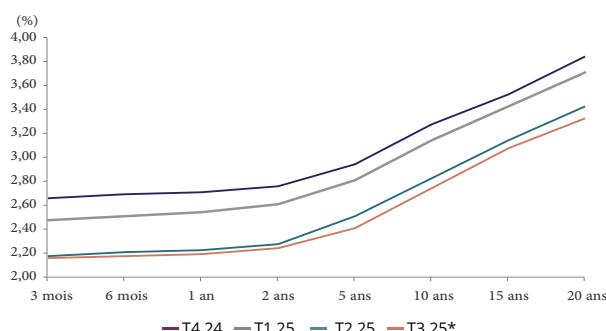
Sur le marché des bons du Trésor, les taux se sont globalement orientés à la baisse en moyenne en juillet et août comparativement au deuxième trimestre de l'année, et ce, aussi bien sur le compartiment primaire que secondaire.

Tableau 3.1 : Taux des bons du Trésor sur le marché primaire (en %)

	2024			2025		
	T2	T3	T4	T1	T2	T3*
26 semaines	2,85	2,70	2,58	2,45	2,09	1,94
52 semaines	-	2,74	2,59	2,54	2,02	2,04
2 ans	3,24	2,85	2,71	2,60	2,20	2,24
5 ans	3,43	3,11	2,94	2,84	2,46	2,37
10 ans	3,75	3,48	3,25	3,17	2,80	2,72
15 ans	4,03	3,74	3,54	3,45	3,12	3,08

*Moyenne des données de juillet et août.

Graphique 3.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire (en %)



*Moyenne des données de juillet et août.

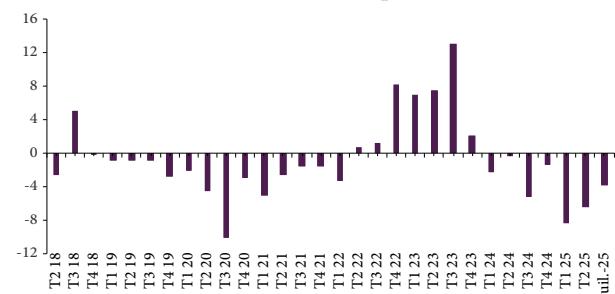
Au niveau du marché de la dette privée, les taux des émissions des certificats de dépôt ont augmenté en juillet par rapport au deuxième trimestre. Pour ce qui est des taux créditeurs, ceux appliqués aux dépôts à terme ont connu des baisses de 29 pb à 2,16% pour la durée de 6 mois et de 23 pb à 2,57% pour un an.

Tableau 3.2 : Taux créditeurs (en %)

	2024			2025		
	T2	T3	T4	T1	T2	juil.
6 mois	2,56	2,77	2,45	2,53	2,45	2,16
12 mois	3,06	2,60	2,88	2,78	2,80	2,57

Quant au taux minimum de rémunération des comptes sur carnet, il a été fixé pour le deuxième semestre de l'année 2025 à 1,91%, en repli de 30 pb par rapport au semestre précédent. Dans ces conditions, le coût de financement des banques¹ est demeuré quasi-stable en juillet 2025 comparativement au deuxième trimestre.

Graphique 3.3 : Coût de financement des banques (variation trimestrielle en points de base)



Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au deuxième trimestre de 2025 indiquent une diminution trimestrielle de 14 pb du taux moyen global à 4,84%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les crédits aux particuliers ont baissé de 19 pb à 5,77%, avec notamment des replis de 25 pb à 6,88% pour les prêts à la consommation et de 6 pb à 4,68% pour ceux à l'habitat. S'agissant des taux appliqués aux crédits aux entreprises non financières, ils ont enregistré un recul de 12 pb à 4,72%, avec des replis de 32 pb à 4,82% pour les prêts à l'équipement et de 9 pb à 4,64% pour les facilités de trésorerie ainsi qu'une quasi-stabilité à 5,47% pour les crédits à la promotion immobilière. Par taille d'entreprises, la baisse a été de 29 pb à 4,67% pour les grandes entreprises et de 18 pb à 5,43% pour les TPME.

¹ Le coût de financement des banques est calculé comme une moyenne pondérée des coûts de leurs différentes ressources.

Tableau 3.3 : Taux débiteurs (en %)

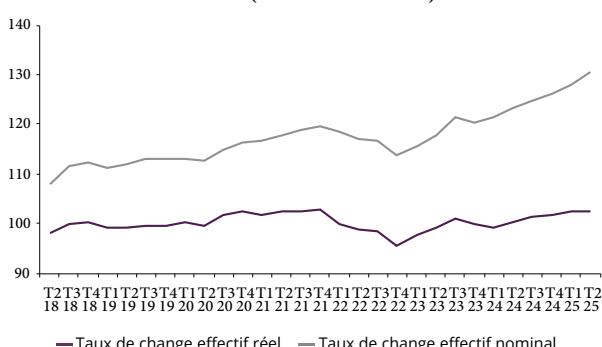
	2024				2025	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Taux global	5,40	5,43	5,21	5,08	4,98	4,84
Particuliers	6,09	5,89	5,91	5,79	5,96	5,77
Crédits immobiliers	4,81	4,79	4,76	4,75	4,74	4,68
Crédits à la consommation	7,22	7,03	7,06	6,99	7,13	6,88
Entreprises	5,26	5,37	5,12	5,00	4,84	4,72
Crédits de trésorerie	5,30	5,38	5,06	4,99	4,73	4,64
Crédits à l'équipement	5,11	4,99	5,24	4,98	5,14	4,82
Crédits immobiliers	5,19	5,69	5,68	5,18	5,48	5,47

3.1.2 Marché des changes

Sur le marché des changes, l'euro a connu une appréciation de 7,8% face au dollar américain au deuxième trimestre de 2025 en moyenne par rapport au trimestre précédent. Ainsi, la valeur du dirham s'est dépréciée de 0,7% contre l'euro et s'est appréciée de 7,2% vis-à-vis du dollar américain.

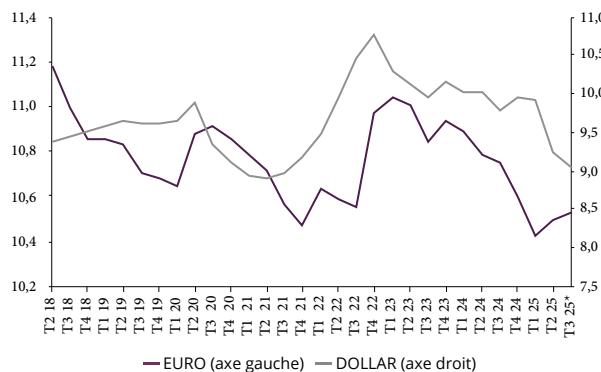
Face aux devises des principaux pays émergents, la monnaie nationale a connu, entre le premier et le deuxième trimestre de 2025, des appréciations de 14,6% contre la livre turque, de 6,5% par rapport au yuan chinois et de 1% vis-à-vis de la livre sterling. En conséquence, et compte tenu du différentiel d'inflation du Maroc par rapport à ses principaux partenaires et concurrents commerciaux, le taux de change effectif est ressorti en appréciation de 2% en termes nominaux et de 0,2% en termes réels.

Graphique 3.4 : Taux de change effectifs en termes nominaux et réels (Base 100 en 2010)



Les données relatives aux mois de juillet et août indiquent une poursuite de l'appréciation de l'euro face au dollar américain avec une hausse de 2,8% en moyenne comparativement au deuxième trimestre. Dans ces conditions, le dirham s'est apprécié de 2,4% vis-à-vis du dollar américain et s'est déprécié de 0,3% contre l'euro.

Graphique 3.5 : Taux de change du dirham



*Moyenne des mois de juillet et août 2025.

Pour ce qui est du volume des transactions, le montant des échanges de devises contre dirhams sur le marché interbancaire s'est chiffré à 23,1 milliards de dirham en juillet, en baisse de 32% par rapport au deuxième trimestre de 2025. Concernant les opérations au comptant des banques avec leur clientèle, elles ont progressé de 12,5% à 41,4 milliards pour les achats de la clientèle et de 16% à 41,2 milliards pour leurs ventes. Quant aux opérations à terme, elles ont totalisé 23,3 milliards pour les achats, en hausse de 41,5%, et 2,2 milliards pour les ventes, en recul de 46,3%.

3.1.3 Situation monétaire²

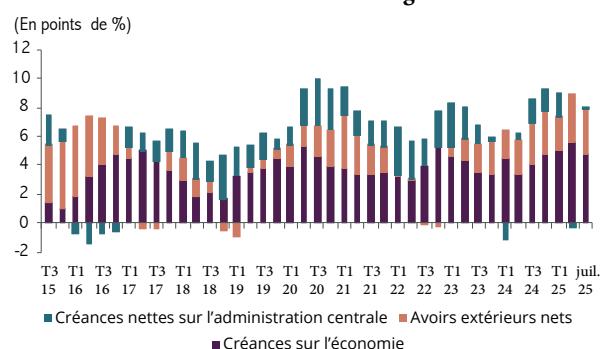
L'agrégat M3 s'est accru de 7,7% en juillet après 8% au deuxième trimestre de 2025. Par principales composantes, ce ralentissement reflète celui de la progression des dépôts à vue auprès des banques de 11,8% à 11,2% et le recul des dépôts à terme de 0,3% après une augmentation de 3,2%. De même, les dépôts en devises se sont accrus de 2,8% après

² Les données trimestrielles représentent les encours en fin de période.

3%. En revanche, le rythme d'accroissement de la circulation fiduciaire s'est accéléré de 7% au deuxième trimestre à 8,7% en juillet. De leur côté, les titres des OPCVM monétaires et les comptes d'épargne ont connu des hausses de 7,6% et de 1,9% respectivement après celles de 6,3% et de 1,8% le trimestre précédent.

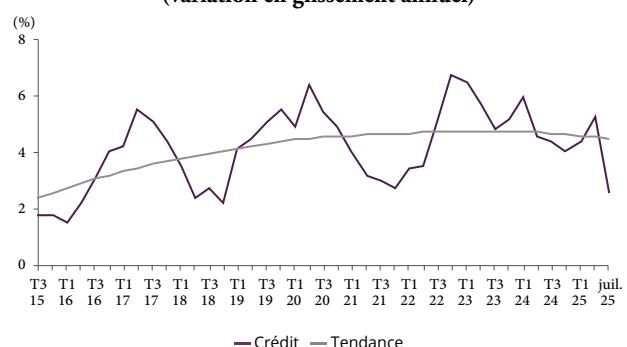
Par principales contreparties, l'évolution de la masse monétaire est le résultat de la décélération de la progression du crédit bancaire de 5,8% au deuxième trimestre à 4,9% en juillet, de la quasi-stabilité du rythme d'accroissement des avoirs officiels de réserve à 11%, ainsi que de la hausse de 0,1% des créances nettes sur l'administration centrale après un repli de 0,9%.

Graphique 3.6 : Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire en glissement annuel



En particulier, le crédit au secteur non financier a augmenté de 3,4% en juillet après 4,4% au deuxième trimestre, résultat d'une décélération des prêts aux entreprises privées de 3,5% à 1,2% et d'une quasi-stabilité de l'accroissement de ceux accordés aux entreprises publiques à 7,5%, alors que les prêts destinés aux ménages ont connu une accélération de 2,5% à 2,9%.

Graphique 3.7 : Crédit bancaire (variation en glissement annuel)

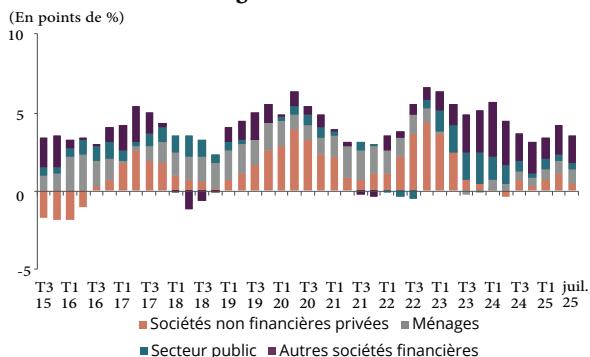


L'évolution des prêts aux sociétés non financières privées reflète l'accentuation du repli des facilités de trésorerie de 2,3% à 8,2%, les crédits à la promotion immobilière s'étant accrus de 8,3% après 7,1% et ceux à l'équipement de 13,9% après 12%.

Pour ce qui est des concours aux entreprises publiques, leur évolution est le résultat de l'accélération du rythme de croissance des prêts à l'équipement de 3,5% à 11%, tandis que les facilités de trésorerie ont augmenté de 10,2% après 16,9% au deuxième trimestre.

Concernant les prêts aux particuliers, leur progression est passée de 2,5% à 3%, avec des accélérations de 2% à 2,5% pour les crédits à l'habitat et de 2,8% à 3,2% pour ceux à la consommation. En revanche, les concours aux entrepreneurs individuels ont connu une accentuation de leur repli de 0,6% à 1,6%.

Graphique 3.8 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit



Par branche d'activité, les données disponibles relatives au deuxième trimestre de 2025 indiquent des progressions en glissement annuel de 13,8% pour le secteur de l'« Electricité, gaz et eau », de 7,5% pour les entreprises du « Bâtiment et travaux publics », de 6% pour la branche du « Commerce, réparations automobiles et d'articles domestiques » et de 2,5% pour les « Industries alimentaires et tabac ». A l'inverse, les concours destinés aux branches des « Industries extractives » et des « Hôtels et restaurants » ont accusé des replis respectifs de 9,8% et 13,2%.

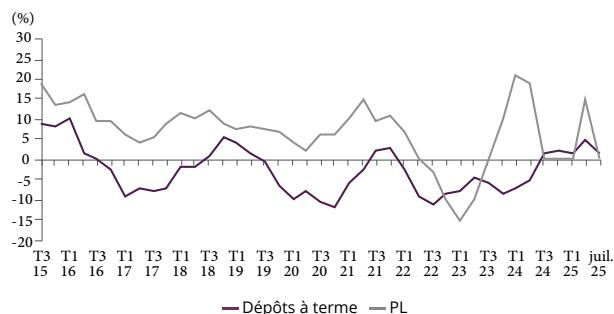
S'agissant des créances en souffrance, elles se sont accrues de 5,4% en juillet et leur ratio à l'encours du crédit bancaire s'est établi à 8,7%. Elles ont augmenté de 5,5% pour les ménages et de 4,9% pour les entreprises non financières privées avec des ratios respectifs de 10,6% et 13%.

Pour ce qui est des crédits octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils se sont accrûs de 11,2% au deuxième trimestre de 2025. Cette évolution reflète des accroissements de 13,1% pour les prêts distribués par les sociétés de financement et de 6,9% pour les concours des associations de micro-crédit, alors que ceux accordés par les banques offshore ont reculé de 12,2%.

Concernant les agrégats de placements liquides, ils se sont accrûs de 16,2% en juillet après 13,5%

au deuxième trimestre, avec des accélérations des rythmes de progression des titres des OPCVM obligataires de 18% à 25,6%, et des titres OPCVM actions et diversifiés de 52,3% à 55,6%. En revanche, les bons du Trésor ont enregistré une hausse de 1,3% après 2,3%.

Graphique 3.9 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme



3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

Au deuxième trimestre de 2025, l'indice des prix des actifs immobiliers s'est contracté en glissement trimestriel de 0,2%, reflétant des diminutions de 0,3% pour le résidentiel et de 0,2% pour le foncier et les biens à usage professionnel.

En parallèle, le nombre des transactions a affiché un repli trimestriel de 10,8% recouvrant des baisses de 15,1% pour les biens résidentiels et de 13,3% pour les biens à usage professionnel ainsi qu'une progression de 6% pour le foncier.

Au niveau des principales villes, les prix ont reculé de 0,5% à Casablanca, Tanger et El Jadida et de 1,2% à Meknès. En revanche, ils ont progressé de 1,4% à Rabat et Kénitra, et sont demeurés quasi-stables à Agadir, Marrakech, Fès et Oujda. S'agissant des ventes, et à l'exception de Rabat, Agadir et Marrakech qui ont enregistré des augmentations allant de 2,7% à 9,6%, l'ensemble des autres principales villes ont affiché des régressions à des taux variant de 9,1% à Fès et Oujda à 24,6% à Meknès.

Graphique 3.10 : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières



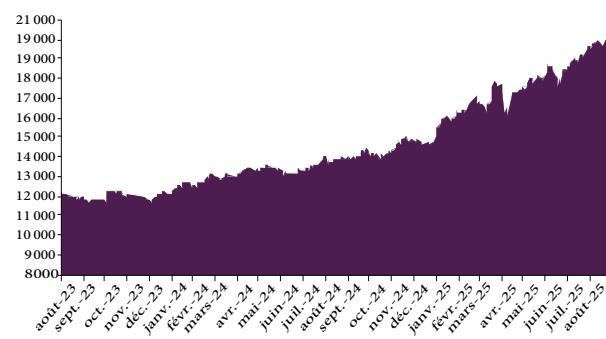
Sources : BAM et ANCFCC.

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

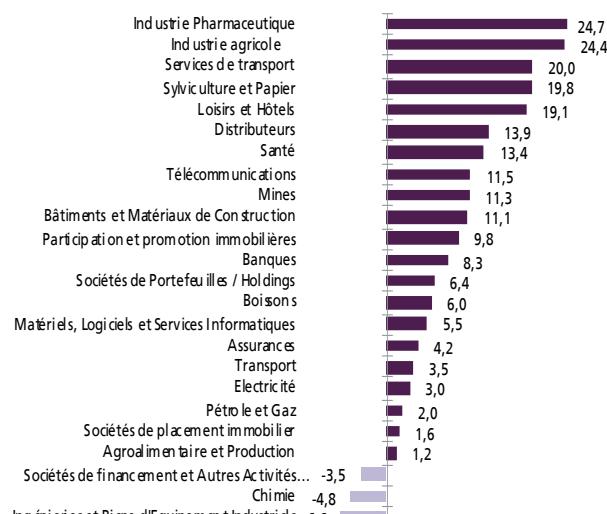
Au cours des mois de juillet et août, la tendance haussière du MASI s'est poursuivie, affichant une progression de 9,6% par rapport à fin juin et portant sa performance à 35,8% depuis décembre 2024. Cette évolution recouvre principalement des hausses des indices sectoriels de 8,3% pour le secteur des « Banques », de 20% pour celui des « Services de transport », de 11,1% pour les « Bâtiments et matériaux de construction », de 11,5% pour les « Télécommunications » et de 13,4% pour la « Santé ».

Graphique 3.11 : Evolution de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

Graphique 3.12 : Evolution des indices sectoriels au mois d'août par rapport au deuxième trimestre 2025(en %)

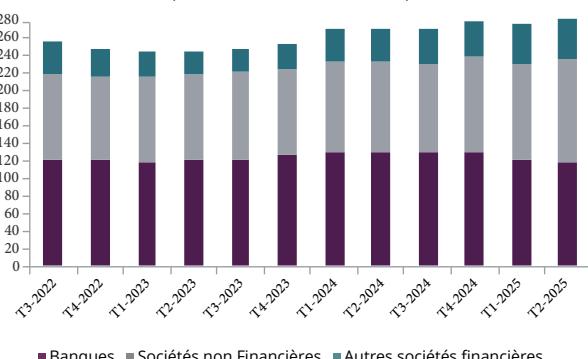


Source : Bourse de Casablanca.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Au cours du mois de juillet, les émissions des bons du Trésor se sont élevées à 13,4 milliards de dirhams, après 30 milliards au deuxième trimestre. Elles ont porté à hauteur de 79% sur des maturités moyennes et 20% sur celles longues. Compte tenu des remboursements de 10,5 milliards, l'encours des bons du Trésor s'est établi à 779 milliards à fin juillet, en progression de 0,4% par rapport au deuxième trimestre et de 1,2% comparativement au début d'année.

Graphique 3.13 : Evolution des levées des bons du Trésor (en milliards de dirhams)



Source : BAM.

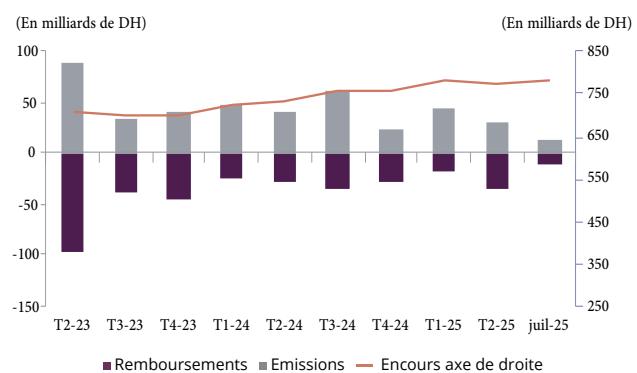
3.2.2.3 Marché de la dette privée

Les émissions des titres de dette privée se sont établies à 26,5 milliards de dirhams au second trimestre, au lieu de 24,2 milliards un trimestre auparavant. Les sociétés financières ont levé 13,1 milliards après 12,8 milliards, et les sociétés non financières 13,4 milliards au lieu de 11,5 milliards.

Par instrument, les émissions de titres de créances négociables se sont établies à 9 milliards de dirhams, répartis entre 5,9 milliards en certificats de dépôt, 2,2 milliards en bons des sociétés de financement et un milliard en billets de trésorerie. Pour leur part, les émissions des obligations se sont chiffrées à 17,5 milliards, réalisées à hauteur de 70,9% par les sociétés non financières.

Compte tenu des remboursements, l'encours de la dette privée ressort à 284,7 milliards de dirhams à fin juin 2025.

Graphique 3.14 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur (en millions de dirhams)



Source : Maroclear et calculs BAM.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Au cours des huit premiers mois³ de l'année, les souscriptions aux OPCVM se sont chiffrées à 1 041,7 milliards de dirhams contre 787,6 milliards durant la même période un an auparavant. De leur côté, les rachats se sont élevés à 949 milliards au

lieu de 751,5 milliards, soit une collecte nette de 92,6 milliards de dirhams. S'agissant des indices de performance, ils ont été en hausse en août pour l'ensemble des fonds, avec des taux allant de 2,8% en glissement annuel pour les OPCVM monétaires à 46,1% pour les fonds actions.

L'actif net des OPCVM ressort à fin août à 806,6 milliards de dirhams, en augmentation de 23,5% par rapport à fin décembre 2024. A l'exception des OPCVM contractuels qui ont accusé un repli de 30,3% de leur encours, les autres catégories d'OPCVM ont enregistré des hausses allant de 12,9% pour les fonds obligataires moyen et long terme à 55,9% pour ceux actions.

³ Les dernières données disponibles correspondent au 22 août 2025.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exécution de la loi de finances au titre des huit premiers mois de 2025 s'est soldée par un déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'Etat, de 59,8 milliards de dirhams, en creusement de 17,7 milliards comparativement à la même période en 2024. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 14,5% à 288,2 milliards, tirées principalement par des hausses de 15,5% des rentrées fiscales et de 8,4% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 15% à 272,7 milliards, traduisant essentiellement des accroissements de 18,4% de celles de biens et services et de 18,8% de celles en intérêts de la dette, tandis que les charges de compensation se sont repliées de 26,8%. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 15,4 milliards, au lieu de 14,5 milliards un an auparavant. Pour sa part, l'investissement a connu une hausse de 3,7% à 67,9 milliards, portant les dépenses globales à 340,6 milliards, en augmentation de 12,6%. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il est ressorti négatif à 7,3 milliards après un solde positif de 8,9 milliards.

Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 15,8 milliards, le déficit de caisse s'est creusé à 75,6 milliards, contre 47 milliards à fin août 2024. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures nettes de 41,7 milliards et par un flux net extérieur positif de 34 milliards de dirhams. Ainsi, l'encours de la dette publique directe se serait accru de 5,8% à fin août 2025 par rapport à son niveau à fin décembre 2024. S'agissant des conditions de financement du Trésor, elles se sont améliorées sous l'effet, notamment de la baisse des taux sur le marché des adjudications des bons du Trésor.

4.1 Recettes ordinaires

L'exécution budgétaire à fin août 2025 fait ressortir un accroissement de 14,5% à 288,2 milliards des recettes ordinaires, avec des progressions de 15,5% à 254,7 milliards des rentrées fiscales, tirées principalement par les produits de l'IS et de l'IR, et de 8,4% à 30,2 milliards de celles non fiscales.

Les recettes des impôts directs se sont accrues de 24,9% à 107,4 milliards de dirhams, reflétant des augmentations de 31,3% à 57,4 milliards du produit de l'IS et de 18,3% à 46,9 milliards des rentrées de l'IR. L'évolution de ce dernier incorpore essentiellement des rentrées de 3,8 milliards issues de la régularisation fiscale volontaire, ainsi que des améliorations de 2 milliards des recettes découlant du contrôle fiscal et de 445 millions de dirhams de celles générées par l'IR sur les salaires. Quant à la hausse de l'IS, elle s'explique principalement par

le renforcement de 6,9 milliards du complément de régularisation, qui a atteint un niveau record de 19,6 milliards, et par le rebond des deux premiers acomptes de 7,2 milliards.

Pour ce qui est des recettes des impôts indirects, elles ont drainé 121,1 milliards, en progression de 12,1%, traduisant celles de 11,5% à 95,1 milliards des rentrées de la TVA et de 14,6% à 26 milliards de celles de la TIC. L'évolution de cette dernière taxe reflète en particulier des augmentations de 18,3% à 14,1 milliards des TIC sur les produits énergétiques et de 9,4% à 9,3 milliards de celles sur les tabacs. L'amélioration de la TVA reflète une hausse de 13,5% à 34,8 milliards des recettes de celle à l'intérieur et un accroissement de 10,3% à 60,3 milliards de celle à l'importation.

Tableau 4.1 : Recettes ordinaires
(en milliards de dirhams)*

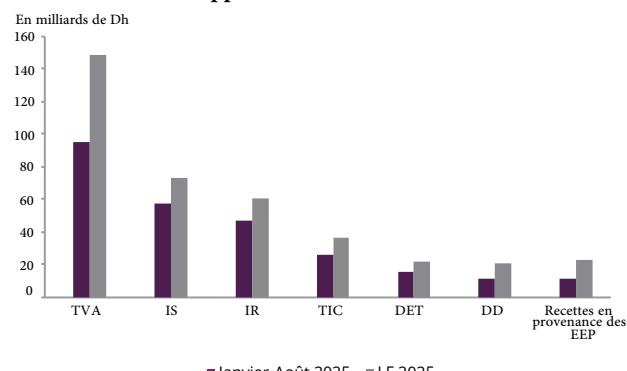
	Jan.- Août 2024	Jan.- Août 2025	Var. en %	LF 2025	Réalisation par rapport à la LF (en %)
Recettes ordinaires	251,6	288,2	14,5	436,7	66,0
Recettes fiscales	220,5	254,7	15,5	367,6	69,3
- Impôts directs	86,0	107,4	24,9	139,3	77,1
Dont IS	43,7	57,4	31,3	73,0	78,7
IR	39,6	46,9	18,3	60,9	77,0
- Impôts indirects	108,0	121,1	12,1	185,3	65,4
TVA*	85,3	95,1	11,5	148,4	64,1
TIC	22,7	26,0	14,6	36,9	70,5
- Droits de douane	12,1	10,9	-9,8	21,3	51,2
- Enregistrement et timbre	14,4	15,3	6,7	21,7	70,5
Recettes non fiscales	27,9	30,2	8,4	65,6	46,1
- Recettes en provenance des EEP	8,3	11,8	41,8	22,6	52,3
- Autres recettes	19,6	18,4	-5,8	43,0	42,9
Mécanismes de financement innovants	11,0	3,8	-65,1	35,0	11,0
Recettes des CST	3,3	3,2	-1,8	3,6	89,1

* Compte tenu des 30% de la TVA transférée aux collectivités territoriales (CT) en 2024 et 32% en 2025.

Sources : Données MEF (DTFE) et retraitement TVA par BAM.

De leur côté, les rentrées des droits de douane ont baissé de 9,8% à 10,9 milliards et celles des droits d'enregistrement et de timbre se sont renforcées de 6,7% à 15,3 milliards.

Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances



Sources : Données MEF (DTFE) et retraitement TVA par BAM.

Note :

- TVA : Taxe sur la valeur ajoutée

- IS : Impôt sur le revenu

- DET : Droits d'enregistrement et de timbre

- EEP : Etablissements et entreprises publics

- IS : Impôt sur les sociétés

- TIC : Taxe intérieure de consommation

Quant aux recettes non fiscales, les encaissements au titre de la rubrique des « autres recettes » ont atteint 18,4 milliards, contre 19,6 milliards, incluant 3,8 milliards au titre des rentrées des mécanismes de financement innovants au lieu de 11 milliards à fin août 2024. Les ressources provenant des établissements et entreprises publics (EEP) ont totalisé 11,8 milliards, au lieu de 8,3 milliards un an auparavant. Elles ont été versées principalement par l'OCP à hauteur de 4,4 milliards, contre 3 milliards, par Bank Al-Maghrib à hauteur de 4 milliards, contre 2,6 milliards, et par l'Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie pour 2,5 milliards, au lieu de 2 milliards.

4.2 Dépenses

Les dépenses globales se sont alourdies de 12,6% à 340,6 milliards à fin août 2025, reflétant des accroissements de 15% à 272,7 milliards de celles ordinaires et de 3,7% à 67,9 milliards de celles d'investissement. Les dépenses de biens et services se sont élevées à 197,3 milliards, en hausse de 18,4%, résultat des augmentations de 11,6% à 118,9 milliards de la masse salariale et de 30,3% à 78,3 milliards des dépenses au titre des autres biens et services. Ces dernières tiennent compte des transferts d'un montant de 35,1 milliards aux EEP et de 22,6 milliards aux comptes spéciaux du Trésor, soient des hausses de 6 milliards et 12,9 milliards respectivement. Concernant l'évolution de la masse salariale, la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel s'est accrue de 11,7% à 100,6 milliards, résultat de la progression de 14,5% de sa composante structurelle et du recul de 23,8% à 5,1 milliards des rappels.

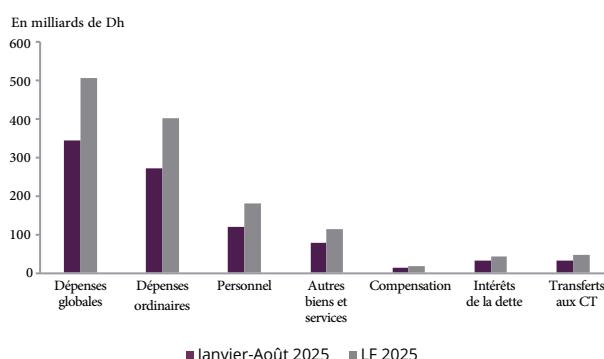
Tableau 4.2 : Exécution des dépenses publiques (en milliards de dirhams) *

	Jan. - Août 2024	Jan. - Août 2025	Var. en %	LF 2025	Exécution par rapport à la LF (en %)
Dépenses globales	302,6	340,6	12,6	507,0	67,2
Dépenses ordinaires	237,2	272,7	15,0	401,4	68,0
Biens et services	166,7	197,3	18,4	294,2	67,1
Personnel	106,5	118,9	11,6	180,3	66,0
Autres biens et services	60,1	78,3	30,3	113,9	68,8
Intérêts de la dette	26,8	31,8	18,8	42,6	74,7
Compensation	18,1	13,3	-26,8	17,1	77,4
Transferts aux CT	25,6	30,4	18,9	47,5	64,1
Investissement	65,4	67,9	3,7	105,6	64,3

* Compte tenu des 30% de la TVA transférée aux collectivités territoriales (CT) en 2024 et 32% en 2025.

Sources : Données MEF (DTFE) et retraitement TVA par BAM.

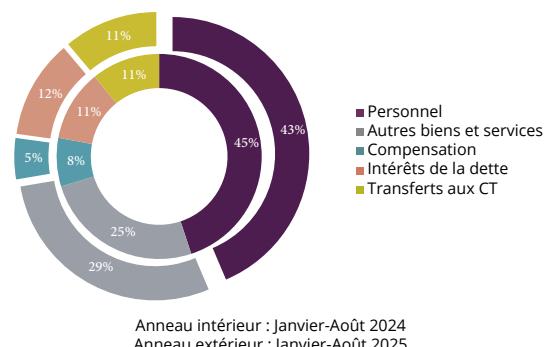
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



Sources : Données MEF (DTFE) et retraitement TVA par BAM.

S'agissant des charges en intérêts de la dette, elles ont augmenté de 18,8% à 31,8 milliards, recouvrant un bond de 28,5% à 25,6 milliards de celles sur la dette intérieure et un recul de 9,5% à 6,2 milliards de celles sur la dette extérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires



Anneau intérieur : Janvier-Août 2024

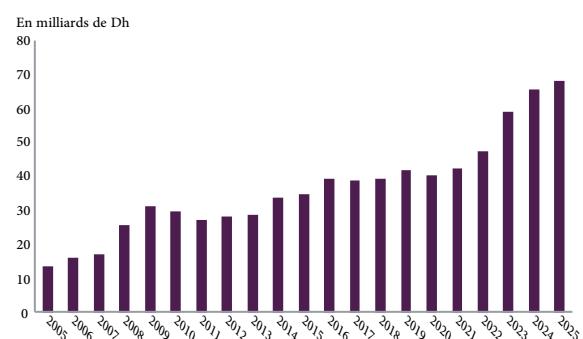
Anneau extérieur : Janvier-Août 2025

Sources : Données MEF (DTFE) et retraitement TVA par BAM.

Les charges de compensation se sont repliées de 26,8% à 13,3 milliards, soit un taux d'exécution de 77,4% par rapport à la loi de finances. Ce résultat reflète les régressions de 1,9 milliard de dirhams de la charge allouée au gaz butane, d'un milliard de celle au sucre et de 0,4 milliard de celle à la farine nationale de blé tendre. Aucune dépense n'a été constatée en matière de soutien aux professionnels du secteur du transport routier, contre un total de 1,6 milliard accordé un an auparavant.

De leur côté, les dépenses d'investissement ont progressé de 3,7% à 67,9 milliards, soit un taux d'exécution de 64,3% par rapport aux prévisions d'émissions de la loi de finances. Elles incorporent un accroissement de 0,9% à 38,4 milliards des dépenses des Ministères.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin août

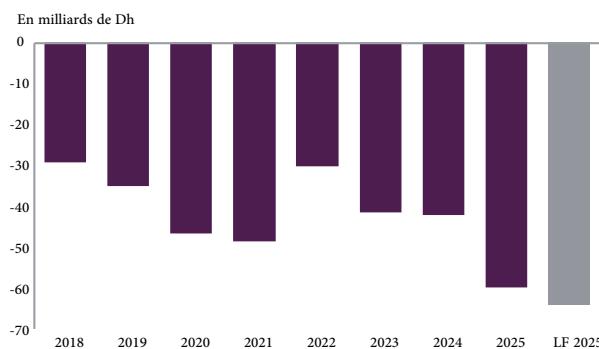


Source : MEF (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

Tenant compte de l'évolution des recettes et des dépenses ainsi que du solde des comptes spéciaux du Trésor, la situation des charges et ressources du Trésor s'est soldée par un creusement du déficit budgétaire, de 42,1 milliards à 59,8 milliards. En outre, le Trésor a réduit son stock des opérations en instance d'un montant de 15,8 milliards, contre 4,9 milliards à fin août 2024, portant ainsi le déficit de caisse à 75,6 milliards, au lieu de 47 milliards.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin août



Source : MEF (DTFE).

Le besoin de financement du Trésor a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 41,7 milliards et par un flux net extérieur positif de 34 milliards de dirhams. Celui-ci recouvre des tirages bruts à hauteur de 41,3 milliards, contre 22,7 milliards un an auparavant, dont 20,9 milliards mobilisés sur le marché financier international et 10 milliards auprès de la Banque mondiale.

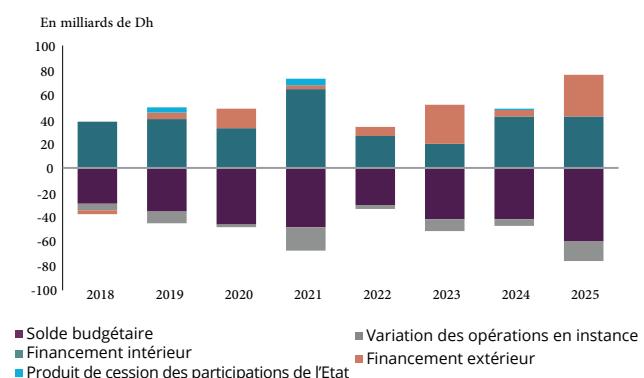
**Tableau 4.3 : Financement du déficit
(en milliards de dirhams)**

	Jan. - Août 2024	Jan. - Août 2025	LF 2025
Solde ordinaire	14,5	15,4	35,4
Solde des CST	8,9	-7,3	6,0
Solde primaire	-15,3	-28,0	-21,6
Solde budgétaire	-42,1	-59,8	-64,2
Variation des opérations en instance	-4,9	-15,8	0,0
Besoin de financement	-47,0	-75,6	-64,2
Financement intérieur	40,3	41,7	58,2
Financement extérieur	4,9	34,0	51,5
Cession des participations de l'Etat	1,7	0,0	6,0

Sources : MEF (DTFE).

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a permis de mobiliser un montant net de 30,4 milliards, contre 51,1 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont porté notamment sur les bons à 5 ans pour un montant de 10 milliards, ceux à 20 ans à hauteur de 5 milliards, les bons à 10 ans pour un montant de 4,4 milliards et ceux à 52 semaines pour 4,2 milliards.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin août*



Source : MEF (DTFE).

* Les recettes des cessions de participations de l'Etat, limitées et discontinues dans le temps, ont été intégrées dans le financement intérieur.

S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, les données arrêtées à fin août indiquent une diminution des taux moyens pondérés par rapport à la même période en 2024. Pour les maturités moyennes et courtes, les baisses ont atteint 79 points de base (pb) à 2,36% pour les bons à 2 ans, 76 pb à 2,58% pour les bons à 5 ans, 75 pb à 2,05% pour ceux à 13 semaines, 66 pb à 2,22% pour ceux à 52 semaines et 55 pb à 2,25% pour les bons à 26 semaines. De même, pour les maturités longues, les taux ont reculé de 101 pb à 3,89% pour les bons à 30 ans, de 78 pb à 3,20% pour les bons à 15 ans, de 76 pb à 2,95% pour ceux à 10 ans et de 75 pb à 3,49% pour ceux à 20 ans.

**Tableau 4.4 : Endettement du Trésor
(en milliards de dirhams)**

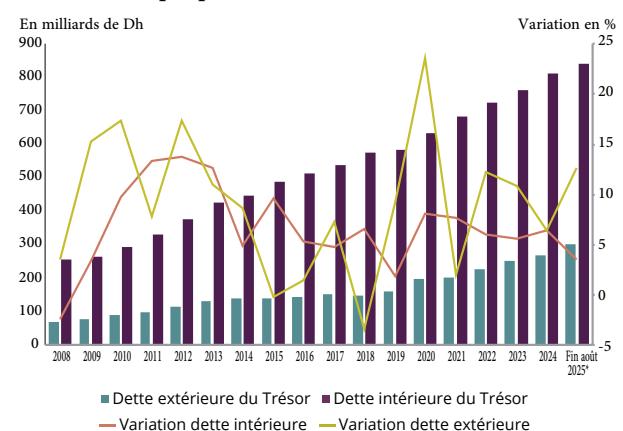
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Fin août 2025*
Dette extérieure du Trésor	161,6	199,7	203,8	228,9	253,6	269,8	303,8
Var en %	9,2	23,6	2,0	12,3	10,8	6,4	12,6
Dette intérieure du Trésor	585,7	632,9	681,5	722,9	763,0	811,8	840,2
Var en %	1,9	8,1	7,7	6,1	5,6	6,4	3,5
Encours de la dette directe	747,3	832,6	885,3	951,8	1 016,7	1 081,6	1 144,0
Var en %	3,4	11,4	6,3	7,5	6,8	6,4	5,8

Source : MEF (DTFE).

* Pour la dette à fin août 2025, elle est estimée sur la base des flux de financement générateurs de dettes.

Dans ces conditions, la dette publique directe se serait accrue de 5,8% à fin août 2025 comparativement à son niveau à fin décembre 2024, avec des hausses de 3,5% de sa composante intérieure et de 12,6% de celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



* Estimations BAM.
Sources : Données MEF (DTFE).

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Au premier trimestre 2025, la croissance économique s'est accélérée à 4,8%, au lieu de 3% au même trimestre de 2024. Cette évolution est le résultat d'une hausse de 4,5%, contre un recul de 5%, de la valeur ajoutée agricole et d'un accroissement de 4,6%, après 3,6%, de celle non agricole. Du côté de la demande, sa composante intérieure a marqué une contribution à la croissance de 8,5 points de pourcentage, alors que celle des exportations nettes en volume est restée négative à 3,8 points.

Au deuxième et troisième trimestres de 2025, la valeur ajoutée agricole s'accroirait de 4,9% et celle des activités non agricoles de 4,6% en moyenne, la croissance devrait ressortir ainsi à 4,6%.

Sur le marché du travail, l'économie nationale a connu, entre le deuxième trimestre de 2024 et la même période de 2025, une création de 5 mille emplois, après une perte de 82 mille un an auparavant. A l'exception de l'agriculture qui a affiché une baisse de 108 mille emplois, les autres secteurs ont enregistré des créations s'élevant à 74 mille pour le BTP, 35 mille dans les services et 2 mille dans l'industrie. Tenant compte d'une sortie nette de 32 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a reculé de 0,8 point à 43,4% et le taux de chômage est revenu de 13,1% à 12,8%. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux s'est replié de 0,3 point à 35,8% globalement et de 1,9 point à 46,9% dans les villes, alors qu'il a augmenté de 1,1 point à 21,3% dans les zones rurales.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

Au premier trimestre de 2025, la consommation finale des ménages a enregistré une hausse de 4,4% après 2,8% au même trimestre de l'année précédente. Sa contribution à la croissance s'est élevée à 2,6 points de pourcentage après 1,7 point.

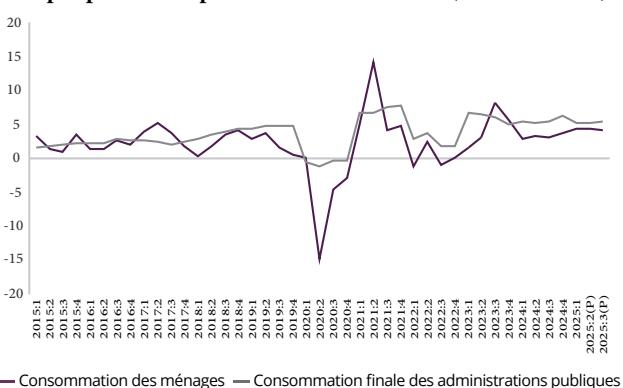
Lors des deuxième et troisième trimestres de 2025, elle s'établirait à 4,2% en moyenne après 3,2% à la même période une année auparavant. Cette dynamique refléterait la poursuite du ralentissement de l'inflation, la relative amélioration des revenus agricoles et la consolidation de ceux non agricoles.

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, elle s'est accrue de 5,2% après 5,5% et sa participation à la croissance est revenue de 1 point de pourcentage à 0,9 point.

Au cours des deuxième et troisième trimestres, son rythme devrait s'accélérer légèrement, passant en moyenne de 5,3% à 5,4%, en lien notamment avec l'accroissement des dépenses de personnel de

9,8% entre avril et juillet, contre 8,5% une année auparavant.

Graphique 5.1 : Dépenses de consommation (variation en %)



Source : Données HCP et prévision BAM.

5.1.2 Investissement

Au premier trimestre de 2025, l'investissement a enregistré un bond de 17,5% en glissement annuel, après une hausse de 4,9% au même trimestre de l'année précédente, portant sa participation à la croissance à 4,9 points de pourcentage au lieu de 1,4 point.

Les indicateurs disponibles laissent prévoir une accélération de son rythme à 17,9% en moyenne au cours des deuxième et troisième trimestres, contre 13,1% un an auparavant. Cette évolution reflète notamment des accélérations, à fin juillet, de 19,6% à 33% des importations de biens d'équipement en volume et de 12,6% à 20,5% des crédits à l'équipement, ainsi qu'une amélioration des ventes de ciment, dont la progression est passée de 12,3% à 13,8% à fin août.

Par ailleurs, les résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib au titre du deuxième trimestre 2025 montrent que le climat des affaires a été qualifié de « normal » par les entreprises.

5.2 Demande extérieure

Au premier trimestre de 2025, les exportations nettes de biens et services ont contribué négativement à la croissance à hauteur de 3,8 points contre 1,3 point l'année précédente. Les exportations ont progressé de 2,2% au lieu de 5,8% et les importations de 9,8% après 7,6%.

En termes de perspectives, le rythme des exportations ralentirait à 6,4% en moyenne durant les deuxième et troisième trimestres, après 8,2% un an auparavant. Cette évolution traduirait la décélération des ventes de phosphates et dérivés ainsi que le recul des expéditions du secteur de l'automobile. De même, les importations augmenteraient de 13,9% en moyenne, au lieu de 12,4%, reflétant notamment l'accroissement des importations de biens d'équipement, pour les besoins des chantiers d'envergure lancés et programmés.

5.3 Offre globale

Au premier trimestre 2025, la croissance économique s'est établie à 4,8% après 3% au même trimestre une année auparavant. Cette accélération reflète une hausse de la valeur ajoutée agricole de 4,5%, au lieu d'un recul de 5%, et une progression de 4,6%, après 3,6%, de celle des activités non agricoles.

Au cours des deuxième et troisième trimestres, le PIB devrait croître de 4,6% en moyenne après 4%. La valeur ajoutée agricole augmenterait de 4,9%, contre un repli de 4,8%, à la faveur notamment de l'amélioration de la récolte des trois principales céréales de 33,3% à 41,3 millions de quintaux (MQx), tandis que celle non agricole enregistrerait un accroissement de 4,6%, rythme quasi-inchangé par rapport à celui de 2024.

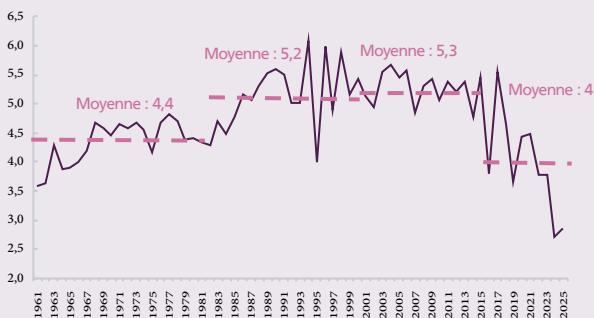
Encadré 5.1 : Evolution de la céréaliculture sur la période 1961-2025

La céréaliculture a constitué historiquement une des principales filières agricoles au Maroc et joue un rôle socio-économique important. La production nationale de céréales contribue à la sécurité alimentaire, au regard de la place centrale de ces produits dans les habitudes alimentaires de la population. Elle soutient également l'activité de l'élevage, à travers la production de l'orge et de plusieurs sous-produits dont dépend l'alimentation du cheptel. Ainsi, et malgré les efforts de reconversion vers d'autres cultures, moins sensibles au stress hydrique, la céréaliculture occupe encore près de 71%¹ de la surface agricole utile et génère 20%² du chiffre d'affaires agricole. Elle constitue également un pourvoiteur important d'emplois² et une source de revenu pour une large frange de la population.

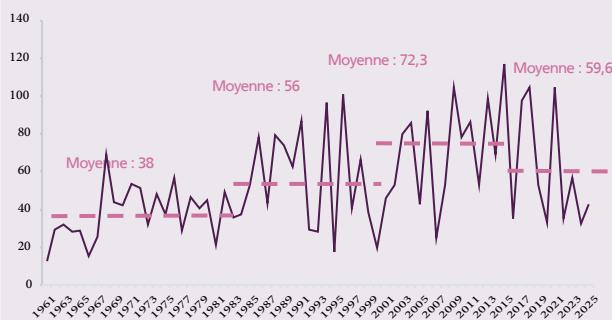
1 <https://www.agriculture.gov.ma/fr/filiere/Cerealiere>.

2 Elle assure 19% de l'emploi agricole selon le Ministère de l'Agriculture.

Graphique E.5.1.1 : Superficie emblavée en céréales (en millions d'hectares)



Graphique E.5.1.2 : Production céréalière (en MQx)



Sources : HCP et Ministère de l'Agriculture, de la Pêche Maritime, du Développement Rural et des Eaux et Forêts.

L'analyse de la céréaliculture sur la période 1961-2025 fait ressortir quatre phases distinctes.

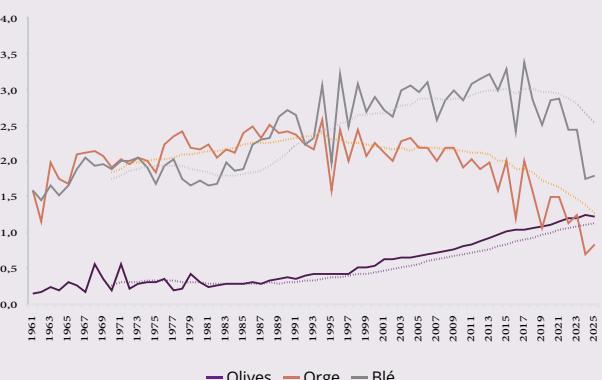
La première de 1961 à 1983 a été caractérisée par une forte dynamique. La superficie emblavée et la production se sont inscrites en progression notable avant de se stabiliser autour de 4,4 millions d'hectares et 38 MQx respectivement. Cette orientation a été accompagnée par une transformation structurelle en faveur du blé tendre au détriment de l'orge et du blé dur plus résistants au manque d'eau.

Au cours de la deuxième période (1984-2000), les efforts d'extension des cultures céréalierées se sont intensifiés. La superficie emblavée et la production se sont inscrites dans une tendance haussière durant la période 1984-1990 avant d'osciller autour de 5 millions d'hectares et 56 MQx respectivement.

Pendant la troisième période (2001-2015), la production céréalierée a poursuivi son amélioration pour s'établir en moyenne à 72,3 MQx, alors que la superficie a continué d'évoluer autour de 5 millions d'hectares. Cette situation pourrait s'expliquer par un recours de plus en plus accru aux techniques modernes et à la mécanisation notamment dans le cadre du plan Maroc Vert (2008-2020).

Durant la quatrième phase amorcée en 2016, la céréaliculture est fortement impactée par la succession des années de sécheresse. La superficie emblavée s'est inscrite dans une tendance baissière pour se situer à des niveaux exceptionnellement bas soient 2,7 millions d'hectares en 2024 et 2,9 millions d'hectares en 2025 et la production moyenne est revenue à 59,6 MQx. Cette orientation ne serait que partiellement expliquée par l'expansion d'autres cultures, encouragées par les subventions publiques, notamment les olives selon le Ministère de l'Agriculture. Depuis 2008 en particulier, année de lancement du Plan Maroc vert, la superficie emblavée en ces cultures a augmenté de 481,5 mille hectares contre une perte de 2,4 millions d'hectares pour les céréales.

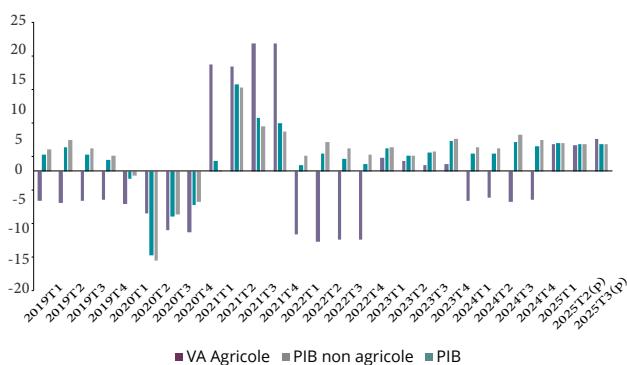
Graphique E.5.1.3 : Superficies occupées par les céréales et les olives (en millions d'hectares)



Sources : FAO et Ministère de l'Agriculture, de la Pêche Maritime, du Développement Rural et des Eaux et Forêts.

Dans l'ensemble, l'évolution de la céréaliculture révèle une vulnérabilité persistante de la filière aux aléas climatiques. Cette réalité souligne l'urgence d'une transformation structurelle, axée sur le développement des variétés végétales plus résilientes et sur une meilleure maîtrise des ressources en eau.

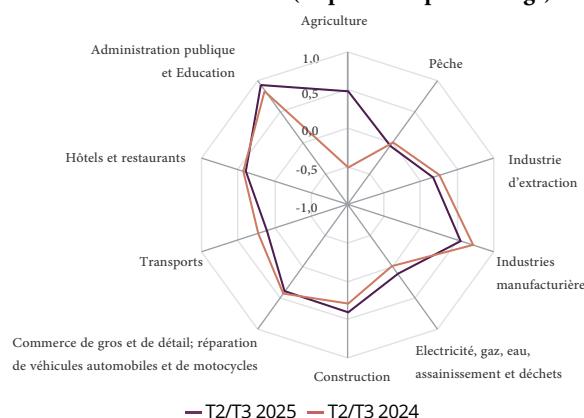
Graphique 5.2 : PIB par composante (aux prix de l'année précédente, variation en %, en glissement annuel, base 2014)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

S'agissant du secteur secondaire, l'activité se serait accrue de 4,9% en moyenne, après 5% un an auparavant. Cette performance refléterait notamment des améliorations de 3,7% dans les industries manufacturières et de 7,3% dans la construction.

Graphique 5.3 : Contributions de certaines branches d'activité à la croissance (en points de pourcentage)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Au niveau du secteur tertiaire, la valeur ajoutée devrait progresser de 4,5% au lieu de 4,6% à la même période de l'année précédente. Elle aurait connu, en particulier, une amélioration de 9,5%, au lieu de 10,8%, pour la branche « Activités d'hébergement et de restauration » et de 3,8%, après 4,1%, pour le commerce. De même, l'« administration publique et défense, sécurité sociale obligatoire » et l'« éducation, santé humaine et activités d'action sociale » auraient affiché un accroissement de leur valeur ajoutée en lien avec les revalorisations salariales décidées dans le cadre du dialogue social.

5.4 Marché du travail et capacités de production

5.4.1 Activité et emploi

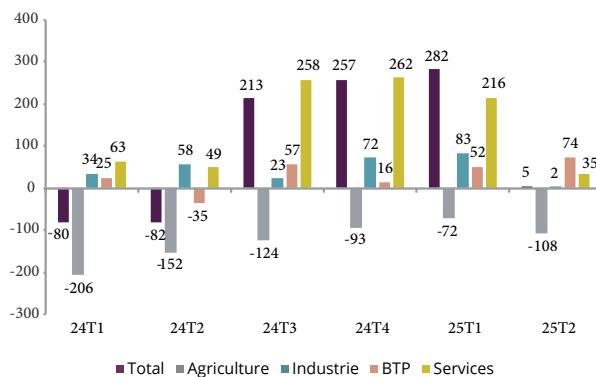
Entre le deuxième trimestre 2024 et la même période de 2025, la situation du marché du travail a été caractérisée par une légère baisse de 0,3% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à près de 12,5 millions de personnes. Cette évolution recouvre un repli de 3,1% en milieu rural et une progression de 1,4% dans les villes.

Compte tenu d'un accroissement de 1,5% de la population en âge de travailler, le taux d'activité a diminué de 0,8 point à 43,4% au niveau national, de 1,6 point à 46,4% dans les campagnes et de 0,3 point à 42% en milieu urbain.

En parallèle, l'économie nationale a connu une création de 5 mille emplois, après une perte de 82 mille un an auparavant, et la population active occupée est restée quasi-stable à près de 10,9 millions de personnes.

A l'exception de l'agriculture qui a accusé une nouvelle baisse de 108 mille emplois, les autres secteurs ont enregistré des créations s'élevant à 74 mille pour le BTP, à 35 mille dans les services et à 2 mille dans l'industrie.

Graphique 5.4: Créations d'emplois par secteur (en milliers)



Source : HCP.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population au chômage a diminué de 2,3% à 1,6 million de personnes, et le taux de chômage est revenu de 13,1% à 12,8% au niveau national, de 16,7% à 16,4% en milieu urbain et de 6,7% à 6,2% en zones rurales. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux a connu un repli de 0,3 point à 35,8% globalement et de 1,9 point à 46,9% dans les villes, alors qu'il a augmenté de 1,1 point à 21,3% dans les campagnes.

Parallèlement, le marché a été marqué par une progression du sous-emploi¹, avec un taux passant de 9,6% à 10,6% au niveau national, de 8,3% à 9,4% en milieu urbain et de 11,6% à 12,4% en zones rurales.

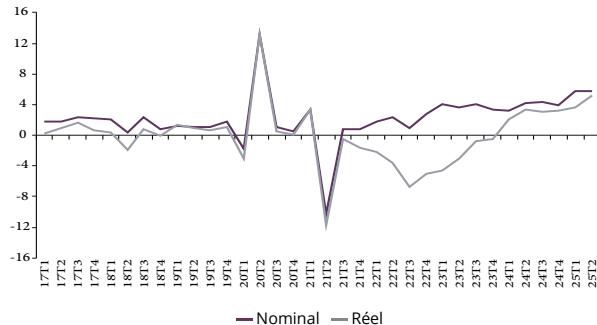
5.4.3 Productivité et salaires

Dans les activités non agricoles, la productivité apparente du travail, appréhendée par le ratio de la valeur ajoutée à l'emploi, aurait enregistré une amélioration au deuxième trimestre 2025 de 3,2% après 2,8% un an auparavant, résultat d'un accroissement de 4,7%, au lieu de 3,8%, de la valeur ajoutée et de 1,4%, contre 0,9%, des effectifs employés.

¹ La population en situation de sous-emploi est constituée des personnes ayant travaillé : i) au cours de la semaine de référence moins de 48 heures mais sont disposées à faire des heures complémentaires et disponibles pour les faire ou ii) plus que le seuil fixé et qui sont à la recherche d'un autre emploi ou disposées à changer d'emploi en raison de l'inadéquation avec leur formation ou leur qualification ou l'insuffisance du revenu procuré.

Pour sa part, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS en rapportant la masse salariale aux effectifs employés, a affiché au deuxième trimestre 2025 des hausses de 5,7%, au lieu de 4,2% un an auparavant, en termes nominaux, et de 5,2% après 3,4% en termes réels.

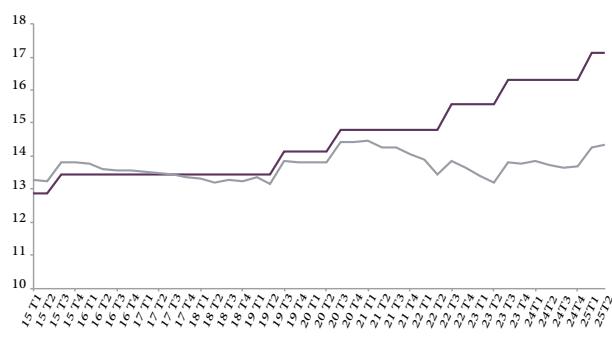
Graphique 5.5 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)



Sources : Données CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il s'est établi, en termes nominaux, à 17,1 dirhams au deuxième trimestre 2025, en accroissement de 5% en glissement annuel. Tenant compte d'une hausse de 0,5% de l'indice des prix à la consommation, il aurait augmenté en termes réels de 4,5%.

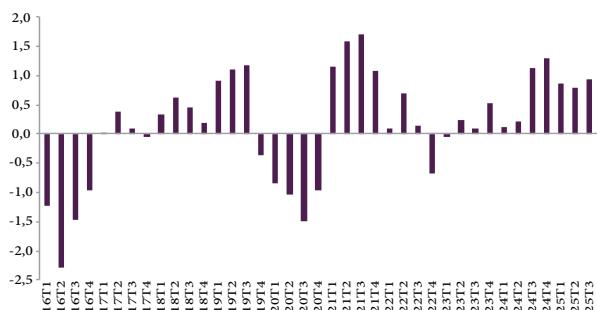
Graphique 5.6 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)



Sources : Ministère de l'Inclusion économique, de la Petite entreprise, de l'Emploi et des Compétences et calculs BAM.

Au total, l'output-gap devrait rester positif aux deuxième et troisième trimestres 2025.

Graphique 5.7 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T2 2024	T2 2025
Taux d'activité (en %)	44,2	43,4
Urbain	42,3	42,0
Rural	48,0	46,4
Taux de chômage (en %)	13,1	12,8
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	36,1	35,8
Urbain	16,7	16,4
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	48,8	46,9
Rural	6,7	6,2
Créations d'emplois (en milliers)	-82	5
Urbain	60	113
Rural	-141	-107
Secteurs		
- Agriculture, forêt et pêche	-152	-108
- Industrie	58	2
- BTP	-35	74
- Services	49	35
Productivité apparente non agricole (variation en %)	2,8	3,2
Indice des salaires moyens	Nominal	4,2
(variation en %)	Réel	5,7
		3,4
		5,2

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

En ligne avec les prévisions publiées dans le RPM de juin dernier, l'inflation est revenue de 2% au premier trimestre 2025 à 0,5% au deuxième trimestre. Elle a ensuite décéléré à 0,3% en moyenne en juillet et août, ramenant sa moyenne au titre des huit premiers mois de l'année à 1,1%. Cette évolution, observée entre le deuxième trimestre et les deux derniers mois, reflète principalement les reculs des rythmes de progression de l'indicateur de l'inflation sous-jacente de 1% à 0,8% et des tarifs réglementés de 1,5% à 0,5%. A l'opposé, les prix des carburants et lubrifiants ont vu leur repli s'atténuer de -14,1% à -10,1% et les produits alimentaires à prix volatils se sont renchéris de 1,1% au lieu de 0,5%.

Au troisième trimestre, l'inflation devrait ralentir à 0,3% en moyenne et sa composante sous-jacente devrait s'établir à 0,8%.

6.1 Evolution de l'inflation

L'inflation est revenue de 0,5% au deuxième trimestre à 0,3% en moyenne en juillet et août. Cette évolution inclut, d'une part, les décélérations de l'inflation sous-jacente et de la progression des tarifs réglementés, et d'autre part, une accélération du rythme d'accroissement des prix des produits alimentaires à prix volatils et une atténuation du repli de ceux des carburants et lubrifiants.

6.1.1. Prix des produits exclus de l'inflation sous-jacente

Les prix des produits alimentaires à prix volatils ont affiché une hausse, en glissement annuel, de 1,1% en moyenne en juillet et août après celle de 0,5% au deuxième trimestre. Cette accélération a été tirée principalement par l'accentuation de la progression des prix de 6,9% à 11,7% pour les « légumes frais », ainsi que par les renchérissements des prix des « œufs » et des « agrumes » respectivement de 10,4% et de 11,3%, après des baisses de 5,8% et de 9%.

Par conséquent, la contribution de cette composante à l'inflation s'est quasiment stabilisée à 0,1 point de pourcentage.

Tableau 6.1 : Inflation et ses composantes

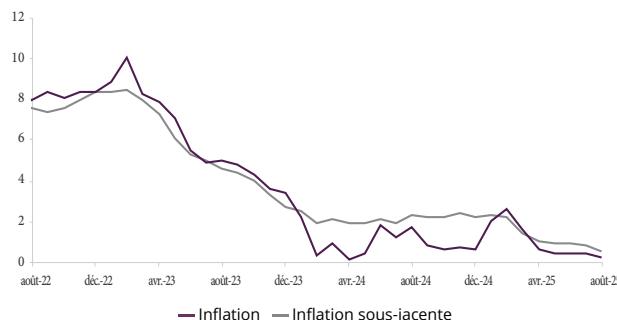
(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	juin 25	juil. 25	août 25	juin 25	juil. 25	août 25
Inflation	0,4	-0,1	0,5	0,4	0,5	0,3
- Produits alimentaires à prix volatils	1,5	-1,3	3,5	0,9	1,9	0,3
- Produits réglementés	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,5
- Carburants et lubrifiants	0,3	3,5	0,4	-13,0	-11,1	-9,1
Inflation sous-jacente	0,2	-0,1	0,0	1,0	0,8	0,6
Produits alimentaires	0,4	-0,2	-0,2	0,7	0,3	-0,1
- Articles d'habillement et chaussures	0,1	-0,1	0,2	0,7	0,7	0,9
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,1	0,0	0,1	1,1	1,0	1,0
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,0	0,4	-0,1	0,4	0,8	0,6
- Santé ¹	-0,2	0,4	-0,1	-0,9	-0,7	-0,5
- Transport ²	0,4	0,1	0,3	1,4	1,4	0,8
- Communication	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,2
- Loisirs et cultures ¹	0,0	-0,2	0,0	-0,8	-1,0	-1,0
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	2,3	2,3	2,3
- Restaurants et hôtels	0,4	0,3	0,7	3,8	3,4	2,9
- Biens et services divers ¹	0,1	0,2	0,1	1,5	1,5	1,5

1 Hors produits réglementés.

2 Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

Sources : Données HCP et calculs BAM.

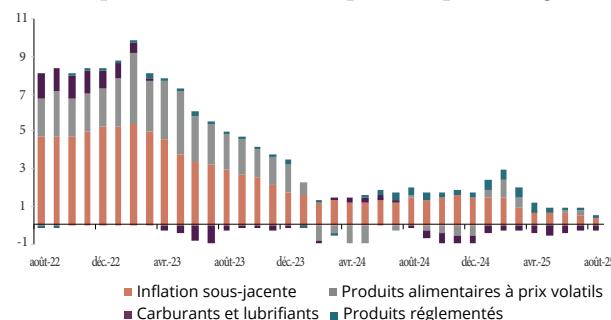
**Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente
(en %, en glissement annuel)**



Sources : HCP et calculs BAM.

S'agissant des tarifs réglementés, ils ont progressé de 0,5% en moyenne en juillet et août au lieu de 1,5% au deuxième trimestre, traduisant la stagnation des prix du « gaz » après une hausse de 10,9%. Leur contribution à l'inflation s'est établie à 0,1 point de pourcentage au lieu de 0,3 point le trimestre précédent.

Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation (en points de pourcentage)

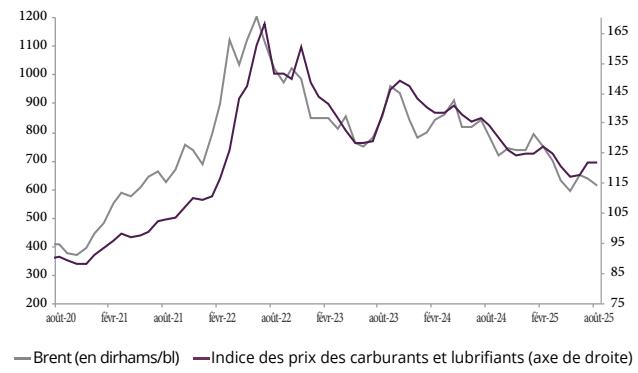


Sources : Données HCP et calculs BAM.

Pour sa part, le repli des prix des carburants et lubrifiants s'est atténué, passant de 14,1% au deuxième trimestre à 10,1% en moyenne en juillet et août. Cette évolution intervient dans un contexte marqué par une hausse des cours internationaux du pétrole et une appréciation de 2,4% du taux de change du dirham vis-à-vis du dollar américain. En particulier, le cours du Brent est passé de 67,8\$/bl au deuxième trimestre à 69,6\$/bl en moyenne en juillet et août, soit une augmentation de 2,6%.

Par conséquent, les prix des carburants et lubrifiants ont contribué négativement à l'inflation à hauteur de 0,3 point de pourcentage, contre 0,5 point un trimestre auparavant.

Graphique 6.3 : Cours du Brent et indice des prix des carburants et lubrifiants (base 100 en 2017)



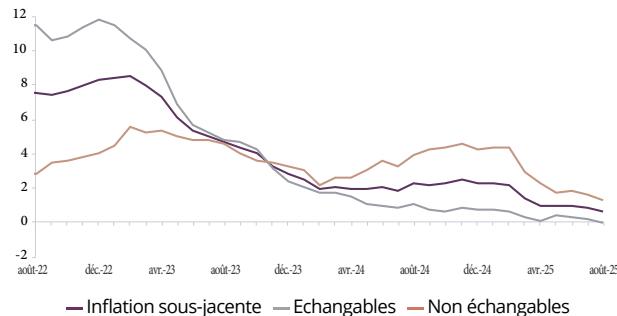
Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

6.1.2. Inflation sous-jacente

Pour sa part, l'inflation sous-jacente a ralenti de 1% au cours du deuxième trimestre à 0,8% en moyenne en juillet et août. Cette décélération est liée essentiellement à celle de 0,7% à 0,2% de la hausse de sa composante alimentaire, avec notamment une atténuation de la progression des prix des « viandes fraîches » de 3,4% à 1,2% et l'accentuation du repli de ceux des « huiles » de 1,4% à 2,3%.

Concernant les prix des produits et services hors alimentation inclus dans l'indicateur de l'inflation sous-jacente, ils se sont accrus de 1,1% en moyenne en juillet et août contre 1,2% le trimestre précédent, tirés principalement par la progression des prix des « restaurants et hôtels » de 3,1% au lieu de 4%.

Graphique 6.4 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables (en %, en glissement annuel)



Sources : Données HCP et calculs BAM.

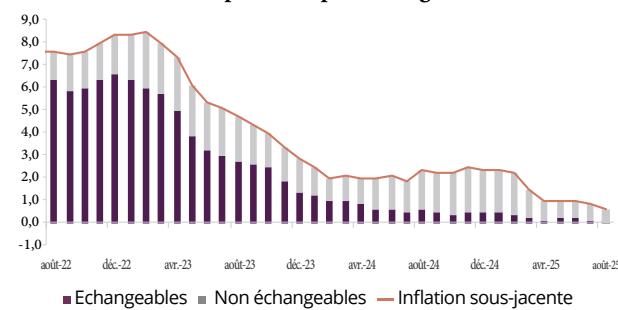
La décomposition de l'indicateur de l'inflation sous-jacente en produits échangeables et non échangeables indique que le ralentissement de sa progression a été tiré principalement par l'évolution des prix des biens et services non échangeables. Ces derniers ont augmenté de 1,5% en moyenne en juillet et août au lieu de 1,9% au deuxième trimestre alors que la progression de ceux échangeables est revenue de 0,3% à 0,2%.

Tableau 6.2 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables

(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	juin 25	juil. 25	août 25	juin 25	juil. 25	août 25
Biens échangeables	-0,2	-0,1	0,0	0,3	0,2	0,0
Biens non échangeables	0,8	0,0	0,0	1,9	1,7	1,3
Inflation sous-jacente	0,2	-0,1	0,0	1,0	0,8	0,6

Sources : Données HCP et calculs BAM.

Graphique 6.5 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente, (en points de pourcentage)



Sources : HCP et calculs BAM.

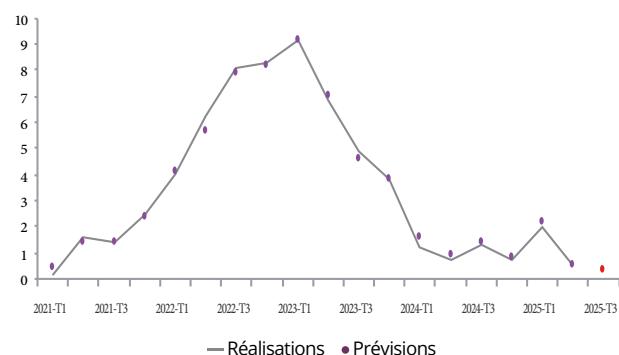
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

A court terme, l'inflation devrait ralentir à 0,3% au troisième trimestre, contre 0,5% au deuxième trimestre 2025. Cette évolution serait liée principalement au ralentissement de l'inflation sous-jacente qui devrait s'établir à 0,8%, au lieu de 1% et, dans une moindre mesure, à la décélération de la progression des tarifs réglementés, qui devrait revenir à 0,5% après 1,5%.

En revanche, tenant compte de la hausse de la demande durant la période estivale et de l'impact de la canicule sur l'offre de certains produits, les prix des produits alimentaires à prix volatils ressortiraient en progression de 0,9% au troisième trimestre, contre 0,5% au deuxième trimestre.

De même, le repli des prix des carburants et lubrifiants devrait s'atténuer à 9,4% au cours du troisième trimestre, contre 14,1% au deuxième trimestre, en lien avec l'évolution prévue des cours internationaux des produits pétroliers.

Graphique 6.6 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation (en %)

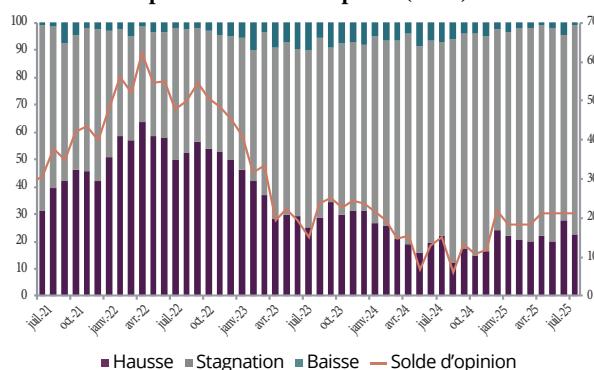


Source : Données HCP et prévisions BAM.

6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib auprès des industriels pour le mois de juillet 2025 montrent que 76% des enquêtés s'attendent à une stabilisation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 23% anticipent une hausse, tandis que 1% d'entre eux tablent sur une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à 21%.

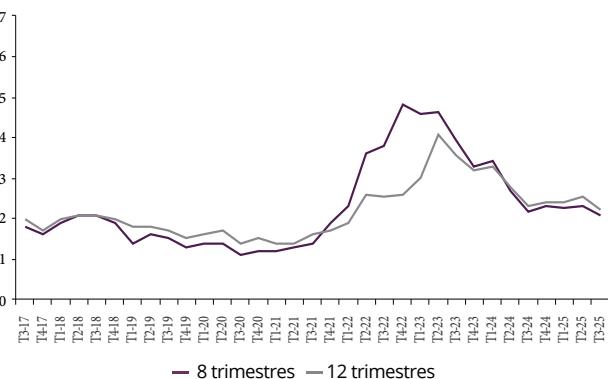
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises (en %)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib sur les anticipations d'inflation, conduite auprès des experts du secteur financier au titre du troisième trimestre 2025, font ressortir une inflation moyenne de 2,1% à l'horizon des huit prochains trimestres au lieu de 2,3% au deuxième trimestre. De même, sur l'horizon des 12 prochains trimestres, ils tablent sur un taux de 2,2% après 2,5%.

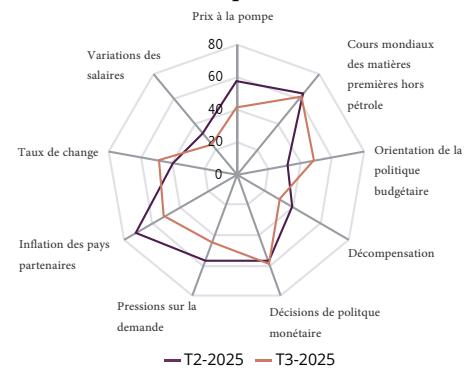
Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres (en%)



Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

Les répondants estiment que l'évolution de l'inflation au cours des huit prochains trimestres dépendrait essentiellement des cours mondiaux des matières premières hors pétrole, des décisions de la politique monétaire, de l'inflation dans les pays partenaires et du taux de change

Graphique 6.9 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier



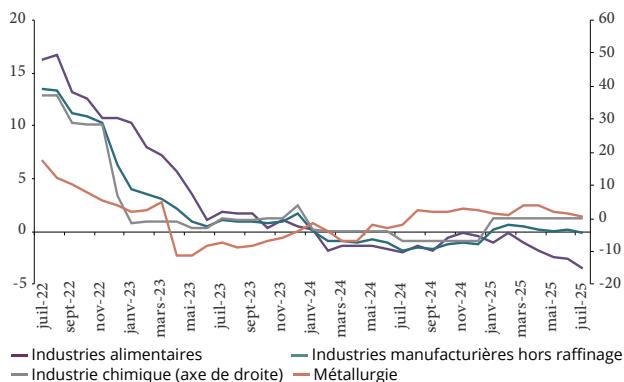
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4 Prix à la production

Les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole ont enregistré un repli mensuel de 0,1% en juillet. Cette baisse a été portée principalement par des diminutions de 0,4% pour les « industries alimentaires », de 0,2% pour l'« industrie d'habillement » et de 0,3% pour la branche de « fabrication de produits en caoutchouc et en plastique ».

En comparaison annuelle, les prix à la production hors raffinage sont ressortis en baisse de 0,1% en juillet au lieu d'une hausse de 0,2% en moyenne au deuxième trimestre 2025.

Graphique 6.10 : Principaux indices des prix à la production industrielle (en %, en glissement annuel)



Source : HCP.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

L'économie mondiale devrait poursuivre son ralentissement en 2025 et en 2026, dans un contexte marqué par la hausse des droits de douanes et par un niveau d'incertitude qui reste élevé.

Le rythme de l'activité économique devrait ainsi revenir de 3,2% en 2024 à 3% cette année puis à 2,6% en 2026. Aux Etats-Unis, malgré la relative atténuation des incertitudes commerciales, la confiance des consommateurs demeurerait en berne en raison des préoccupations croissantes liées au pouvoir d'achat. La croissance devrait ainsi décélérer de 2,8% en 2024 à 1,7% en 2025, puis se maintiendrait à ce niveau en 2026. Dans la zone euro, l'accord commercial conclu avec les États-Unis réduirait les incertitudes à court terme, mais affecterait les économies et les secteurs de la zone, quoique de manière différenciée. Le sentiment des investisseurs et des consommateurs resterait globalement morose et la croissance économique s'accélérerait de 0,9% en 2024 à 1,3% en 2025 et se maintiendrait proche de ce niveau en 2026. Au Royaume-Uni, le rythme de l'activité s'améliorerait de 1,1% à 1,3% en 2025, porté principalement par la consommation publique, puis reviendrait à 1,1% en 2026, et au Japon, il s'accélérerait de 0,1% en 2024 à 1,2% en 2025, puis ralentirait à 0,6% en 2026.

Dans les principaux pays émergents, la croissance s'accroîtrait légèrement de 4,9% en 2024 à 5% en 2025 en Chine, soutenue par l'augmentation marquée des exportations, avant de baisser à 4,2% en 2026, pâtissant des difficultés persistantes du secteur immobilier et de la faiblesse de la demande mondiale. En Inde, l'activité resterait vigoureuse, avec une croissance qui passerait de 6,7% en 2024 à 7,1% cette année puis à 6,2% en 2026. Quant au Brésil, la croissance décélérerait de 3% en 2024 à 2,5% en 2025, puis à 0,9% en 2026, en lien principalement avec l'orientation restrictive de la politique monétaire et les tensions commerciales. En Russie, elle devrait ralentir de 4,4% en 2024 à 0,6% en 2025, puis se situerait à 0,7% en 2026.

Sur les marchés des matières premières, les cours du pétrole maintiendraient leur tendance baissière, en raison d'une offre importante émanant des pays de l'OPEP+ et de la baisse prévue de la demande mondiale. Le prix du Brent en particulier devrait revenir de 79,8 dollars le baril en 2024 à 68,5 dollars en 2025 puis à 65,2 dollars en 2026. Pour ce qui est du phosphate et dérivés marocains, le cours du DAP devrait, selon les projections de la Commodities Research Unit, augmenter de 586 dollars la tonne en 2024 à 718 dollars en moyenne cette année puis à 720 dollars en 2026. Celui du TSP passerait de 436 dollars la tonne à 524 dollars, puis à 561 dollars en 2026. En revanche, le prix de la roche poursuivrait sa tendance baissière, revenant de 214 dollars la tonne en 2024 à 202 dollars en 2025, puis à 183 dollars en 2026. S'agissant des denrées alimentaires, après le repli de 2% enregistré en 2024, l'indice FAO devrait augmenter de 5,1% en 2025 et de 0,8% en 2026.

Dans ces conditions, l'inflation mondiale poursuivrait sa décélération pour ressortir à 2,9% cette année, contre 3,7% en 2024, puis se situerait à 3,1% en 2026. Dans la zone euro, elle ralentirait de 2,4% en 2024

à 2,2% en 2025, et s'établirait à 2,3% en 2026, et aux Etats-Unis, elle passerait de 3% à 2,7% cette année, avant de s'accélérer à 3,1% en 2026.

Concernant l'orientation des politiques monétaires, la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 11 septembre, de maintenir inchangés ses trois taux d'intérêt directeurs, soit la deuxième décision consécutive de statu quo après un total de huit baisses depuis juin 2024, indiquant que l'inflation se situe actuellement autour de l'objectif de 2% et que les perspectives restent globalement inchangées par rapport à celles de juin. Les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont été ainsi maintenus à 2,00%, 2,15% et 2,40% respectivement. En revanche, invoquant l'affaiblissement des créations d'emplois, la FED a réduit, à l'issue de sa réunion des 16 et 17 septembre, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 25 points de base à [4%-4,25%]. Pour sa part, soulignant une désinflation substantielle, la Banque d'Angleterre a décidé, lors de sa réunion du 17 septembre, de maintenir inchangé son taux directeur à 4%.

Au niveau national, la dynamique des échanges extérieurs de biens et services devrait se poursuivre sur l'horizon de prévision. Les exportations ressortiraient en hausse de 6,2% en 2025, portées essentiellement par une augmentation des ventes de phosphate et dérivés, puis de 9,4% en 2026, tirées par la reprise attendue du segment de la construction automobile. Les importations devraient, pour leur part, s'accroître de 7,4% en 2025 puis de 7,1% en 2026, reflétant en particulier une forte progression des acquisitions de biens d'équipement, en lien avec la dynamique de l'investissement qu'engendreraient les grands chantiers lancés ou prévus. En parallèle, les recettes de voyages devraient maintenir leur bonne performance, avec un accroissement de 11,3% en 2025 puis de 4,8% en 2026 pour atteindre 131,2 milliards. Quant aux transferts des MRE, ils afficheraient une légère amélioration de 0,6% en 2025 à 119,7 milliards, avant de s'élever de 4,8% en 2026 à 125,5 milliards. Dans ces conditions, le déficit du compte courant devrait rester contenu, se situant autour de 2,3% du PIB en 2025 et de 2% en 2026, après 1,2% en 2024. Concernant les IDE, les recettes sont supposées totaliser l'équivalent de 3,3% du PIB en 2025 et de 3,5% en 2026.

Tenant compte des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve devraient poursuivre leur amélioration pour s'élever à 418 milliards de dirhams à fin 2025 puis à 434,5 milliards à fin 2026, représentant des couvertures de 5 mois et 13 jours puis 5 mois et 19 jours d'importations de biens et services respectivement.

S'agissant des conditions monétaires, après son ralentissement à 2,6% en 2024, le rythme de progression du crédit bancaire au secteur non financier devrait marquer une hausse à 5,9% en 2025 et 2026. Pour sa part, le taux de change effectif réel devrait ressortir stable au terme de l'horizon de prévision avec une appréciation de 2,2% en 2025 et une dépréciation de 2,3% en 2026.

Sur le plan des finances publiques, la consolidation budgétaire devrait se poursuivre à moyen terme. Le déficit budgétaire se stabilisera à 3,9% du PIB en 2025, avant de s'atténuer à 3,4% du PIB en 2026. Ces projections se basent sur la LF 2025, la programmation budgétaire triennale (PBT) 2025-2027 et les nouvelles projections macroéconomiques de BAM. Elles intègrent également les crédits supplémentaires de 13 milliards de dirhams ouverts en avril au titre du budget général et les réalisations à fin juillet 2025.

Pour ce qui est de l'activité économique, la croissance devrait s'accélérerer de 3,8% en 2024 à 4,6% cette année, puis se consoliderait à 4,4% en 2026. Cette évolution reflèterait une augmentation de de 5% de la valeur ajoutée agricole en 2025, tenant compte d'une récolte céréalière estimée par le Département de l'Agriculture à 41,3 millions de quintaux (MQx), suivie d'une hausse de 3,2% en 2026, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne de 50 MQx. Pour les activités non agricoles, elles devraient maintenir leur dynamique, tirées notamment par les grands chantiers d'infrastructure et les services non marchands, avec une progression de 4,5% en 2025 et en 2026.

Dans ce contexte, après la décélération à 0,9% en 2024, l'inflation continuerait d'évoluer à des niveaux modérés, se situant à 1% en 2025 et à 1,9% en 2026. Sa composante sous-jacente ralentirait de 2,2% en 2024 à 1,1% en 2025, avant de remonter à 2% en 2026.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

Décélération de l'activité économique mondiale sur l'horizon de prévision

Aux Etats-Unis, malgré l'atténuation relative des incertitudes commerciales, la confiance des consommateurs resterait en berne en raison des préoccupations croissantes liées au pouvoir d'achat. Dans ces conditions, la croissance reviendrait de 2,8% en 2024 à 1,7% en 2025 et se maintiendrait quasiment à ce niveau en 2026. Dans la zone euro, l'accord commercial conclu avec les États-Unis atténue les incertitudes à court terme et permet de prévenir un conflit commercial plus large, mais affecterait les économies et les secteurs de la zone, quoique de manière différenciée. Le sentiment des investisseurs et des consommateurs demeure globalement morose et la croissance économique s'accélérerait de 0,9% en 2024 à 1,3% en 2025 et se maintiendrait proche de ce niveau en 2026. Pour sa part, l'économie britannique afficherait une croissance de 1,3% en 2025 après 1,1% en 2024, portée principalement par la consommation publique, avant de se situer à 1,1% en 2026. Au Japon, la croissance devrait augmenter de 0,1% en 2024 à 1,2% en 2025, tirée par la hausse de la consommation et de l'investissement, ainsi qu'une bonne performance des exportations. Elle ralentirait toutefois à 0,6% en 2026, freinée par l'affaiblissement de la demande extérieure.

Pour ce qui est des principales économies émergentes, en Chine, la croissance devrait atteindre en 2025 l'objectif de 5% fixé par les autorités, grâce notamment à des exportations robustes, une dynamique soutenue dans l'industrie manufacturière et les services, ainsi que le répit offert par la trêve tarifaire prolongée avec les Etats-Unis. Toutefois, un ralentissement à 4,2% est attendu en 2026, attribuable à une demande mondiale freinée par les tensions commerciales, ainsi qu'une demande intérieure atone, en lien en particulier avec les difficultés du secteur immobilier. En Inde, l'activité resterait vigoureuse, avec une croissance passant de 6,7% en 2024 à 7,1% en 2025 puis à 6,2% en 2026, à la faveur d'une bonne saison agricole, des récentes baisses des taxes sur les biens et les services, d'une politique monétaire accommodante, ainsi que d'une hausse de l'investissement portée par les dépenses publiques dans les infrastructures. Au Brésil, le rythme de l'activité devrait se modérer de 3% en 2024 à 2,5% cette année puis à 0,9% en 2026, en raison principalement de l'orientation restrictive de la politique monétaire et les tensions commerciales. En Russie, après avoir atteint 4,4% en 2024, la croissance décélérerait à 0,6% en 2025 et oscillerait autour de ce niveau en 2026. Les dépenses budgétaires plus élevées que prévu et l'assouplissement monétaire rapide ne compenseraient que partiellement la dégradation de la confiance des entreprises et les pressions accrues sur les exportateurs liées à l'appréciation du rouble.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Source : GPMN, août 2025.

Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



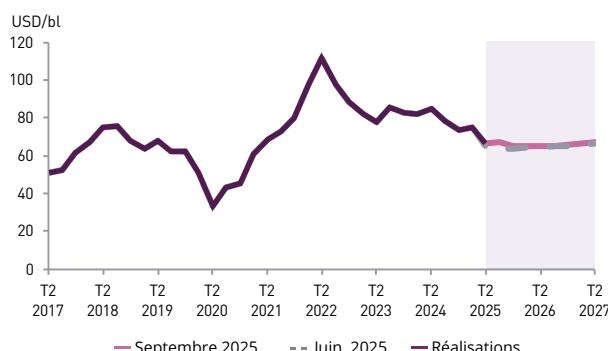
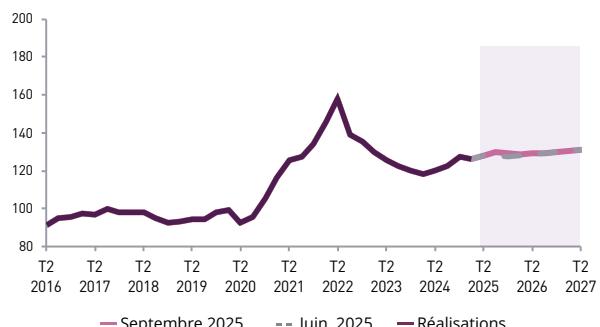
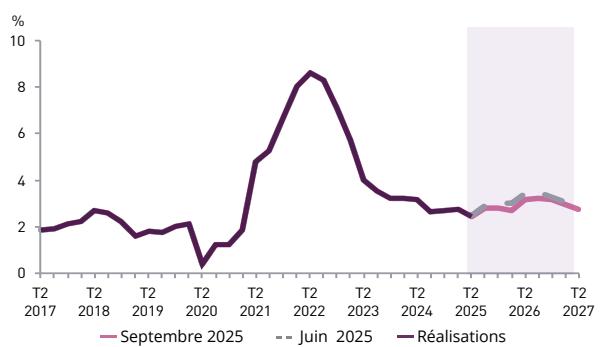
Orientation baissière des prix du pétrole et poursuite du recul de l'inflation en 2025 avec des différences marquées entre économies

Sur le marché des matières premières, le repli des cours du pétrole se poursuivrait sur l'horizon de prévision. Le prix du Brent en particulier reviendrait de 79,8 dollars le baril en moyenne en 2024 à 68,5 dollars en 2025, puis à 65,2 dollars en 2026, en raison d'une offre importante émanant des pays de l'OPEP+ et de la baisse prévue de la demande mondiale. Pour le charbon, les cours se maintiendraient à des niveaux bas à 101,9 dollars la tonne en 2025 puis à 103,9 dollars en 2026, en lien avec l'affaiblissement de la demande mondiale (émanant notamment de la Chine) et la transition progressive vers les énergies renouvelables. Pour sa part, le prix du gaz naturel sur le marché européen a accusé un recul de 16,4% en 2024 à 11 dollars/mmbtu en moyenne et devrait, selon les projections de la Banque mondiale d'avril 2025, osciller autour de ce niveau en 2025 et en 2026.

Concernant les phosphates et dérivés, les cours des dérivés devraient connaître une hausse en 2025, en lien avec la baisse de l'offre émanant notamment de la Chine en raison de la poursuite de ses restrictions sur les exportations du DAP. En revanche, le cours de la roche poursuivrait sa tendance baissière, reflétant essentiellement l'amélioration de l'offre. Dans ces conditions, les cours des dérivés d'origine marocaine devraient, selon les projections de la Commodities Research Unit, s'accroître à 718 dollars la tonne pour le DAP et à 524 dollars pour le TSP en 2025, puis s'établir à 720 dollars et 561 dollars respectivement en 2026. Quant au phosphate brut, son prix diminuerait à 202 dollars la tonne en 2025, puis à 183 dollars en 2026.

Pour ce qui est des prix des denrées alimentaires, après un recul de 2% en 2024, l'indice FAO devrait repartir à la hausse, porté principalement par la progression des prix des huiles végétales, des viandes, ainsi que des produits laitiers (en particulier du beurre). Dans l'ensemble, une augmentation de 5,1% est attendue en 2025, suivie d'une hausse plus modérée de 0,8% en 2026. S'agissant en particulier du blé dur américain, après une contraction de 26,7% en 2024, son cours devrait, selon les projections de la Banque mondiale d'avril 2025, poursuivre sa baisse sur l'horizon de prévision, avec des replis de 2,1% à 263 dollars en 2025 et de 1,1% à 260 dollars en 2026.

Dans ces conditions, l'inflation mondiale poursuivrait sa décélération, revenant de 3,7% en 2024 à 2,9% en 2025, en lien notamment avec l'affaiblissement de l'activité économique et le recul des prix de l'énergie. Aux Etats-Unis, le relèvement des tarifs douaniers devrait se répercuter sur les prix à la consommation, l'inflation devant rester au-dessus de l'objectif de la Fed à 2,7% en 2025 et à 3,1% en 2026. Dans la zone euro, l'inflation reviendrait de 2,4% en 2024 à 2,2% en 2025 et à 2,3% en 2026, en raison de la baisse des prix de l'énergie, du ralentissement de la hausse des prix des services et de l'appréciation de l'euro. En Chine, l'inflation resterait à un niveau proche de zéro en 2025, reflétant la baisse des prix des denrées alimentaires et énergétiques, avant d'atteindre 1,2% en 2026, en lien avec une reprise graduelle de la demande intérieure.

Graphique 7.3 : Prix du Brent**Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2017= 100)****Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro****Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis**

Source : GPMN, août 2025.

Baisse des taux directeurs pour la FED et statu quo pour la BCE et la BoE

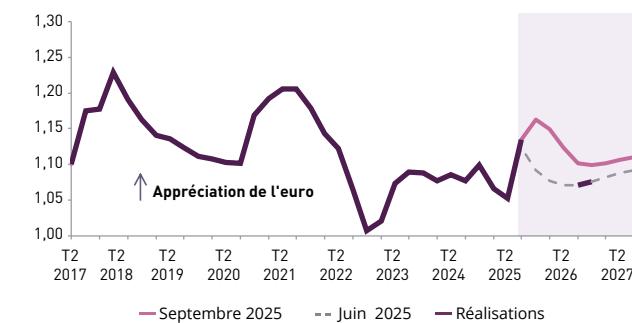
La BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 11 septembre, de maintenir inchangés ses trois taux d'intérêt directeurs, soit la deuxième décision consécutive de statu quo après un total de huit baisses depuis juin 2024, indiquant que l'inflation se situe actuellement autour de l'objectif de 2% et que les perspectives d'inflation restent globalement inchangées par rapport à celles de juin. En outre, elle a souligné que les portefeuilles du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) se contractent à un rythme mesuré et prévisible, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

En revanche, après l'avoir maintenue inchangée lors de ses 5 précédentes réunions, la FED a décidé à l'issue de sa réunion des 16 et 17 septembre d'abaisser de 25 points de base la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4%-4,25%], compte tenu du changement dans la balance des risques, ceux pesant sur l'emploi ayant augmenté. Elle a en effet signalé une modération de la croissance de l'activité économique au premier semestre, un ralentissement des créations d'emplois et une légère augmentation du taux de chômage qui reste toutefois faible, ainsi qu'une hausse de l'inflation à un niveau demeurant quelque peu élevé. Par ailleurs, elle continuera de réduire ses avoirs en titres du Trésor, en titres de créance d'agences et en titres adossés à des créances hypothécaires.

Pour sa part, la Banque d'Angleterre a décidé lors de sa réunion du 17 septembre 2025, de maintenir inchangé son taux directeur à 4%, tout en soulignant une désinflation substantielle au cours des deux ans et demi écoulés à la suite de précédents chocs externes, renforcée par l'orientation restrictive de la politique monétaire. Concernant son programme de resserrement quantitatif, elle a décidé de ralentir le rythme de la réduction du stock d'obligations d'État détenues à des fins de politique monétaire de 100 à 70 milliards de livres sur les douze prochains mois, ramenant ainsi ce stock à 488 milliards de livres.

Sur le marché de change international, l'euro devrait poursuivre son appréciation vis-à-vis du dollar américain en 2025, ce dernier devant continuer de s'affaiblir sur le reste de l'année en raison principalement de l'anticipation d'une baisse de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux. La monnaie européenne devrait, par la suite, se déprécier en 2026, compte tenu notamment du tassemement attendu du différentiel de taux entre la BCE et la FED et des difficultés économiques structurelles de la zone euro. Au total, l'euro enregistrerait une appréciation de 4% face au dollar à 1,125 dollar en moyenne en 2025, avant de se déprécier de 1,7% à 1,106 dollar en 2026.

Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, août 2025.

Production céréalière de 41,3 MQx pour la campagne agricole 2024/2025 et hypothèse d'une récolte moyenne de 50 MQx pour celle de 2025/2026

Selon les dernières données communiquées par le Département de l'Agriculture, la récolte des trois principales céréales au titre de la campagne 2024/2025 s'est située à 41,3 millions de quintaux (MQx), en progression de 33,3% par rapport à la campagne précédente. Parallèlement, la production des agrumes a connu une augmentation de 14,3% et celle des cultures maraîchères un accroissement de 3,5%. Dans ces conditions, la valeur ajoutée agricole devrait connaître une hausse de 5%, prévision inchangée par rapport à l'exercice de juin 2025.

Pour la campagne 2025/2026, et sous l'hypothèse d'une production céréalière de 50 MQx et d'une évolution moyenne des autres cultures, la valeur ajoutée agricole devrait croître de 3,2% en 2026.

7.2 Projections macroéconomiques

Poursuite de la dynamique des échanges extérieurs de biens et de la performance des recettes de voyages sur l'horizon de prévision

Après s'être établi à 1,2% du PIB en 2024, le déficit du compte courant devrait légèrement se creuser à 2,3% en 2025 puis à 2% en 2026.

En 2025, les exportations devraient augmenter de 6,2%, portées essentiellement par une amélioration de 27,2% des ventes de phosphates et dérivés à 110,7 milliards, tandis que les ventes du secteur automobile devraient terminer l'année avec un recul de 0,8% à 156,3 milliards. En parallèle, le rythme de progression des importations devrait s'accélérer à 7,4%, tiré par une augmentation de 14,8% des acquisitions de biens d'équipement, en lien avec la dynamique prévue de l'investissement. S'agissant des recettes de voyages, elles devraient maintenir leur dynamique, avec une hausse de 11,3% à 125,2 milliards. Les transferts des MRE, quant à eux, s'inscriraient en légère hausse de 0,6% pour s'établir à 119,7 milliards. Les recettes d'IDE devraient poursuivre leur bonne performance pour atteindre 55,9 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 3,3% du PIB après 2,7% en 2024.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve devraient se renforcer à 418 milliards de dirhams à fin 2025, soit l'équivalent de 5 mois et 13 jours d'importations de biens et services.

En 2026, les exportations s'amélioreraient de 9,4%, sous l'effet de la reprise prévue du segment de la construction dont les ventes devraient bondir de 25,2%. De même, les ventes de phosphates et dérivés devraient augmenter de 5,1% à 116,4 milliards. Quant aux importations, elles augmenteraient de 7,1%, reflétant en particulier une progression de 12,5% des acquisitions de biens d'équipement. La facture énergétique devrait, pour sa part, s'alléger de 2,5% à 94,4 milliards de dirhams. S'agissant des recettes de voyages, elles devraient afficher une hausse de 4,8% à 131,2 milliards, alors que les transferts des MRE devraient s'élever à 125,5 milliards, en accroissement de 4,8%. En ce qui concerne les recettes d'IDE, les projections tablent sur un niveau équivalent à 3,5% du PIB en 2026. Tenant compte notamment des tirages extérieurs prévus par le Trésor, les AOR devraient s'élever à 434,5 milliards à fin 2026, représentant l'équivalent de 5 mois et 19 jours d'importations de biens et services.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

Variation (en %), sauf indication contraire	Réalisations							Prévisions		Ecart (sept./juin)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2025	2026
Exportations de biens (FAB)	10,7	3,3	-7,5	25,2	30,1	0,4	6,1	6,2	9,4	1,1	0,5
Imports de biens (CAF)	9,9	2,0	-13,9	25,0	39,5	-2,9	6,4	7,4	7,1	2,3	0,0
Recettes voyages	1,2	7,8	-53,7	-5,1	171,5	14,6	4,6	11,3	4,8	3,0	-0,6
Transferts des MRE	-1,5	0,1	4,8	40,1	16,0	4,0	3,3	0,6	4,8	3,9	-0,2
Solde du compte courant (en % PIB)	-4,9	-3,4	-1,2	-2,3	-3,5	-1,0	-1,2	-2,3	-2,0	-0,1	0,0
Avoirs officiels de réserve en mois d'importations de biens et services	5,4	6,9	7,1	5,3	5,4	5,4	5,2	5,4	5,6	0,1	0,1

Sources : Données de l'Office des Changes et prévisions BAM.

Accélération de la progression du crédit au secteur non financier sur l'horizon de prévision

Le déficit de liquidité bancaire devrait s'alléger pour ressortir à 115 milliards de dirhams à fin 2025. En 2026, il devrait se creuser à 133 milliards en lien essentiellement avec la progression des billets et monnaies en circulation. Après un accroissement de 7,6% en 2024, ces derniers devraient croître de 8,1% en 2025 et de 7,1% en 2026. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte des réalisations, des projections de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, il devrait s'accroître de 5,9% en 2025 et en 2026. Dans ces conditions, et en ligne avec l'évolution prévue des autres contreparties de la masse monétaire, l'agrégat M3 devrait augmenter de 7,7% en 2025 et de 6,2% en 2026.

Pour sa part, le taux de change effectif devrait s'apprécier en 2025 de 4,2% en termes nominaux et de 2,2% en termes réels avant de connaître une dépréciation en 2026 de 1,2% en termes nominaux et de 2,3% en termes réels.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalisations					Prévisions		Ecart (sept./juin)	
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2025	2026
Crédit bancaire au secteur non financier	4,2	2,9	7,8	2,9	2,6	5,9	5,9	-0,3	-0,2
M3	8,4	5,1	8,0	3,9	8,0	7,7	6,2	0,4	-0,1
Besoin de liquidité, en MMDH	-74,6	-64,4	-86,6	-111,4	-137,4	-115,3	-132,9	7,2	7,1

Le déficit budgétaire devrait se stabiliser en 2025 avant de s'atténuer en 2026

Le déficit budgétaire devrait se stabiliser à 3,9% du PIB en 2025, avant de s'alléger à 3,4% du PIB en 2026. Ces projections se basent sur la LF 2025, la PBT 2025-2027, les données de l'exécution budgétaire à fin juillet 2025 et les nouvelles prévisions macroéconomiques de BAM. Elles tiennent compte également des crédits supplémentaires de 13 milliards ouverts en avril au titre du budget général.

En 2025, les recettes fiscales s'amélioreraient de 10,8%, reflétant des accroissements de 10,7% du produit des impôts indirects et de 14% de celui des impôts directs. Les rentrées non fiscales, quant à elles, enregistreraient un repli de 0,8%, impactées essentiellement par les baisses dans la rubrique des « autres recettes » non fiscales de 43,6% et de celles des mécanismes de financement innovants de 0,8% à 35 milliards. En regard, les dépenses ordinaires devraient s'alourdir de 15%, avec notamment un accroissement de 18,7% de celles au titre des biens et services. La masse salariale augmenteraient de 11,3% et les charges des autres biens et services de 32,9%. De même, les paiements d'intérêts de la dette devraient progresser de 23,9%. En revanche, les dépenses de compensation devraient reculer de 40,9% et celles d'investissement de 1,5% à 115,6 milliards, ou 6,9% du PIB.

En 2026, le produit fiscal devrait se renforcer de 5,9%, avec des hausses de 1,3% des rentrées des impôts directs et de 8,4% de celles des impôts indirects. Pour leur part, les recettes non fiscales régresseraient de 1,2%, avec notamment un recul de 4,4% des ressources en provenance des EEP, celles des mécanismes de financement innovants devant se maintenir à 35 milliards. En parallèle, les dépenses ordinaires devraient s'alourdir de 4%, tirées principalement par les augmentations de 4,8% de celles de biens et services et de 1% des charges en intérêts de la dette. La masse salariale s'accroîtrait de 5,3% et les dépenses au titre des autres biens et services de 4,1%. Les charges de compensation devraient s'alléger de 23,6% à 11,5 milliards et celles d'investissement augmenter de 0,6% à 116,3 milliards.

Croissance soutenue des activités non agricoles à moyen terme

La croissance de l'économie nationale s'accélérerait de 3,8% en 2024 à 4,6% en 2025, avant de se consolider à 4,4% en 2026, des prévisions inchangées comparativement à celles de juin. Cette évolution recouvre, du côté de l'offre, une progression de 5% de la valeur ajoutée agricole en 2025, suivie d'une

hausse de 3,2% en 2026 sous l'hypothèse d'un retour à une récolte céréalière moyenne de 50 MQx. Pour sa part, la croissance non agricole devrait s'établir à 4,5% en 2025 et en 2026, poursuivant ainsi la dynamique favorable observée en 2024 où elle s'est située à 4,8%.

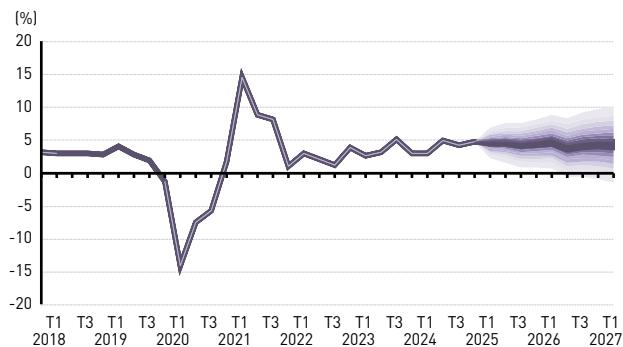
Du côté de la demande, la croissance resterait portée par sa composante intérieure, à la faveur notamment d'une dynamique soutenue de l'investissement, liée aux projets d'infrastructure lancés ou programmés, et de la poursuite de la consolidation de la consommation finale des ménages en lien avec l'amélioration des revenus agricoles et non agricoles. En revanche, les exportations nettes devraient y participer négativement, les importations de biens et services devant progresser à un rythme plus important que celui des exportations.

Tableau 7.3 : Croissance économique

Variation en %	Réalisations						Prévisions		Ecart (sept./juin)	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2025	2026
Croissance nationale	2,9	-7,2	8,2	1,8	3,7	3,8	4,6	4,4	0,0	0,0
VA agricole	-5,0	-8,1	19,5	-11,3	1,5	-4,8	5,0	3,2	0,0	0,0
VA non agricole	3,8	-7,1	6,9	3,5	3,9	4,8	4,5	4,5	0,0	0,0

Sources : Données du HCP et prévisions BAM.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T2 2025 - T2 2027), en glissement annuel*



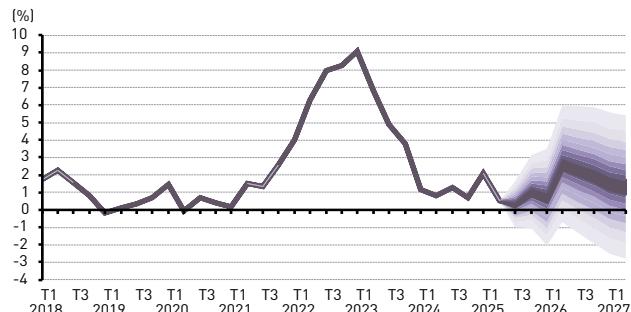
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Inflation modérée sur l'horizon de prévision

Après un net ralentissement à 0,9% en 2024, l'inflation devrait ressortir à 1% en 2025, soit une révision à la baisse de 0,1 point de pourcentage comparativement aux projections de juin, avant de s'établir à 1,9% en 2026. Tirée principalement par le ralentissement des prix des « viandes fraîches » et par le recul de l'inflation importée, sa composante sous-jacente décélérerait de 2,2% en 2024 à 1,1% en 2025, avant de revenir à 2% en 2026. Concernant les prix des carburants et lubrifiants, ils enregistreraient un repli de 10,2% en 2025, suivie d'une hausse de 5,4% en 2026, en ligne avec les évolutions prévues des cours mondiaux du Brent et du taux de change vis-à-vis le dollar. Pour leur part, les tarifs réglementés afficheraient une hausse moyenne de 2,1% sur l'horizon de prévision, tenant compte de la poursuite du

processus de décompensation graduel du gaz butane. Quant aux prix des produits alimentaires à prix volatils, les projections tablent sur une hausse en 2025 et une stabilité en 2026.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T3 2025 - T2 2027)*



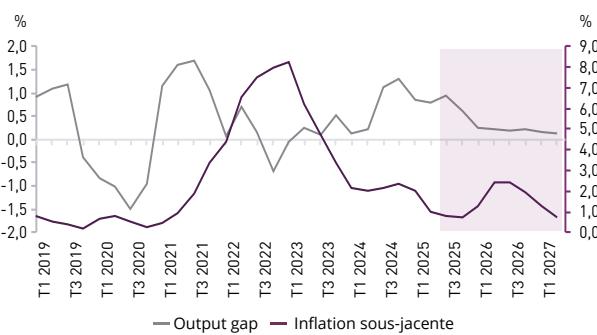
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente

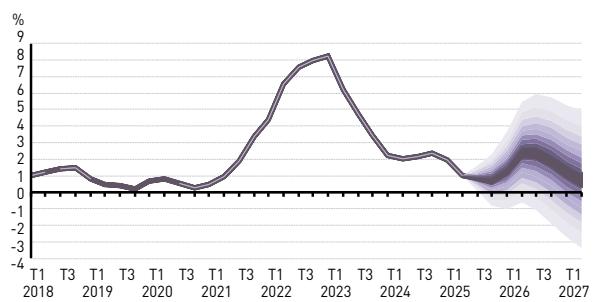
	Réalisations						Prévisions			Ecart (sept./juin)	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Horizon de prévision T3-2025 – T2-2027	2025	2026
	Inflation	0,2	0,7	1,4	6,6	6,1	0,9	1,0	1,9	1,5	-0,1 0,1
Inflation sous-jacente	0,5	0,5	1,7	6,6	5,6	2,2	1,1	2,0	1,4	-0,1	0,2

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

Graphique 7.10 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap



Graphique 7.11: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T3 2025 - T2 2027)*



* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Sources : Données du HCP, calculs et prévisions BAM.

7.3 Balance des risques

Malgré la relative atténuation des tensions commerciales, les incertitudes entourant les perspectives de l'économie mondiale demeurent élevées et risquent de freiner le commerce international, de perturber les chaînes d'approvisionnement et de peser in fine sur la croissance mondiale. À cela s'ajoutent les difficultés persistantes du secteur immobilier en Chine, l'accroissement de la dette publique mondiale, ainsi que la persistance de pressions inflationnistes dans certaines économies majeures telles que les

Etats-Unis. Enfin, la persistance des conflits au Moyen-Orient et de la guerre en Ukraine pourrait fragiliser davantage l'activité économique mondiale et perturber les chaînes d'approvisionnement, en particulier énergétiques.

Au niveau national, les principaux risques pour l'activité économique sont liés à la récurrence des sécheresses et à l'aggravation du stress hydrique. En revanche, les chantiers lancés ou programmés dans le cadre de l'accueil de manifestations sportives internationales peuvent avoir des effets d'entraînement plus importants et engendrer un rythme plus rapide de la croissance. En ce qui concerne l'inflation, les risques restent orientés à la hausse. Outre les pressions externes, des conditions climatiques défavorables pourraient entraîner une hausse des prix des denrées alimentaires.

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

ANCFCC	: Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie
ANRT	: Agence Nationale de la Réglementation des Télécommunications
AOR	: Avoirs officiels de réserve
APC	: Association Professionnelle des Cimentiers
AV 7 j	: Avances à 7 jours
AV 25 H	: Avances à 25 heures
BAD	: Banque Africaine de Développement
BAM	: Bank Al-Maghrib
BCE	: Banque Centrale Européenne
BCP	: Banque Centrale Populaire
BoE	: Banque d'Angleterre
BLS	: US Bureau of Labor Statistics
BTP	: Bâtiment et Travaux Publics
CCG	: Conseil de Coopération du Golfe
CIH	: Crédit Immobilier et Hôtelier
CMR	: Caisse Marocaine des Retraites
CNSS	: Caisse Nationale de Sécurité Sociale
CUT	: Coût Unitaire du Travail
CUTR	: Coût Unitaire du Travail Relatif
CVE	: Comité de Veille Economique
DAP	: Phosphate Diammonique
DJ	: Dow Jones
DTFE	: Direction du Trésor et des Finances Extérieures
EIA	: U.S. Energy Information Administration (Agence américaine d'information sur l'énergie)
ETI	: Entreprises de Taille Intermédiaire
ESI	: Economic Sentiment Indicator (Indicateur de climat économique)
EUROSTOXX	: Principal indice boursier européen
EUR	: EURO
FADES	: Fonds Arabe pour le Développement Economique et Social
FAO	: Food and Agriculture Organization (Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture)
FBCF	: Formation Brute de Capital Fixe
FED	: Réserve fédérale des États-Unis
FD	: Facilité de dépôt
FMI	: Fonds Monétaire International
FTSE	: Financial Times stock exchanges
GPMN	: Global Projection Model Network
HCP	: Haut-Commissariat au Plan

ICM	: Indice de Confiance des Ménages
IDE	: Investissements directs étrangers
IMME	: Industries Mécaniques, Métallurgiques, Electriques et Electroniques
INAC	: Institut National d'Analyse et de Conjoncture
IPAI	: Indice des Prix des Actifs Immobiliers
IPC	: Indice des Prix à la Consommation
IPCX	: Indice de l'Inflation sous-jacente
IPCXE	: Indice des prix des biens échangeables inclus dans l'IPCX
IPCXNE	: Indice des prix des biens non échangeables inclus dans l'IPCX
IPM	: Indice des Prix à l'importation
IPPI	: Indice des prix à la production industrielle
IR	: Impôt sur le Revenu
ISM	: Indice américain du secteur manufacturier
ISMP	: Indice des Salaires Moyen dans le secteur Privé
Libor-OIS	: London Interbank Offered Rate-Overnight Indexed Swap
LPL	: Ligne de Précaution et de Liquidité
MEFRA	: Ministère de l'Economie et des Finances et de la Réforme de l'Administration
MASI	: Morocco All Shares Index
MSCI EM	: Morgan Stanley Capital International, Emerging Markets
MRE	: Marocains résidant à l'étranger
OC	: Office des changes
OCDE	: Organisation de Coopération et de Développement Economique
OCP	: Office Chérifien des Phosphates
OMPIC	: Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale
ONEE	: Office National d'Electricité et de l'Eau Potable
OPCVM	: Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
PIB	: Produit Intérieur Brut
SMIG	: Salaire minimum interprofessionnel garanti
TCER	: Taux de change effectif réel
TCN	: Titres de créances négociables
TIB	: Taux Interbancaire
TGR	: Trésorerie Générale du Royaume
TPME	: Très petites, Petites et Moyennes Entreprises
TSP	: Triple Super Phosphate
TUC	: Taux d'Utilisation des Capacités de Production
TVA	: Taxe sur la Valeur Ajoutée
UE	: Union Européenne
USD	: Dollar Américain
VA	: Valeur ajoutée
WTI	: West Texas Intermediate

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1 : Evolution de quelques indicateurs avancés de l'activité aux Etats-Unis et dans la zone euro.....	18
Graphique 1.2 : Evolution du taux de change euro/dollar	19
Graphique 1.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	19
Graphique 1.4 : Evolution du VIX et du VSTOXX.....	20
Graphique 1.5 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans	20
Graphique 1.6 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	20
Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent et du Gaz naturel-Europe.....	21
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie.....	21
Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés	21
Graphique 1.10 : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	22
Graphique 2.1 : Exportations du secteur automobile à fin juillet	23
Graphique 2.2 : Evolution mensuelle des recettes de voyages	25
Graphique 2.3 : Evolution mensuelle des transferts des MRE.....	26
Graphique 3.1 : Taux interbancaire.....	27
Graphique 3.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	28
Graphique 3.3 : Coût de financement des banques	28
Graphique 3.4 : Taux de change effectifs en termes nominaux et réels	29
Graphique 3.5 : Taux de change du dirham	29
Graphique 3.6 : Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire en glissement annuel	30
Graphique 3.7 : Crédit bancaire.....	30
Graphique 3.8 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit	31
Graphique 3.9 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme	31
Graphique 3.10 : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières.....	32
Graphique 3.11 : Evolution de l'indice MASI	32
Graphique 3.12 : Evolution des indices sectoriels au mois d'août par rapport au deuxième trimestre 2025	32
Graphique 3.13 : Evolution des levées des bons du Trésor	32
Graphique 3.14 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	33
Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances	35
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances	36
Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires	36
Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin août	36
Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin août.....	37
Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin août	37
Graphique 4.7 : Endettement du Trésor	38
Graphique 5.1 : Dépenses de consommation	39
Graphique E.5.1.1 : Superficie emblavée en céréales	41
Graphique E.5.1.2 : Production céréalière	41
Graphique E.5.1.3 : Superficies occupées par les céréales et les olives	41

Graphique 5.2 : PIB par composante	42
Graphique 5.3 : Contributions de certaines branches d'activité à la croissance	42
Graphique 5.4: Créations d'emplois par secteur.....	43
Graphique 5.5 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé	43
Graphique 5.6 : SMIG horaire en termes nominaux et réels	43
Graphique 5.7 : Output-gap global	44
Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente.....	46
Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	46
Graphique 6.3 : Cours du Brent et indice des prix des carburants et lubrifiants	46
Graphique 6.4 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables	47
Graphique 6.5 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente.....	47
Graphique 6.6 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	47
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises	48
Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres.....	48
Graphique 6.9 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier	48
Graphique 6.10 : Principaux indices des prix à la production industrielle	49
Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro.....	53
Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis.....	53
Graphique 7.3 : Prix du Brent	55
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires	55
Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro	55
Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis	55
Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR	56
Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision, en glissement annuel	59
Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision	60
Graphique 7.10 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap	60
Graphique 7.11: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision	60

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel	17
Tableau 1.2 : Evolution du taux de chômage	18
Tableau 1.3 : Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés, en glissement annuel	22
Tableau 2.1 : Exportations par secteur	24
Tableau 2.2 : Importations par groupement d'utilisation de produits	25
Tableau 2.3 : Balance des services	25
Tableau 2.4 : Investissements directs	26
Tableau 3.1 : Taux des bons du Trésor sur le marché primaire	28
Tableau 3.2 : Taux créditeurs	28

Tableau 3.3 : Taux débiteurs	29
Tableau 4.1 : Recettes ordinaires	35
Tableau 4.2 : Exécution des dépenses publiques	36
Tableau 4.3 : Financement du déficit	37
Tableau 4.4 : Endettement du Trésor	38
Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail.....	44
Tableau 6.1 : Inflation et ses composantes	45
Tableau 6.2 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables	47
Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements	57
Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire.....	58
Tableau 7.3 : Croissance économique.....	59
Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente	60

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 5.1 : Evolution de la céréaliculture sur la période 1961-2025.....	40
--	----