



بنك المغرب
ΒΕΛΙΚΑ ΜΑΓΡΟΣ
BANK AL-MAGHRIB

◆ REVUE MENSUELLE DE LA CONJONCTURE
ÉCONOMIQUE, MONÉTAIRE ET FINANCIÈRE ◆

Octobre 2025
◆



◆ REVUE MENSUELLE DE LA CONJONCTURE
ÉCONOMIQUE, MONÉTAIRE ET FINANCIÈRE ◆

Octobre 2025



بنك المغرب
بنك المغرب

Table des matières

Vue d'ensemble.....	5
I. Environnement international	10
Croissance et inflation dans les principaux pays partenaires	13
Principales mesures de politique monétaire	14
Marchés mondiaux des matières premières	15
II. Comptes extérieurs	16
Balance commerciale.....	17
III. Production, demande et marché du travail.....	20
Comptes nationaux	22
Agriculture	24
Industrie	25
Mines ..	26
Energie	27
Principaux indicateurs des activités sectorielles	28
Marché du travail	29
IV. Finances publiques	30
Situation des charges et ressources du Trésor à fin août 2025.....	33
V. Monnaie, taux d'intérêt et liquidité.....	34
Taux d'intérêt	36
Monnaie, crédits et placements liquides	37
VI. Marché des changes.....	41
Cotation des devises	42
Opérations sur le marché des changes	42
VII. Marchés des Actifs	43
Indices boursiers	44
Activité	45
Cours.....	46
Gestion d'actifs	47
Marchés de la dette.....	48
VIII. Evolution de l'inflation	50
Evolution de l'inflation et ses composantes.....	52
Prix à la production industrielle.....	55

بنك المغرب
بنك المغرب

VUE D'ENSEMBLE

L'économie mondiale continue de faire preuve d'une relative résilience depuis le début de l'année, mais les effets de la hausse des droits de douane et la persistance de niveaux élevés d'incertitude commencent à se faire sentir.

Les dernières données disponibles, se rapportant au deuxième trimestre de 2025, indiquent une hausse modérée de la **croissance économique** en glissement annuel aux Etats-Unis à 2,1%, après 2% un trimestre auparavant, et un léger ralentissement de 1,6% à 1,5% dans la zone euro, avec toutefois des évolutions divergentes entre pays membres. Elle s'est maintenue ainsi à 0,2% en Allemagne, s'est accélérée de 0,6% à 0,8% en France et a décéléré de 0,7% à 0,4% en Italie et de 3,2% à 3,1% en Espagne. Pour ce qui est des autres économies avancées, la croissance a ralenti de 1,8% à 1,3% au Japon et de 1,7% à 1,4% au Royaume-Uni.

Dans les économies émergentes, la croissance a également décéléré 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, tandis qu'elle s'est accélérée de 7,4% à 7,8% en Inde et de 2,3% à 4,8% en Turquie.

Sur les **marchés du travail des économies avancées**, des signes de modération des pressions apparaissent, particulièrement aux Etats-Unis, les données du mois d'août faisant ressortir une création de 22 mille emplois, 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 augmenté de 6,2% à 6,3%, avec des contrastes entre pays membres. Il est resté inchangé à 7,5% en France et à 3,7% en Allemagne, a reculé de 10,4% à 10,3% en Espagne et s'est légèrement accru de 5,9% à 6% en Italie.

S'agissant des **marchés boursiers** des principales économies avancées, ils ont affiché des performances positives en septembre, portées notamment par les valeurs technologiques et de l'intelligence artificielle aux Etats-Unis et par l'abaissement de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux par la FED. Dans ces conditions, le Nasdaq composite a augmenté de 3,6%, le Dow Jones Industrials de 2,5%, l'Eurostoxx de 0,6%, le Nikkei 225 de 4,8% et le FTSE 100 de 0,5%. Ces évolutions se sont accompagnées d'un tassement de la volatilité, aussi bien sur les marchés européens qu'américains. Le VSTOXX a diminué de 17,4 à 16,8 entre août et septembre, alors que le VIX est demeuré constant à 15,8 sur la même période. Au niveau des économies émergentes, l'indice MSCI EM a affiché un gain de 4,4%, avec notamment une hausse de 7,1% pour le sous-indice chinois et de 5,1% pour celui du Brésil.

Concernant les **marchés obligataires souverains** des pays avancés, ils ont continué de montrer des signes de stabilisation en septembre, après une période de volatilité observée depuis le début de l'année. Par ailleurs, le rythme de croissance du crédit bancaire s'est légèrement accéléré en août à 4,9% aux Etats-Unis, contre 4,8% le mois précédent, alors qu'il s'est stabilisé à 2,8% dans la zone euro.

Sur les **marchés de change**, l'euro a poursuivi son appréciation en septembre par rapport aux autres principales devises, avec des hausses de 0,8% face au dollar américain, de 0,4% contre la livre sterling et de 1% vis-à-vis du yen japonais. Concernant les monnaies des principales économies émergentes, elles ont connu des évolutions contrastées face au dollar américain, avec des dépréciations de 0,7% pour le renminbi chinois et de 1,4% pour le real brésilien, ainsi que des appréciations de 1,2% pour la livre turque et de 0,9% pour la roupie indienne.

Sur le marché des matières premières, le cours du Brent est resté stable à 68 dollars le baril entre août et septembre, et ressort en repli de 8,5% en glissement annuel, du fait notamment de l'augmentation de la production des pays de l'OPEP+. De même, le prix du gaz naturel sur le marché européen est demeuré inchangé, d'un mois à l'autre, à 11,1 \$/mmBTU et a reculé de 5,7% en variation annuelle. Pour leur part, les produits hors énergie ont vu leur cours progresser de 0,9%, recouvrant en particulier des hausses de 2,9% des prix des métaux et minerais et de 0,4% de ceux des produits agricoles. En comparaison annuelle, ils ressortent en accroissement de 1,9%, reflétant principalement celui de 7,4% pour les métaux et minerais. S'agissant du phosphate et dérivés, les cours ont diminué, en glissement mensuel, de 1,8% à 780,6 dollars la tonne pour le DAP et ont progressé de 0,2% à 664,4 dollars pour le TSP, alors que ceux du phosphate brut sont restés stables à 152,5 dollars. En glissement annuel, les prix ressortent en appréciation de 40,7% pour le DAP et de 31,7% pour le TSP, tandis que ceux du phosphate brut sont restés inchangés.

Dans ce contexte, **l'inflation** dans la zone euro a enregistré une accélération de 2% en août à 2,2% en septembre, recouvrant notamment celles de 2,1% à 2,4% en Allemagne, de 0,8% à 1,1% en France, de 1,6% à 1,8% en Italie et de 2,7% à 3% en Espagne. Aux Etats-Unis, elle est restée nettement au-dessus de l'objectif de la FED, s'établissant à 2,9% en août, contre 2,7% en juillet. Pour les autres principales économies avancées, l'inflation a ralenti de 3% en juillet à 2,7% en août au Japon et s'est maintenue à 3,8% au Royaume-Uni.

S'agissant de 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 directeurs, indiquant que l'inflation se situe actuellement autour de l'objectif de 2%. 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%], soit la première baisse depuis décembre 2024.

Au niveau national, les données des comptes nationaux relatifs au deuxième trimestre 2025 indiquent une nette accélération de la croissance économique à 5,5%, contre 3% le même trimestre un an auparavant. Cette évolution est le résultat d'un redressement de 4,7%, au lieu d'un recul de 4,4%, de la valeur ajoutée agricole et d'un accroissement de 5,5%, après 3,8%, de celle des activités non agricoles.

Sur le plan sectoriel, la récolte des trois principales céréales au titre de la campagne 2024/2025 s'est établie à 41,3 millions de quintaux, en hausse de 33,3% par rapport à la campagne précédente.

Pour les industries manufacturières, leur valeur ajoutée s'est accrue de 6,9% au deuxième trimestre 2025, après 2,6% un an auparavant, reflétant essentiellement des augmentations de 18% dans la branche de fabrication des matériaux de transport, de 7,1% pour celle des produits alimentaires et de boissons, de 8% pour celle des produits chimiques et de 30% pour celle des matériaux électriques. Les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib font ressortir une amélioration du TUC, en comparaison annuelle, de 2,6 points à 79,4% en moyenne en juillet et août.

Concernant le secteur du BTP, il continue d'enregistrer une forte dynamique avec un accroissement de 6,7% de sa valeur ajoutée au deuxième trimestre, au lieu de 3,6% à la même période de 2024. Cette performance se serait maintenue au troisième trimestre, comme l'indique le bond de 12,1% des ventes de ciment. Quant aux industries extractives, leur valeur ajoutée a progressé de 10,9% au

deuxième trimestre, après 20% un an auparavant ; et au cours des deux mois de juillet et août, la production marchande de phosphate brut s'est améliorée de 8,1%.

S'agissant de la branche « électricité, gaz, eau, assainissement et déchets », sa valeur ajoutée a marqué une hausse de 8,9% au deuxième trimestre 2025 après un recul de 5,2% un an auparavant. Cette performance se serait poursuivie, comme l'indique l'accroissement de 3,2% de la production d'électricité au cours des mois de juillet et août.

Pour ce qui est des « activités d'hébergement et de restauration », la forte dynamique se maintient, avec une progression de 10,5% au deuxième trimestre 2025 après 9,4% un an auparavant. Les dernières données disponibles laissent présager un ralentissement de l'activité du secteur, les arrivées aux postes frontières ayant augmenté de 5,6% au cours des mois de juillet et août et les nuitées de 5% pour juillet.

Sur le marché du travail, et après une forte reprise depuis le troisième trimestre 2024, les créations d'emploi se sont limitées à 5 mille postes au deuxième trimestre 2025. 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 dans le BTP, à 35 mille dans les services et à 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% au niveau national, de 1,6 point à 46,4% dans les campagnes et de 0,3 point à 42% en milieu urbain. Dans ces conditions, le taux de chômage est revenu de 13,1% à 12,8% au niveau national, de 16,7% à 16,4% dans les villes et de 6,7% à 6,2% dans les zones rurales.

Au plan des **comptes extérieurs**, les données relatives aux huit premiers mois de l'année 2025 font ressortir la poursuite de la dynamique des échanges de biens, une hausse des recettes de voyages et une légère contraction des transferts des MRE. Ainsi, les exportations ont augmenté de 3,8% à 307,5 milliards, et les importations de 8,4% à 533,4 milliards. Le déficit commercial s'est, en conséquence, creusé de 15,5% à 225,9 milliards de dirhams, et le taux de couverture est revenu à 57,6%, après s'être établi à 60,2% à fin août 2024.

L'accroissement des importations a été tiré principalement par ceux de 13,4% des produits finis de consommation, de 13% des biens d'équipement et de 7,1% des demi-produits, tandis que la facture énergétique s'est allégée de 6,2% à 72,6 milliards. Quant aux exportations, leur progression reflète essentiellement celles de 21,1% des ventes de phosphate et dérivés, de 3,8% du secteur agricole et de 5,6% de l'industrie aéronautique. A l'inverse, les expéditions du secteur automobile se sont contractées de 2,9% à 98,7 milliards. S'agissant des recettes de voyages, elles se sont élevées à 87,6 milliards de dirhams, en hausse de 14,3% par rapport à la même période de 2024, et les dépenses au même titre se sont accrues de 9% à 21,5 milliards. Quant aux transferts des MRE, ils ont affiché une légère baisse de 0,6% à 81,7 milliards. En ce qui concerne les principales opérations financières, les recettes d'IDE se sont accrues de 43,4% à 39,3 milliards, alors que les investissements directs marocains à l'étranger ont connu un repli de 3,5% à 12,9 milliards.

À fin août 2025, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est renforcé à 410,7 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 12 jours d'importations de biens et services.

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.

Sur le plan monétaire, l'agrégat M3 a enregistré une augmentation annuelle de 8,3% à fin août. Par principales composantes, la circulation fiduciaire s'est accrue de 9,6% et les dépôts à vue auprès des banques de 10,7%, avec des hausses de 9,2% des dépôts des ménages et de 16,2% de ceux des entreprises non financières privées. Quant au crédit bancaire au secteur non financier, il a progressé de 3,4% globalement, de 3% pour les prêts accordés aux ménages, de 1% pour ceux aux entreprises privées et de 8,6% pour les concours aux entreprises publiques.

S'agissant de la liquidité bancaire, le besoin s'est établi à 123,5 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire en septembre 2025, contre 122 milliards un mois auparavant. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté le volume global de ses injections à 134,2 milliards de dirhams. Sur le marché interbancaire, le volume quotidien moyen des échanges s'est élevé à 5,6 milliards de dirhams et le taux moyen pondéré s'est situé à 2,25% en moyenne.

Au niveau du marché des bons du Trésor, les taux sont restés globalement stables en septembre d'un mois à l'autre, aussi bien sur le compartiment primaire que secondaire. Les émissions de bons du Trésor se sont établies à 15 milliards après 12,8 milliards en août. Tenant compte des remboursements de 12,8 milliards à fin septembre, l'encours des bons du Trésor ressort à 786,3 milliards, en progression de 4,3% depuis le début de l'année.

Pour ce qui est des taux créditeurs assortissant les dépôts bancaires, ils ont enregistré en août une hausse de 30 points de base (pb) à 2,46% pour ceux à 6 mois et une baisse de 9 pb à 2,48% pour ceux à un an. Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au deuxième trimestre de 2025 indiquent une baisse trimestrielle de 14 pb du taux moyen global à 4,84%. Par secteur institutionnel, les taux appliqués aux crédits aux particuliers ont diminué 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 reculé de 12 pb à 4,72%, avec des baisses 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.

Sur le marché boursier, le MASI s'est replié de 5,1% en septembre, ramenant sa performance depuis le début de l'année à 28,8%. La capitalisation boursière s'est chiffrée à 1 003,9 milliards de dirhams, en hausse de 33,4% à fin décembre 2024. En ce qui concerne le volume mensuel des échanges, il s'est chiffré à 13,3 milliards de dirhams, contre 11,6 milliards en août, réalisé principalement sur le marché central.

S'agissant de **l'inflation**, elle est revenue à 0,3% en août après 0,5% en juillet, ramenant sa moyenne au cours des huit premiers mois de l'année à 1,1%. Sa composante sous-jacente s'est établie à 0,6%, contre 0,8% un mois auparavant, traduisant, d'une part, le ralentissement du rythme de progression des prix des biens non échangeables de 1,7% à 1,3%, et de l'autre, la stagnation des prix des biens échangeables, après une hausse de 0,2%.

I. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

L'économie mondiale a fait preuve de résilience depuis le début de l'année, mais les effets de la hausse des droits de douane et de l'incertitude¹ commencent à se faire sentir. Les données récentes indiquent un ralentissement modéré de l'activité économique au deuxième trimestre dans plusieurs grandes économies, telles que la zone euro et la Chine. Par ailleurs, des signes de fléchissement apparaissent sur les marchés du travail des principales économies avancées, notamment aux États-Unis, avec une hausse des taux de chômage et une baisse marquée du nombre de créations d'emploi. La FED a d'ailleurs réagi en abaissant en septembre, et pour la première fois depuis décembre 2024, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux. Dans le même temps, les tensions inflationnistes, quoiqu'en atténuation, persistent particulièrement aux États-Unis et, dans une moindre mesure, dans la zone euro.

Les données relatives au deuxième trimestre 2025 font ressortir une hausse modérée de la croissance à 2,1% aux États-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 de 0,6% à 0,8% en France, s'est stabilisée à 0,2% en Allemagne, tandis qu'elle a décéléré de 3,2% à 3,1% en Espagne et de 0,7% à 0,4% en Italie. Dans les autres grandes économies avancées, la croissance est revenue à 1,4% au Royaume-Uni au second trimestre après 1,7% un trimestre auparavant, et à 1,3% au lieu de 1,8% au Japon sur la même période.

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 est revenu 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.

Concernant les indicateurs avancés de l'activité, l'indice PMI composite de la zone euro s'est redressé à 51,2 en septembre contre 51 en août. De même, l'ISM manufacturier américain a augmenté de 48,7 à 49,1 sur la même période.

Sur les **marchés du travail**, les données d'août² font ressortir une nouvelle hausse du taux de chômage aux États-Unis à 4,3% après 4,2% en juillet et un ralentissement marqué des créations d'emplois de 79 mille à 22 mille postes. Dans la zone euro, le taux de chômage a augmenté de 6,2% en juillet à 6,3% en août, avec des évolutions disparates entre pays membres. Ainsi, il est demeuré inchangé à 3,7% en Allemagne et à 7,5% en France, tandis qu'il a augmenté à 6% en Italie et a légèrement reculé à 10,3% en Espagne. Au Royaume-Uni, les données de juillet indiquent un taux stable à 4,7%.

Sur le **marché des matières premières**, le prix du Brent s'est stabilisé à 68 dollars le baril, entre août et septembre. Sur un an, il ressort en baisse de 8,5% reflétant principalement une offre excédentaire liée aux augmentations soutenues de la production des pays membres et non membres de l'OPEP+.

¹ L'incertitude politique et économique pourrait s'accroître en cas de prolongement du « *Shutdown* » aux États-Unis, officiellement entré en vigueur le 1^{er} octobre. Cette impasse budgétaire du gouvernement fédéral américain résulte de l'absence d'autorisation par le Congrès d'un relèvement du plafond de la dette publique qui force l'État à fermer dans un premier temps des services jugés non-essentiels (musées ou parcs nationaux par exemple) qu'il ne peut plus financer. Il est à noter que le dernier *Shutdown* a eu lieu entre le 22 décembre 2018 et le 25 janvier 2019, sous le premier mandat du Président Trump.

² En raison du *Shutdown*, le *Bureau of Labor Statistics* n'a pas publié, comme initialement prévu le vendredi 3 octobre le rapport sur l'emploi du mois de septembre.

De même, le cours du gaz naturel sur le marché européen est resté inchangé d'un mois à l'autre à 11,1 \$/mmBTU en septembre, et a enregistré une diminution de 5,7% en glissement annuel.

Pour leur part, les prix des produits hors énergie ont progressé en septembre de 0,9% en rythme mensuel, traduisant notamment des hausses de 0,4% des produits agricoles et de 2,9% des métaux et minerais. En glissement annuel, ils affichent un accroissement global de 1,9%, recouvrant une progression de 7,4% des métaux et minerais et un repli de 1,9% des produits agricoles. En particulier, le cours de l'or, qui continue de bénéficier de son statut de valeur refuge, a poursuivi sa progression, s'établissant en moyenne à 3668 dollars l'once en septembre, soit une hausse mensuelle de 8,9% et de 42,7% en glissement annuel.

Pour ce qui est du phosphate et ses dérivés, les prix sont restés quasi stables, d'un mois à l'autre, à 152,5 \$/t en moyenne en septembre pour la roche, alors qu'ils ont diminué de 1,8% à 780,6 \$/t pour le DAP et ont progressé de 0,2% à 664,4 \$/t pour le TSP. En glissement annuel, les cours ont affiché des accroissements de 40,7% pour le DAP et de 31,7% pour le TSP, alors qu'ils sont restés à leur niveau observé un an auparavant pour le phosphate brut.

S'agissant de **l'inflation**, elle a enregistré dans la zone euro une accélération, pour s'établir à 2,2% en septembre, après 2% en août. Cette évolution traduit notamment des accélérations de 2,1% à 2,4% en Allemagne, de 0,8% à 1,1% en France, de 1,6% à 1,8% en Italie et de 2,7% à 3% en Espagne. Aux États-Unis, elle est restée nettement au-dessus de l'objectif de la FED, à 2,9% en août, après s'être établie à 2,7% en juillet. Dans les autres principales économies avancées, les données disponibles pour le mois d'août indiquent une stabilité à 3,8% au Royaume-Uni et une décélération de 3% à 2,7% au Japon. Quant aux principales économies émergentes, l'inflation en Chine est retombée une nouvelle fois en territoire négatif s'établissant à -0,4% en août après une stabilité des prix le mois précédent. Ailleurs, elle a ralenti de 8,8% en juillet à 8,1% en août en Russie, tandis qu'elle s'est accélérée de 1,6% à 2,1% en Inde sur la même période. Au Brésil, les données de septembre indiquent une légère accélération de l'inflation à 5,2 %, contre 5,1% en août.

Concernant les **décisions de politique monétaire**, la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 11 septembre, de maintenir inchangés ses trois taux directeurs, soit la deuxième décision consécutive de statu quo après un total de huit baisses depuis juin 2024. 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 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 a indiqué continuer 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. Elle a également 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.

S'agissant des conditions financières, les **marchés boursiers** des principales économies avancées, notamment américains, ont affiché des performances positives en septembre, portées principalement par les valeurs technologiques et de l'intelligence artificielle, ainsi que par l'abaissement de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux par la FED. Dans ces conditions, le Nasdaq composite a augmenté de 3,6%, le Dow Jones Industrials de 2,5%, l'Eurostoxx de 0,6%, le Nikkei 225 de 4,8% et le FTSE 100 de 0,5%. Ces évolutions se sont accompagnées d'un tassement de la volatilité des marchés boursiers aussi bien européens qu'américains, le VSTOXX ayant diminué de 17,4 à 16,8 entre août et septembre alors que le VIX est demeuré constant à 15,8 sur la même période. Au niveau des économies émergentes, l'indice MSCI EM a affiché un gain de 4,4% en septembre, avec notamment une hausse de 7,1% pour le sous-indice chinois et de 5,1% pour celui du Brésil.

Pour leur part, les **marchés obligataires** souverains des économies avancées ont continué de montrer des signes de stabilisation en septembre, après la forte volatilité qui a caractérisé leur évolution depuis le début de l'année. Cette accalmie s'explique principalement par l'anticipation des investisseurs d'un statu quo ou d'un assouplissement supplémentaire de la politique monétaire dans les principales banques centrales des pays avancés. Ainsi, entre août et septembre, le taux à 10 ans a reculé de 14 pb à 4,1% pour les Etats-Unis, alors qu'il s'est stabilisé à 2,7% pour l'Allemagne, à 3,5% pour la France et l'Italie, et à 3,3% pour l'Espagne. S'agissant des économies émergentes, ce taux a quasiment stagné à 1,8% pour la Chine, à 6,5% pour l'Inde et à 13,9% pour le Brésil, alors qu'il a diminué de 20 pb à 13,7% pour la Turquie.

Sur le **marché interbancaire**, le SOFR à trois mois a stagné à 4,4% et l'Euribor de même maturité à 2%, entre août et septembre. S'agissant du crédit bancaire, son rythme de progression s'est légèrement accéléré aux Etats-Unis pour atteindre 4,9% en août contre 4,8% le mois précédent, alors qu'il s'est stabilisé à 2,8% au sein de la zone euro sur la même période.

Sur les **marchés de change**, l'euro a poursuivi son appréciation en septembre vis-à-vis des autres principales devises, avec une hausse de 0,8% face au dollar américain, de 0,4% contre la livre sterling et de 1% vis-à-vis du yen japonais. Quant aux monnaies des principales économies émergentes, elles ont affiché en septembre des évolutions contrastées face au billet vert, avec des dépréciations de 0,7% pour le renminbi chinois et de 1,4% pour le real brésilien, contre des appréciations de 1,2% pour la livre turque et de 0,9% pour la roupie indienne.

CROISSANCE ET INFLATION DANS LES PRINCIPAUX PAYS PARTENAIRES

Profil trimestriel de la croissance (variation en glissement annuel, en %)

	2023			2024			2025		
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Economies avancées									
Etats-Unis	2,8	3,2	3,4	2,9	3,1	2,8	2,4	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	2,0	2,0	2,2	2,9	3,7	3,6	3,7	3,2	3,1
Royaume-Uni	0,5	0,1	-0,5	0,3	0,9	1,4	1,9	1,7	1,4
Japon	1,4	0,9	0,6	-1,0	-0,6	0,7	1,4	1,8	1,3
Economies émergentes									
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 : Eurostat et Thomson Reuters Eikon

Evolution du taux de chômage (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	6,3
France	7,3	7,4	7,5	7,5	7,5
Allemagne	3,1	3,4	3,7	3,7	3,7
Italie	7,7	6,5	6,2	5,9	6,0
Espagne	12,2	11,4	10,4	10,4	10,3
Royaume-Uni	4,1	4,3	4,7	4,7	N.D

Sources : Thomson Reuters Eikon, Eurostat et US BLS

Inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro



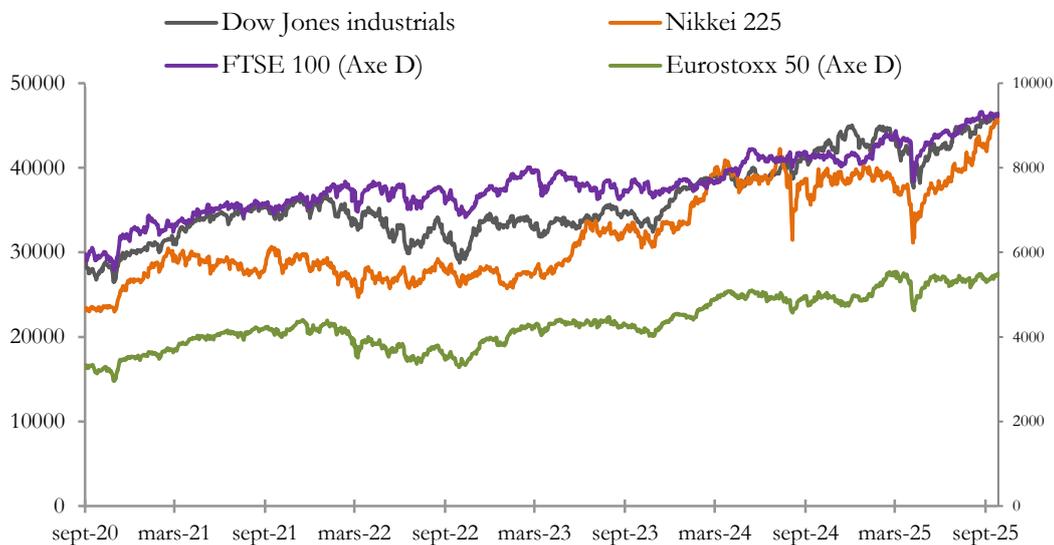
Sources : Thomson Reuters et Eurostat

PRINCIPALES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Banques centrales	Taux directeurs (en %)		Dernière décision
	Septembre 2025	Août 2025	
Banque centrale européenne	2%	2%	11 septembre 2025
Banque d'Angleterre	4%	4%	17 septembre 2025
Réserve fédérale américaine	[4%-4,25%]	[4,25%-4,50%]	16-17 septembre 2025

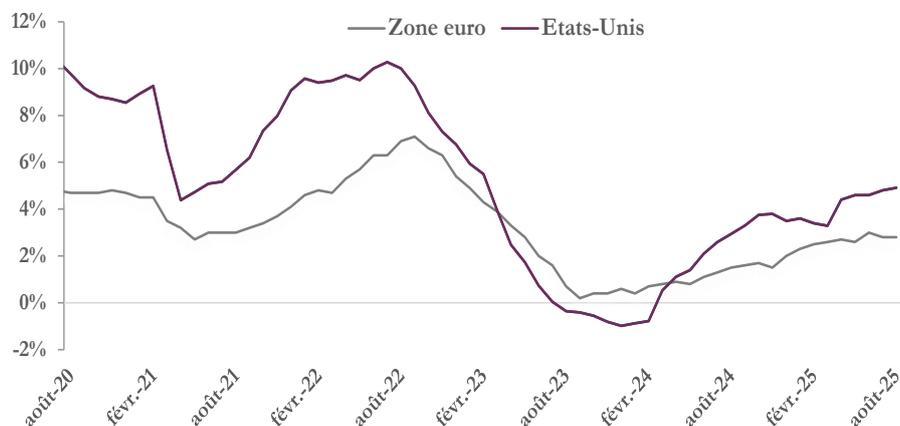
CONDITIONS FINANCIÈRES

Evolution des principaux indices boursiers dans les économies avancées



Source : Thomson Reuters

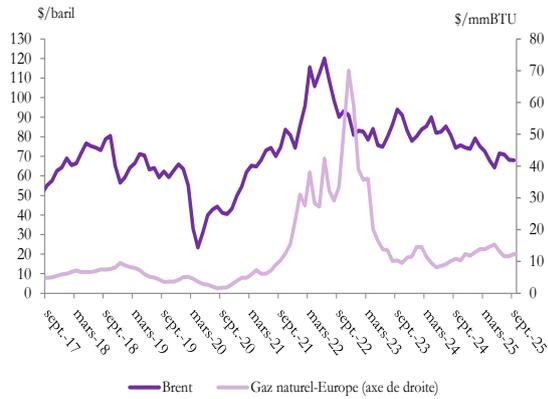
Evolution du crédit au secteur privé aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)



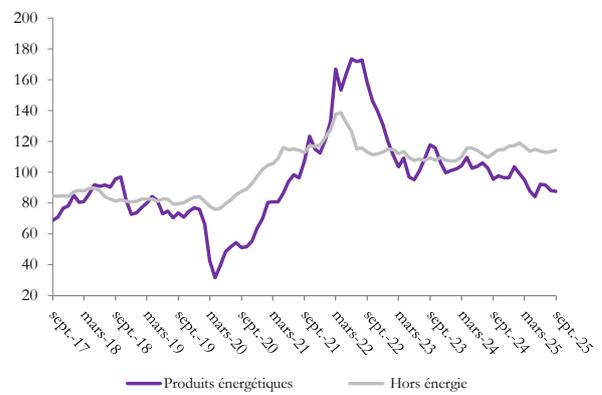
Sources : FED & BCE

MARCHES MONDIAUX DES MATIÈRES PREMIÈRES

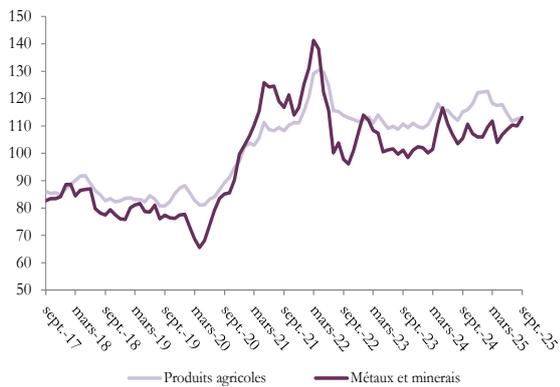
Évolution du cours du Brent et du Gaz naturel Europe



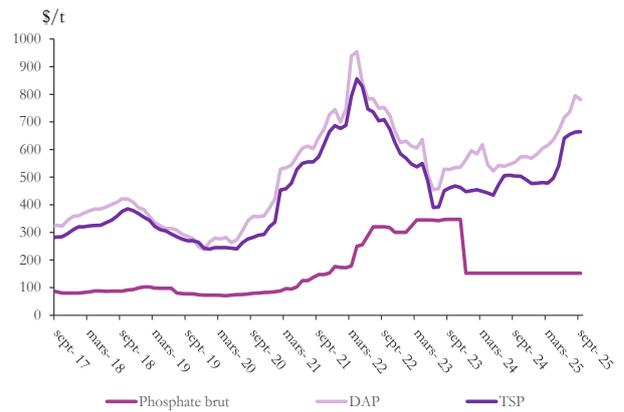
Évolution des indices des prix des produits énergétiques et hors énergie 2010=100



Évolution des indices des prix des produits agricoles et des métaux et minerais 2010=100



Evolution des prix du phosphate brut et dérivés



Source : Banque mondiale

II. COMPTES EXTERIEURS

Les données du commerce extérieur relatives aux huit premiers mois de 2025 indiquent une poursuite de la dynamique des échanges de biens et services, avec des augmentations de 8,4% des importations à 533,4 milliards de dirhams et de 3,8% des exportations à 307,5 milliards. Le déficit commercial s'est, en conséquence, creusé de 15,5% comparativement à la même période une année auparavant pour s'établir à 225,9 milliards, et le taux de couverture s'est replié de 2,6 points à 57,6%.

L'amélioration des exportations reflète principalement celle des phosphates et dérivés, dont les ventes se sont élevées à 65 milliards de dirhams, en augmentation de 21,1% par rapport à la même période de 2024. Cette évolution résulte de l'augmentation de 18,9% à 47,7 milliards des expéditions des engrais naturels et chimiques et de 16,2% à 10,5 milliards de ceux de l'acide phosphorique, sous l'effet de la hausse des prix à l'export de 12,6% et 13,1% respectivement. Dans le même sens, les exportations du secteur agricole se sont accrues de 3,8% à 59,7 milliards, portées principalement par l'accroissement de 12,4% à 30,3 milliards des expéditions des produits agricoles. De même, les exportations du secteur aéronautique ont poursuivi leur tendance haussière, avec une augmentation de 5,6% à 18,4 milliards, dont 12 milliards réalisées par le segment de l'assemblage. A l'inverse, les ventes du secteur automobile ont accusé un repli de 2,9% à 98,7 milliards, en lien essentiellement avec une baisse de 15,4% à 37,5 milliards des exportations du segment de la « construction », celles du câblage ayant, en revanche, augmenté de 5,8% à 37,5 milliards. S'agissant des expéditions du « textile et cuir », elles ont reculé de 4,2% à 30,5 milliards, avec notamment un repli de 4,1% à 20,2 milliards des ventes des « vêtements confectionnés ». Dans le même sens, les ventes du secteur de l'« électronique et électricité » ont affiché une contraction de 6,8% à 11,3 milliards.

La hausse des importations a été essentiellement tirée par les achats des « produits finis de consommation » qui se sont accrus de 13,4% à 130,3 milliards de dirhams, avec des augmentations de 41,3% à 23,9 milliards des achats de « voitures de tourisme » et de 20,4% à 8,5 milliards des « produits pharmaceutiques ». Dans le même sens, les acquisitions des biens d'équipement ont progressé de 13% à 124,7 milliards, reflétant l'augmentation de 23,2% à 11 milliards des importations des « parties d'avions et d'autres véhicules aériens », et de 12,7% à 8,9 milliards des « machines et appareils divers ». Les approvisionnements en demi-produits ont, pour leur part, enregistré une hausse de 7,1% à 113,8 milliards, avec une expansion de 14,4% pour les « produits chimiques », et ceux en produits bruts se sont améliorés de 31,5% à 28,2 milliards. Quant aux produits alimentaires, leurs acquisitions se sont renforcées de 2,2% à 62,5 milliards, portées par une progression de 44% à 4,3 milliards des achats d'animaux vivants tandis que les importations de blé se sont contractées de 12,4% à 11,5 milliards. En revanche, la facture énergétique s'est allégée de 6,2% à 72,6 milliards, sous l'effet du recul de 10,9% des importations de « gas-oils et fuel-oils » et de 4,9% de celles du « gaz de pétrole et autres hydrocarbures », en lien principalement avec la baisse de leurs prix à l'import.

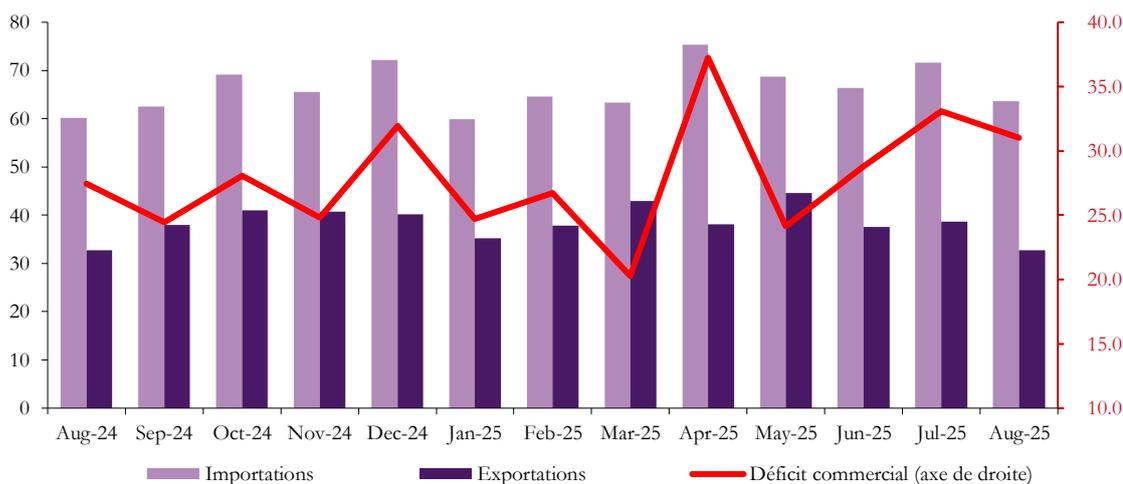
S'agissant de la balance des services, son solde excédentaire s'est amélioré de 10,3%, comparativement aux huit premiers mois de l'année précédente, pour atteindre 102 milliards de dirhams, résultat d'un accroissement de 9,2% des exportations et de 8,1% des importations. En parallèle, les recettes voyages, continuent de se renforcer, enregistrant une progression de 14,3% à 87,6 milliards. Les dépenses au même titre se sont, pour leur part, accrues de 9% à 21,5 milliards. Quant aux transferts des MRE, ils ont vu leur repli s'atténuer à 0,6%, ressortant ainsi à 81,7 milliards.

En ce qui concerne les principales opérations financières, le flux net des IDE s'est établi à 23 milliards de dirhams contre 15,6 milliards un an auparavant, en relation avec une hausse de 43,4% des recettes à 39,3 milliards. A l'inverse, les dépenses des investissements directs marocains à l'étranger ont diminué de 3,5% à 12,9 milliards.

A fin août 2025, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est renforcé de 13,1% en glissement annuel pour atteindre 410,7 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 5 mois et 12 jours d'importations de biens et services.

BALANCE COMMERCIALE

Evolution du flux mensuel des échanges commerciaux de biens (en milliards de dirhams)



Source : Office des Changes.

Evolution des exportations (en millions de dirhams)

	Janvier - Août		Variation	
	2025	2024	en valeur	en %
Exportations	307 490	296 371	11 119	3,8
Phosphates et dérivés	64 985	53 671	11 314	21,1
Engrais naturels et chimiques	47 689	40 101	7 588	18,9
Phosphates	6 757	4 501	2 256	50,1
Acide phosphorique	10 538	9 069	1 469	16,2
Agriculture et Agro-alimentaire	59 694	57 513	2 181	3,8
Agriculture, sylviculture, chasse	30 349	26 992	3 357	12,4
Industrie de Tabac	854	850	4	0,5
Industrie alimentaire	27 420	28 479	-1 059	-3,7
Aéronautique	18 378	17 398	980	5,6
Assemblage	11 986	11 481	505	4,4
Système d'interconnexion de câblage électrique	6 329	5 842	487	8,3
Autres extractions minières	3 255	3 548	-293	-8,3
Autres minerais métallifères et déchets métalliques	35	147	-112	-76,2
Minerai de zinc	193	284	-91	-32,0
Minerai de plomb	869	936	-67	-7,2
Electronique et Electricité	11 296	12 122	-826	-6,8
Composants électroniques	3 229	5 267	-2 038	-38,7
Appareils électr. pr téléphonie ou télégraphie par fil	1 295	1 324	-29	-2,2
Fils et câbles	4 520	3 596	924	25,7
Textile et Cuir	30 454	31 783	-1 329	-4,2
Vêtements confectionnés	20 211	21 085	-874	-4,1
Artides de bonneterie	5 668	6 049	-381	-6,3
Textile de maison	272	333	-61	-18,3
Automobile	98 707	101 643	-2 936	-2,9
Construction	37 543	44 397	-6 854	-15,4
Câblage	37 536	35 490	2 046	5,8
Intérieur véhicules et sièges	6 423	5 943	480	8,1
Powertrain	8 326	7 910	416	5,3
Autres industries	20 721	18 695	2 026	10,8
Métallurgie et travail des métaux	5 881	4 963	918	18,5
Industrie plastique et du caoutchouc	1 345	1 019	326	32,0
Industrie pharmaceutique	944	987	-43	-4,4

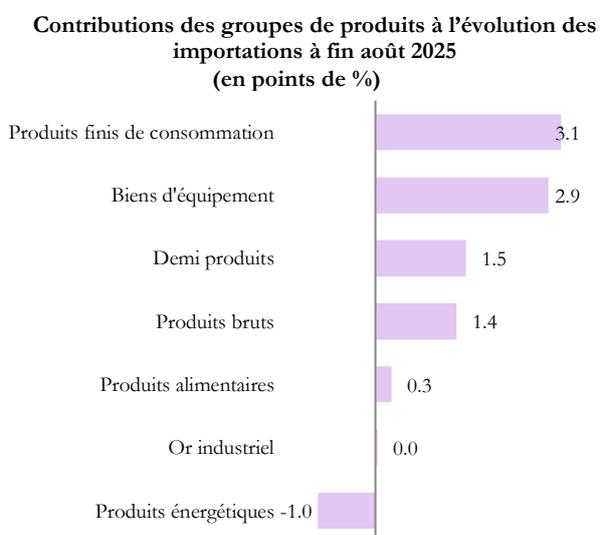
Source : Office des Changes.

Evolution des importations (en millions de dirhams)

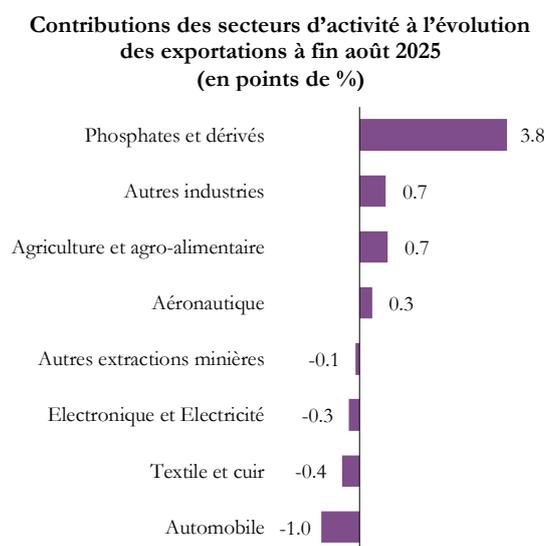
	Janvier - Août		Variation	
	2025	2024	en valeur	en %
Importations	533 420	492 016	41 404	8,4
Produits finis de consommation	130 305	114 886	15 419	13,4
Voitures de tourisme	23 893	16 905	6 988	41,3
Médicaments et autres produits pharmaceutiques	8 474	7 041	1 433	20,4
Sièges, meubles, matelas et articles d'éclairage	4 374	3 654	720	19,7
Biens d'équipement	124 740	110 348	14 392	13,0
Avions et autres véhicules aériens ou spatiaux	3 326	627	2 699	-
Parties d'avions et d'autres véhicules aériens	10 967	8 902	2 065	23,2
Machines et matériel de génie civil et de construction	2 532	1 374	1 158	84,3
Machines et appareils divers	8 940	7 933	1 006	12,7
Demi produits	113 794	106 276	7 518	7,1
Produits chimiques	12 076	10 557	1 519	14,4
Matières plastiques et ouvrages divers en plastique	15 317	14 141	1 176	8,3
Fils, barres et profilés en cuivre	7 574	6 726	848	12,6
Produits bruts	28 207	21 450	6 757	31,5
Soufres bruts et non raffinés	9 279	5 746	3 533	61,5
Huile de soja brute ou raffinée	4 508	3 704	804	21,7
Huile d'olive brute ou raffinée	931	182	749	-
Produits alimentaires	62 464	61 148	1 316	2,2
Animaux vivants	4 302	2 988	1 314	44,0
Maïs	5 169	4 301	868	20,2
Blé	11 494	13 121	-1 627	-12,4
Produits énergétiques	72 631	77 445	-4 814	-6,2
Gas-oils et fuel-oils	34 857	39 117	-4 260	-10,9
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	13 337	14 030	-693	-4,9
Energie électrique	1 390	948	442	46,6

Source : Office des Changes.

Contributions des groupes de produits et secteurs d'activité à l'évolution des importations et des exportations



Source : Office des Changes.



Source : Office des Changes.

**Evolution des autres composantes du compte extérieur
(en millions de dirhams)**

	Janvier - Août		Variation	
	2025	2024	en valeur	en %
Recettes voyages	87 598	76 621	10 977	14,3
Transferts MRE	81 708	82 198	-490	-0,6
Investissements directs étrangers	22 958	15 551	7 407	47,6
Recettes	39 272	27 377	11 895	43,4
Dépenses	16 314	11 826	4 488	38,0
Investissements des marocains à l'étranger	2 914	1 083	1 831	169,1
Dépenses	12 857	13 327	-470	-3,5
Recettes	9 943	12 244	-2 301	-18,8

Source : Office des Changes.

III. PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHE DU TRAVAIL

Au deuxième trimestre 2025, la croissance économique s'est établie à 5,5% après 3% à la même période de l'année précédente. Cette performance reflète un redressement de 4,7%, contre un repli de 4,4%, de la valeur ajoutée agricole et une progression de 5,5%, au lieu de 3,8%, de celle des activités non agricoles.

Au niveau du secteur agricole, la récolte des trois principales céréales au titre de la campagne 2024/2025 s'est établie à 41,3 millions de quintaux, en hausse de 33,3% par rapport à la campagne précédente.

S'agissant des industries manufacturières, leur valeur ajoutée s'est redressée de 6,9% au deuxième trimestre 2025, au lieu de 2,6% un an auparavant, traduisant notamment des hausses de 18% dans la branche de fabrication des matériaux de transport, de 7,1% pour celle des produits alimentaires et de boissons, de 8% pour celle des produits chimiques et de 30% pour celle des matériaux électriques. Pour le troisième trimestre, les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib font ressortir une amélioration du TUC, en comparaison annuelle, de 2,6 points à 79,4% en moyenne en juillet et août.

Pour le secteur du BTP, sa valeur ajoutée a affiché un accroissement de 6,7% au deuxième trimestre 2025 au lieu de 3,6% à la même période de 2024. Cette dynamique se serait maintenue au troisième trimestre, comme le laisse présager l'augmentation de 12,1% des ventes de ciment. S'agissant des industries extractives, leur valeur ajoutée s'est accrue de 10,9% au deuxième trimestre au lieu de 20% un an auparavant. Cette évolution se serait poursuivie au troisième trimestre, comme l'indique la hausse de la production marchande de phosphate brut de 8,1% au cours des mois de juillet et d'août.

Concernant la branche « électricité, gaz, eau, assainissement et déchets », sa valeur ajoutée a enregistré une augmentation de 8,9% au deuxième trimestre 2025 après un recul de 5,2% un an auparavant. Les données pour les mois de juillet et août montrent un raffermissement de 3,2% de la production d'électricité avec des accroissements de 33,3% pour le solaire, de 6,7% pour l'hydraulique et de 3,9% pour le thermique et un recul de 4,9% pour l'éolien. En parallèle, la demande, appréhendée par les livraisons du réseau de transport, s'est renforcée de 16,5% et le solde des échanges extérieurs d'électricité est resté déficitaire, les importations ayant progressé de 43,1% et les exportations ayant baissé de 40,6%.

Pour les activités d'hébergement et de restauration, leur valeur ajoutée s'est améliorée de 10,5% au deuxième trimestre 2025 après 9,4% un an auparavant. Pour le troisième trimestre, les dernières données disponibles laissent présager un ralentissement de l'activité du secteur, les arrivées aux postes frontières ayant augmenté de 5,6% au cours des deux mois de juillet et août et les nuitées de 5% pour juillet.

Quant aux services de transport et d'entreposage, leur valeur ajoutée s'est accrue de 4,3% au deuxième trimestre, après 7,9% la même période de l'année précédente. Cette décélération se serait poursuivie au troisième trimestre, comme le laisse indiquer la hausse de 5,4% au cours des deux mois de juillet et août au lieu de 16,7% un an auparavant.

Pour ce qui est de la demande intérieure, sa contribution à la croissance est ressortie à 9,9 points de pourcentage au lieu de 7,1 points au même trimestre une année auparavant. En effet, la consommation finale des ménages a augmenté de 5,1%, celle des administrations publiques de 6,5% et l'investissement de 18,9%. A l'inverse, la contribution des échanges extérieurs de biens et services en volume est restée négative à hauteur de 4,4 points de pourcentage, en volume les exportations de biens et services ayant progressé de 8,5% et les importations de 15,7%.

Sur le marché du travail, et après une forte reprise depuis le troisième trimestre 2024, les créations d'emploi se sont limitées à 5 mille postes au deuxième trimestre 2025. 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 dans le BTP, à 35 mille dans les services et à 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% au niveau national, de 1,6 point à 46,4% dans les campagnes et de 0,3 point à 42% en milieu urbain. Dans ces conditions, le taux de chômage est revenu de 13,1% à 12,8% au niveau national, de 16,7% à 16,4% dans les villes et de 6,7% à 6,2% dans les zones rurales. Pour les jeunes de 15 à 24 ans, en particulier, ce taux a reculé de 0,3 point à 35,8% globalement avec une baisse de 1,9 point à 46,9% dans les villes et une augmentation de 1,1 point à 21,3% dans les campagnes.

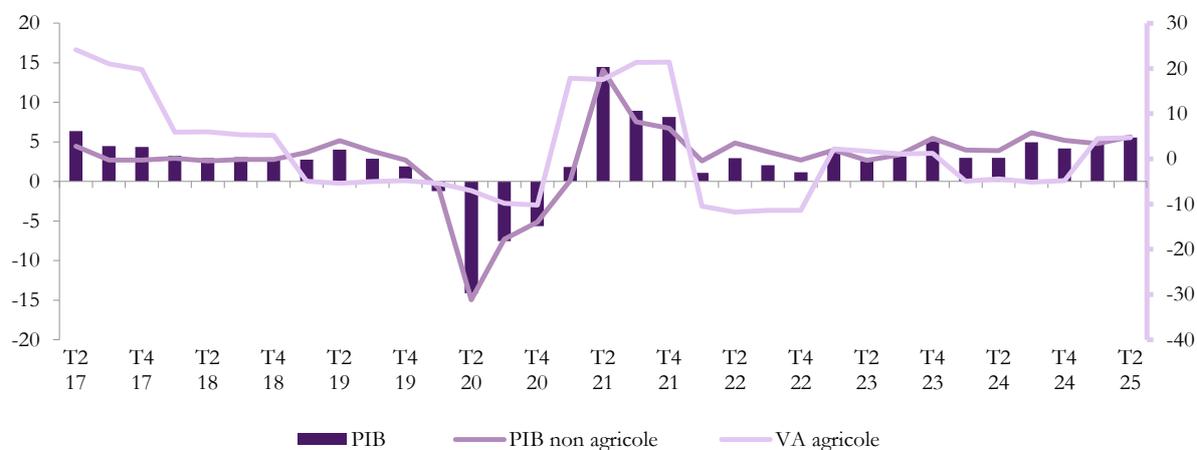
COMPTES NATIONAUX

Evolution en glissement annuel des valeurs ajoutées (prix chaînés, base 2014) (en %)

	2019				2020				2021				2022				2023				2024				2025	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Agriculture et sylviculture	-4,9	-5,4	-5,0	-4,8	-5,4	-7,0	-9,8	-10,2	17,8	17,5	21,4	21,4	-10,5	-11,8	-11,4	-11,4	2,2	1,7	1,1	1,2	-5,0	-4,4	-5,1	-4,8	4,5	4,7
Valeur Ajoutée Hors Agriculture	3,8	5,5	4,0	2,8	-0,9	-14,6	-7,0	-5,0	-0,3	13,4	7,0	6,6	3,3	5,0	4,0	2,9	3,7	2,5	3,2	5,3	3,6	3,8	5,7	4,8	4,6	5,5
Pêche et aquaculture	24,9	6,7	25,2	-0,6	8,2	-0,4	40,4	-3,1	2,0	33,5	-22,0	49,6	-14,0	-18,6	-41,9	-10,2	-5,1	2,6	70,5	-16,0	10,6	-12,4	13,4	-1,9	-0,3	-7,7
Extraction	3,4	0,2	2,5	3,1	-0,4	4,3	2,0	4,7	9,6	5,7	9,3	4,8	-13,3	-18,1	-23,2	-37,3	-20,6	-14,9	-4,5	32,9	19,1	20,0	14,0	1,2	6,7	10,9
Industries manufacturières	2,4	6,7	2,8	1,8	1,1	-21,3	-4,5	-4,6	2,3	23,8	5,0	7,6	-0,4	4,6	3,9	1,9	3,5	-0,9	1,8	8,1	1,7	2,6	6,6	2,4	3,4	6,9
Distribution d'électricité et de gaz- Distribution d'eau, réseau d'assainissement, traitement des déchets	19,7	20,2	13,6	6,0	-1,2	-9,3	3,3	2,3	2,3	15,7	4,8	8,0	-0,9	-2,5	-4,5	-8,6	-13,8	-10,5	-9,9	-8,0	4,2	-5,2	4,6	7,0	5,0	8,9
Construction	-4,7	-0,7	2,5	5,1	3,4	-11,1	-9,0	0,6	0,1	10,6	7,9	1,1	-1,1	-1,2	-5,3	-7,3	-2,3	-1,7	1,7	3,6	2,5	3,6	6,8	6,9	6,3	6,7
Commerce de gros et de détail; réparation de véhicules automobiles et	1,5	4,1	2,6	0,2	0,5	-16,5	-6,4	-3,9	0,5	18,0	8,0	7,6	1,1	0,8	-1,9	-2,3	2,6	2,5	3,5	3,2	4,0	3,4	4,7	4,4	4,3	4,4
Activités d'hébergement et de restauration	3,9	6,6	1,5	2,2	-27,3	-70,3	-63,0	-57,2	-33,7	61,4	51,8	34,8	43,6	67,4	81,6	75,9	53,4	31,1	11,8	8,5	3,2	9,4	12,3	13,2	9,7	10,5
Transports et entreposage	4,2	10,9	5,5	1,3	-5,5	-48,2	-34,7	-23,3	-17,8	35,7	28,7	11,2	3,2	6,6	2,0	4,0	9,6	7,1	4,3	6,4	6,5	7,9	7,5	7,9	4,0	4,3
Information et communication	3,7	1,7	1,8	2,8	7,1	4,2	3,0	6,2	-3,5	-1,3	-0,1	-1,1	5,0	5,0	5,2	0,1	4,9	5,8	4,1	6,0	3,3	2,3	2,2	4,0	0,5	2,5
Activités financières et d'assurance	4,7	5,2	5,8	5,5	0,1	1,1	0,5	0,8	2,2	4,0	3,9	4,4	9,6	10,0	10,7	9,8	6,1	4,3	4,5	5,8	6,8	6,0	7,9	8,3	6,8	6,0
Activités immobilières	2,4	2,1	1,7	1,1	-0,8	-1,0	-0,9	-0,6	2,6	3,0	3,3	3,0	0,4	0,0	-0,3	0,0	1,7	2,0	1,9	2,0	-1,4	-1,6	-1,7	-1,7	0,8	0,8
Recherches et développement et services rendus aux entreprises	7,8	10,8	8,3	6,4	-2,0	-29,3	-13,8	-7,5	-0,5	26,2	9,9	6,8	9,3	13,3	11,0	9,6	6,5	7,1	6,8	6,8	4,0	3,7	4,3	4,8	3,9	4,2
Administration publique et défense; sécurité sociale obligatoire	6,3	6,7	6,8	6,7	5,6	5,3	5,2	5,1	5,2	5,1	5,1	5,1	5,5	5,3	4,9	4,3	2,4	2,0	1,9	2,1	3,4	3,9	4,3	4,8	5,3	4,8
Education, santé humaine et activités d'ac	2,7	2,2	1,8	1,5	0,7	0,6	0,8	1,3	2,5	3,2	3,9	4,7	6,2	6,6	6,7	6,5	4,7	4,5	4,5	4,8	5,9	6,4	6,8	7,3	6,2	5,7
Impôts net des subventions	2,9	2,8	2,0	1,6	0,2	-17,6	-9,6	-6,2	3,3	19,9	12,0	7,9	-2,6	4,1	1,7	1,5	6,4	4,2	4,9	7,0	6,7	5,0	9,9	8,5	6,0	6,3
Produit intérieur brut	2,8	4,0	2,9	1,9	-1,2	-14,1	-7,6	-5,7	1,8	14,5	8,9	8,1	1,1	3,0	2,0	1,1	3,8	2,6	3,2	5,1	3,0	3,0	5,0	4,2	4,8	5,5
PIB non agricole	3,7	5,2	3,8	2,7	-0,7	-14,9	-7,3	-5,1	0,1	14,1	7,5	6,7	2,6	4,9	3,8	2,7	4,0	2,7	3,4	5,5	4,0	3,9	6,2	5,2	4,8	5,6

Source : HCP.

Evolution en glissement annuel du PIB et ses composantes (en %)



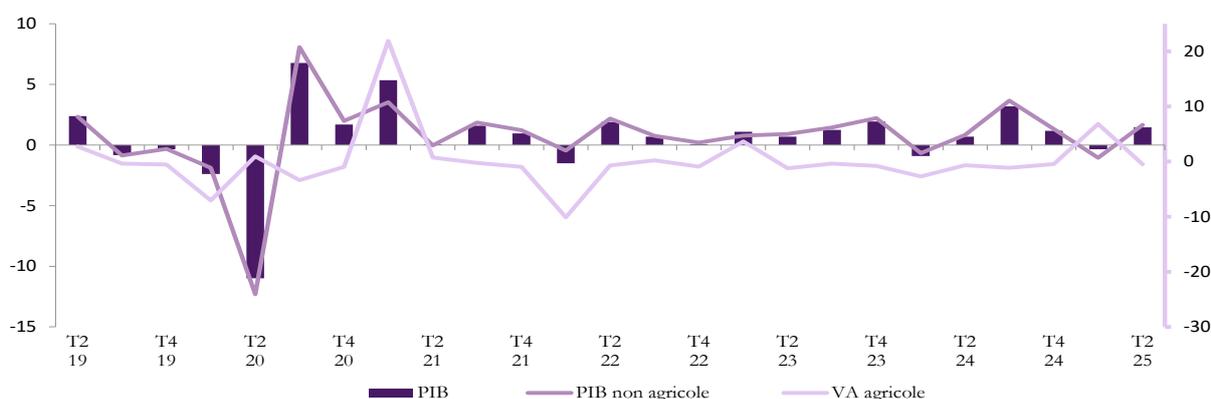
Source : HCP.

Contributions sectorielles à la croissance globale (en points de pourcentage)

	2020				2021				2022				2023				2024				2025	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Secteur primaire	-0,5	-0,7	-0,8	-1,1	1,8	2,0	2,0	2,4	-1,3	-1,5	-1,6	-1,3	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,5	0,4
Secteur secondaire	0,3	-4,0	-1,0	-0,5	0,6	4,8	1,5	1,6	-0,4	0,2	-0,3	-1,1	-0,4	-0,8	0,1	2,0	0,8	0,8	1,7	1,0	1,1	1,9
Secteur tertiaire	-1,0	-7,5	-4,7	-3,5	-0,9	5,9	4,2	3,3	3,1	3,9	3,8	3,4	3,4	2,9	2,3	2,3	2,0	2,3	2,7	2,9	2,5	2,5
Impôts nets de subventions	0,0	-1,8	-1,0	-0,6	0,3	1,8	1,2	0,8	-0,3	0,4	0,2	0,2	0,6	0,4	0,4	0,7	0,6	0,5	1,0	0,8	0,6	0,7

Source : HCP, calculs BAM.

Evolution en glissement trimestriel du PIB et ses composantes (en %)



Source : HCP.

Comptes nationaux trimestriels : principaux agrégats à prix courants

A prix courants	2019				2020				2021				2022				2023				2024				2025	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2																				
PIB	305,0	314,5	311,8	308,5	302,3	267,7	285,8	296,7	312,2	312,6	321,3	330,4	320,7	330,6	338,4	343,9	358,6	365,2	375,3	380,7	383,1	390,4	407,9	415,4	409,7	420,8
(En %)	3,2	5,4	3,9	2,4	-0,9	-14,9	-8,4	-3,8	3,3	16,8	12,4	11,4	2,7	5,8	5,3	4,1	11,8	10,5	10,9	10,7	6,8	6,9	8,7	9,1	6,9	7,8
VA agricole	29,6	33,1	33,9	31,3	29,1	28,7	28,2	31,1	35,8	35,9	36,4	35,9	28,9	30,5	32,0	33,0	37,1	39,0	39,5	41,7	39,9	39,1	40,3	41,0	43,1	42,3
(En %)	-6,5	4,4	5,3	-0,8	-1,5	-13,3	-16,9	-0,6	22,9	25,1	29,4	15,2	-19,3	-15,0	-12,1	-8,2	28,3	27,8	23,5	26,6	7,7	0,3	1,9	-1,7	8,0	8,3
PIB non agricole	275,4	281,5	278,0	277,1	273,2	239,1	257,6	265,5	276,5	276,7	284,9	294,6	291,8	300,1	306,4	310,9	321,5	326,2	335,8	339,0	343,2	351,3	367,6	374,3	366,6	378,5
(En %)	4,4	5,5	3,8	2,8	-0,8	-15,1	-7,3	-4,2	1,2	15,8	10,6	10,9	5,5	8,5	7,6	5,6	10,2	8,7	9,6	9,0	6,7	7,7	9,5	10,4	6,8	7,7
VA non agricole	242,6	249,0	246,0	245,1	241,1	214,8	229,3	233,8	242,8	246,6	253,5	258,4	260,0	269,8	275,3	275,8	287,3	290,3	297,0	302,4	303,7	309,1	321,1	325,9	322,5	330,5
(En %)	4,0	5,5	3,9	2,9	-0,6	-13,8	-6,8	-4,6	0,7	14,8	10,6	10,5	7,1	9,4	8,6	6,7	10,5	7,6	7,9	9,6	5,7	6,5	8,1	7,8	6,2	6,9
Impôts sur les produits nets des subventions	32,9	32,5	32,0	32,0	32,0	24,3	28,4	31,7	33,6	30,1	31,4	36,1	31,8	30,3	31,1	35,1	34,2	35,9	38,8	36,6	39,5	42,2	46,5	48,5	44,1	48,0
(En %)	6,8	4,9	2,7	2,5	-2,5	-25,1	-11,2	-1,0	5,0	23,8	10,6	13,9	-5,5	0,7	-0,9	-2,8	7,6	18,4	24,8	4,3	15,6	17,7	19,8	32,5	11,4	13,7

Source : HCP.

AGRICULTURE

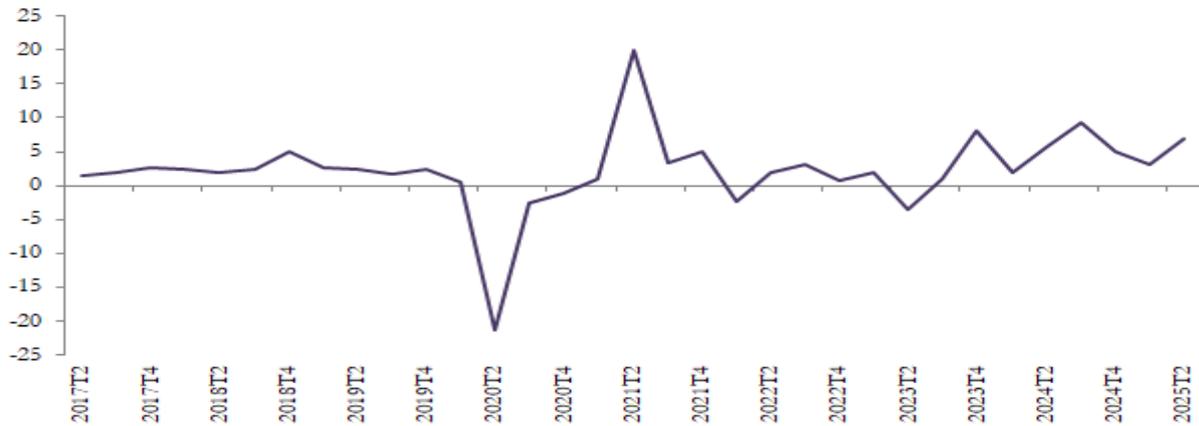
Quelques caractéristiques des campagnes agricoles 2025-2024 et 2024-2023

	2025-2024 (1)	2024-2023 (2)	Variations en % (1)/(2)
Indicateurs pluviométriques			
Cumul pluviométrique (en mm) au 31 mai 2025	276,2	249,5	10,7
Taux de remplissage des barrages (en %) au 6 octobre 2025	32,4	28,5	-

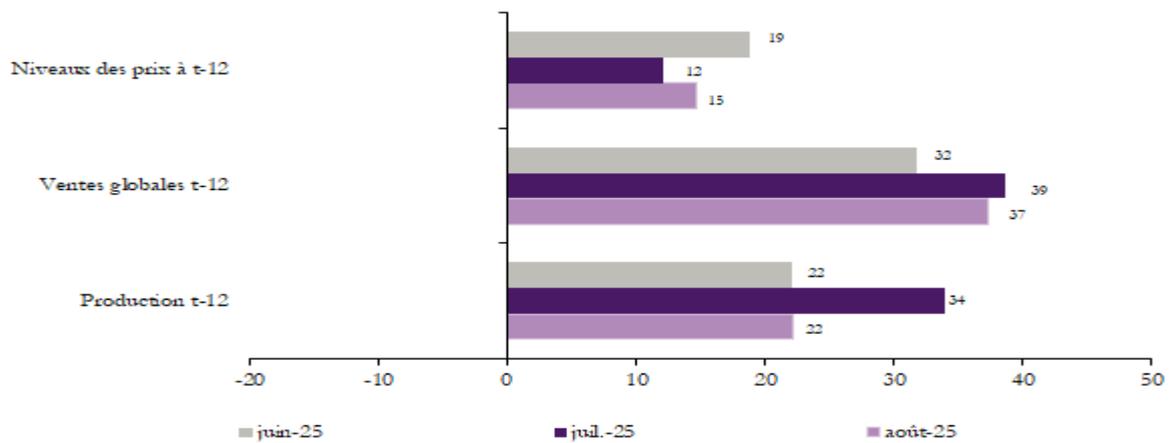
Sources : - Direction de la Météorologie Nationale.
- Ministère de l'Équipement et de l'Eau.

INDUSTRIE

Indice de la production industrielle (Variation en glissement annuel en %)

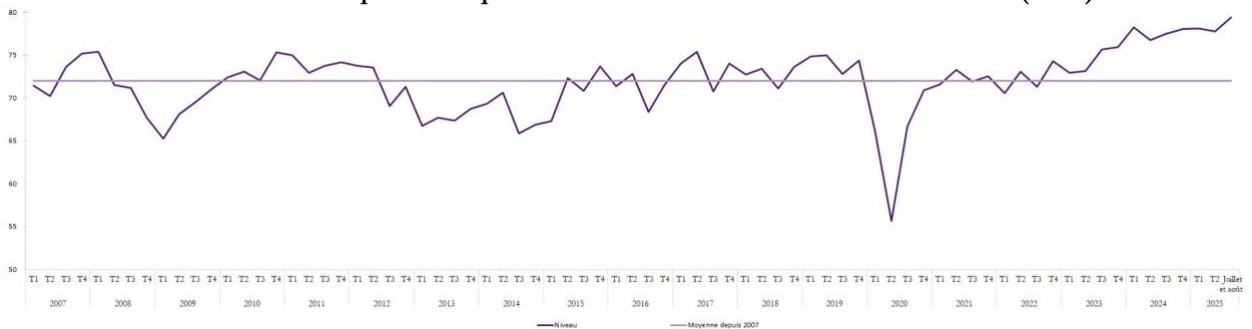


Résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de BAM dans l'industrie (soldes d'opinion* en %)



* Différence entre les pourcentages des entreprises qui déclarent une amélioration et celles qui indiquent une baisse.
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM dans l'industrie.

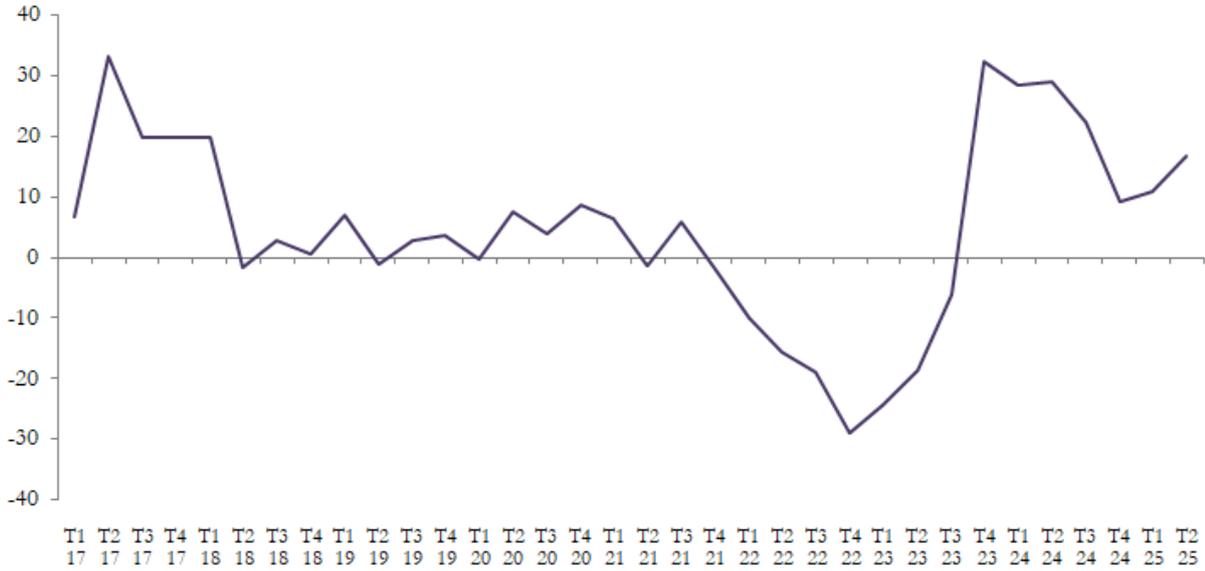
Taux d'utilisation des capacités de production dans les industries manufacturières (en %)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM dans l'industrie.

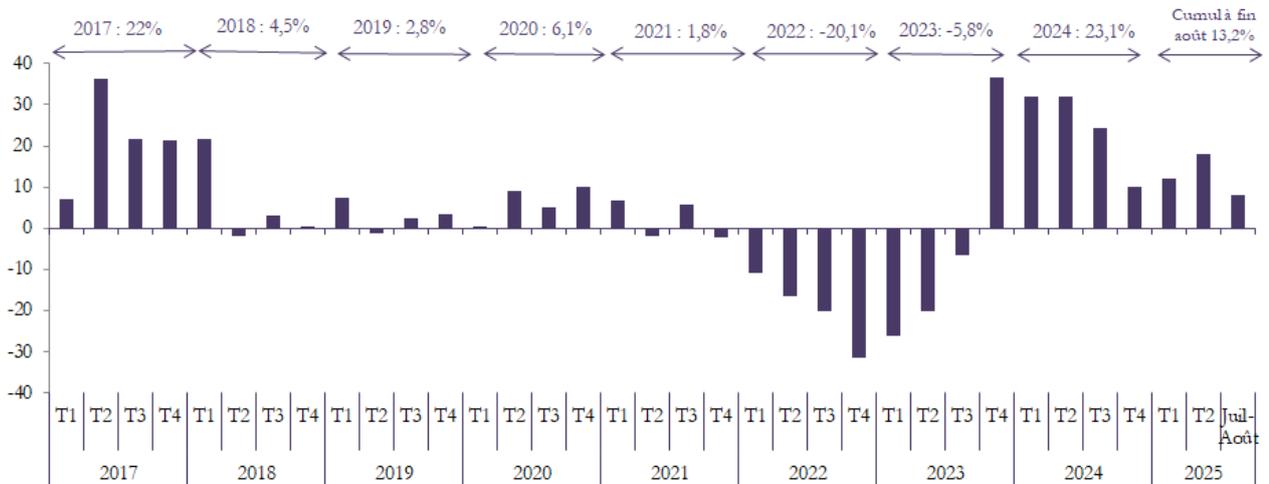
MINES

Indice de la production minière (variation en glissement annuel en %)



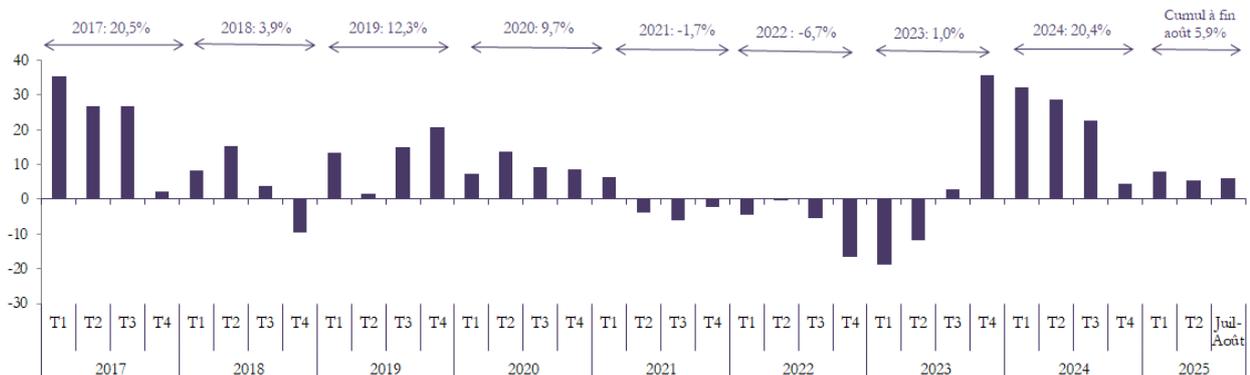
Source : HCP.

Production du phosphate brut (variation en glissement annuel en %)



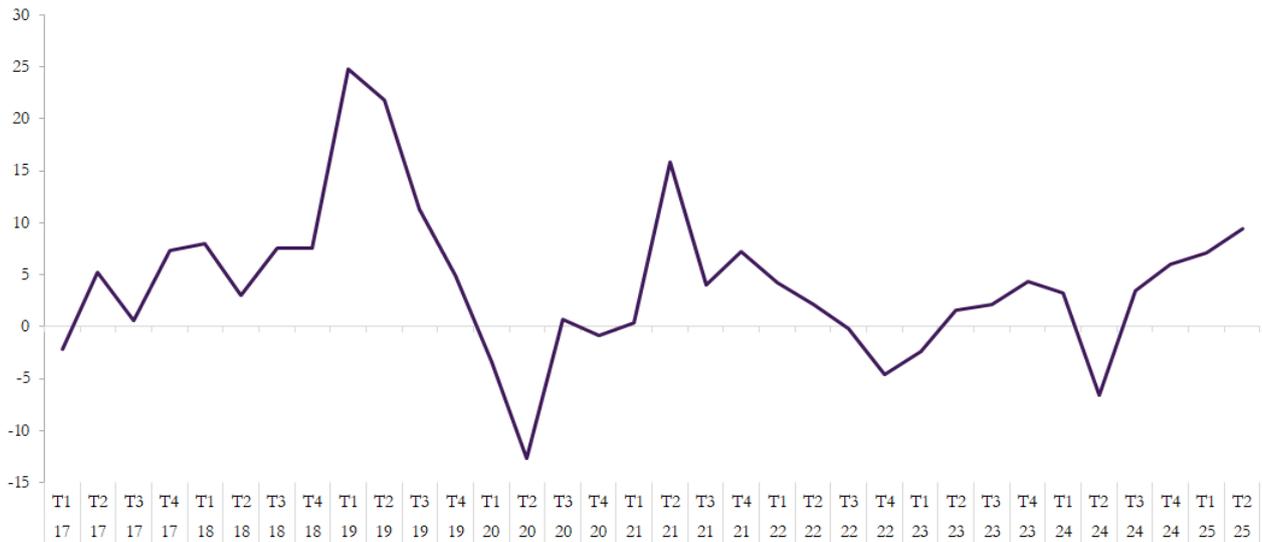
Source : OCP.

Production des dérivés du phosphate brut (variation en glissement annuel en %)



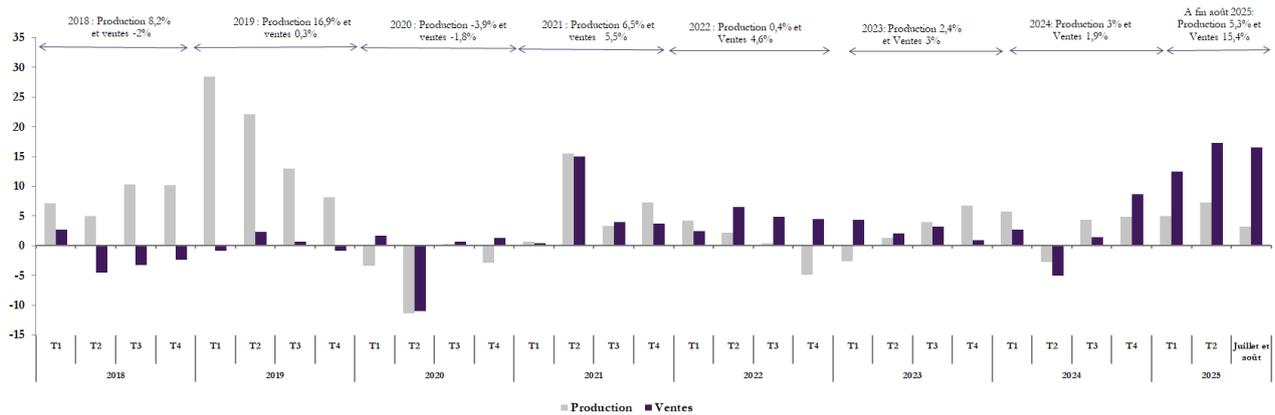
ENERGIE

Indice de la production de l'électricité (variation en glissement annuel en %)



Source : HCP.

Production et consommation d'électricité (variation en glissement annuel en %)



Source : ONEE.

TOURISME

Arrivées touristiques (en milliers)



Nuitées dans les EHTC (en milliers)



Source : Ministère du Tourisme, de l'Artisanat et de l'Economie Sociale et Solidaire.

PRINCIPAUX INDICATEURS DES ACTIVITÉS SECTORIELLES

Pêche côtière et artisanale

	Juillet et août		Variation en %
	2024	2025	
- Volume des débarquements (en milliers de tonnes)	296,5	291,3	-1,7
- Valeur des débarquements (en millions de dirhams)	2 607,1	2 556,6	-1,9

Energie

	Juillet et août		Variation en %
	2024	2025	
Electricité (en millions de kWh)			
- Production nette	8 436,1	8 705,1	3,2
Thermique	6 016,8	6 249,9	3,9
Eolien	2 015,1	1 916,3	-4,9
Hydraulique	113,5	121,1	6,7
Solaire	267,4	356,4	33,3
- Ventes	6 581,5	7 669,4	16,5
- Importations	623,5	892,4	43,1

Mines

	Juillet et août		Variation en %
	2024	2025	
Phosphate (en milliers de tonnes)			
- Production du phosphate brut	6 187	6 688,4	8,1
- Production d'acide phosphorique	1 317,3	1 397,3	6,1
- Production des engrais phosphatés	2 285,6	2 419,4	5,9

Construction

	Troisième trimestre		Variation en %
	2024	2025	
Ventes de ciment (en milliers de tonnes)	3542,4	3969,8	12,1
	Août		
Crédits immobiliers (en milliards de dhs)	307,6	317,9	3,3
- Habitat	245,9	253,2	3,0
- Promoteurs immobiliers	56,0	60,2	7,6

Tourisme

	Juillet et août		Variation en %
	2024	2025	
Flux touristiques (en millions)	4,4	4,6	5,6
	Juillet		
Nuitées dans les établissements classés (en milliers)	2 672,8	2 806,9	5,0

Sources : ONP, ONEE, OCP, APC, ministère de l'Aménagement du Territoire National, de l'Urbanisme, de l'Habitat et de la Politique de la Ville, ministère du Tourisme, de l'Artisanat et de l'Economie Sociale et Solidaire et B.A.M.

MARCHE DU TRAVAIL

Indicateurs d'activité et de chômage

	T2 2024			T2 2025		
	Urbain	Rural	Ensemble	Urbain	Rural	Ensemble
Activité et emploi (15 ans et plus)						
Population active (en milliers)	7 966	4 524	12 490	8 074	4 383	12 458
Taux d'activité (en %)	42,3	48,0	44,2	42,0	46,4	43,4
. Selon le sexe						
Hommes	66,8	73,3	69,0	66,5	72,7	68,6
Femmes	19,3	21,6	20,1	19,0	18,8	18,9
. Selon le diplôme						
Sans diplôme	34,4	50,3	41,6	33,3	48,5	40,1
Ayant un diplôme	47,4	43,9	46,6	47,5	42,7	46,4
Population active occupée (en milliers)	6 638	4 219	10 858	6 751	4 112	10 863
Taux d'emploi (en %)	35,3	44,8	38,4	35,1	43,5	37,9
Part de l'emploi rémunéré dans l'emploi total (en %)	97,7	74,7	88,8	97,9	76,8	89,9
Population active en chômage (en milliers)						
Population active en chômage (en milliers)	1 328	305	1 633	1 323	272	1 595
Taux de chômage (en %)	16,7	6,7	13,1	16,4	6,2	12,8
. Selon le sexe						
Hommes	14,3	7,2	11,7	13,4	6,1	10,8
Femmes	24,4	5,1	17,7	26,1	6,5	19,9
. Selon l'âge						
15 - 24 ans	48,8	20,2	36,1	46,9	21,3	35,8
25 - 34 ans	26,6	10,0	21,4	27,5	9,0	21,9
35 - 44 ans	9,2	3,3	7,3	8,9	2,9	7,0
45 ans et plus	4,6	2,3	3,7	4,3	1,7	3,3
. Selon le diplôme						
Sans diplôme	7,6	3,4	5,3	6,8	2,6	4,6
Ayant un diplôme	21,0	13,7	19,4	20,6	13,1	19,0

Source : HCP.

IV. FINANCES PUBLIQUES

La situation des charges et ressources du Trésor au titre des huit premiers mois de l'année 2025 fait ressortir un déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'Etat, de 59,8 milliards de dirhams, au lieu de 42,1 milliards un an auparavant. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 14,5% à 288,2 milliards, traduisant principalement des hausses de 15,5% des rentrées fiscales et de 8,4% de celles non fiscales. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 15% à 272,7 milliards, reflétant des augmentations de 18,4% des charges de biens et services et de 18,8% de celles en intérêts de la dette, tandis que celles de compensation ont reculé de 26,8%. Le solde ordinaire est ressorti ainsi excédentaire à 15,4 milliards au lieu de 14,5 milliards à fin août 2024. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont progressé de 3,7% à 67,9 milliards, portant celles globales à 340,6 milliards, en accroissement de 12,6% d'une année à l'autre. 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.

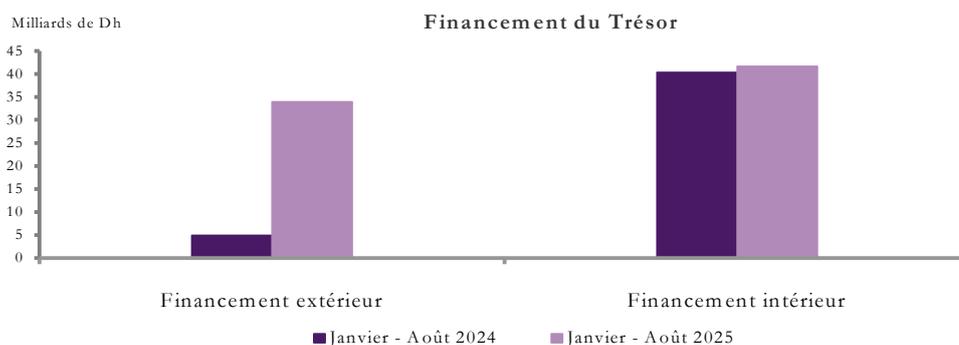
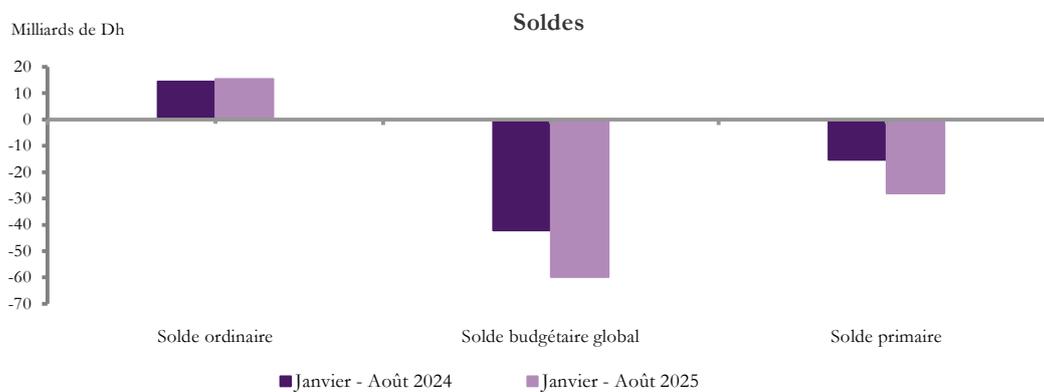
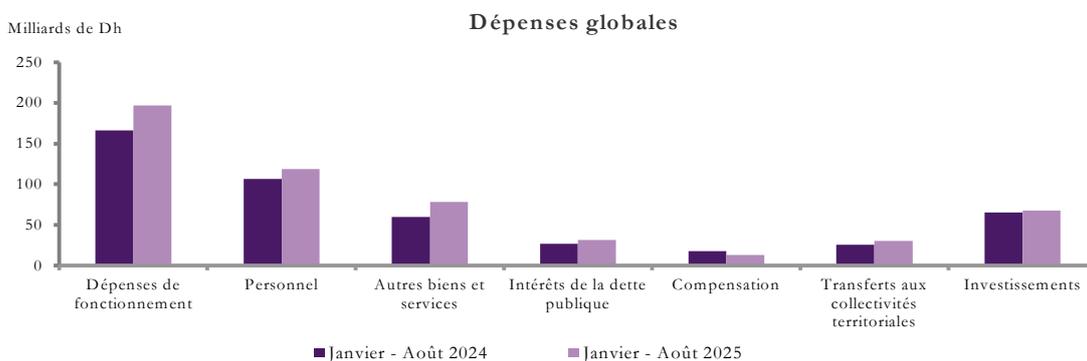
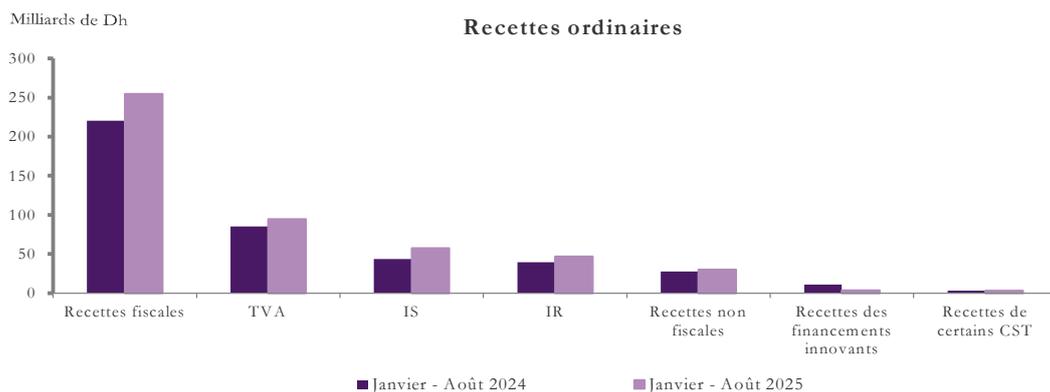
Du côté des rentrées fiscales, celles des impôts directs se sont améliorées de 24,9% à 107,4 milliards. Cette évolution est le résultat, d'une part, de l'augmentation de 31,3% à 57,4 milliards du produit de l'IS, à la faveur principalement de la hausse de 6,9 milliards au titre du complément de régularisation et de 7,2 milliards des deux premiers acomptes et, d'autre part, du renforcement de 18,3% à 46,9 milliards des rentrées de l'IR, dont 3,8 milliards proviennent de l'opération de régularisation fiscale volontaire des personnes physiques, 2 milliards des recettes issues de l'action de l'Administration fiscale et 445 millions de dirhams de celles générées par l'IR sur les salaires. S'agissant des impôts indirects, ils ont drainé des recettes de 121,1 milliards, en accroissement de 12,1%, traduisant des renforcements de 11,5% à 95,1 milliards des rentrées de la TVA et de 14,6% à 26 milliards pour la TIC. L'évolution de cette dernière résulte en particulier des progressions de 18,3% à 14,1 milliards de la TIC sur les produits énergétiques et de 9,4% à 9,3 milliards de celle sur les tabacs. Concernant la performance du produit de la TVA, elle intègre des hausses de 13,5% à 34,8 milliards de celle à l'intérieur et de 10,3% à 60,3 milliards de celle à l'importation. Cette dernière tient compte des remboursements de crédit de cette taxe d'un montant de 11,9 milliards, au lieu de 9,1 milliards un an auparavant. Pour leur part, les rentrées des droits de douane ont baissé de 9,8% à 10,9 milliards, tandis que celles des droits d'enregistrement et de timbre se sont accrues de 6,7% à 15,3 milliards.

S'agissant des recettes non fiscales, celles provenant des établissements et entreprises publics (EEP) sont passées de 8,3 milliards à 11,8 milliards, dont 4,4 milliards versés par l'OCP, 4 milliards par Bank Al-Maghrib et 2,5 milliards par l'Agence Nationale de la Conservation Foncière. Pour leur part, les autres recettes non fiscales ont rapporté 18,4 milliards, en baisse de 5,8%, dont 3,8 milliards au titre des mécanismes de financement innovants contre 11 milliards un an auparavant.

Au niveau des dépenses, celles de biens et services ont marqué une progression de 18,4% à 197,3 milliards, avec des accroissements de 11,6% à 118,9 milliards des dépenses de personnel et de 30,3% à 78,3 milliards de celles au titre des autres biens et services. Ces dernières reflètent notamment des bonds de 6 milliards à 35,1 milliards des transferts au profit des EEP et de 12,9 milliards à 22,6 milliards des versements aux comptes spéciaux du Trésor. La partie de la masse salariale servie par la Direction des Dépenses de Personnel s'est accrue de 11,7% à 100,6 milliards, résultat d'une augmentation de 14,5% de sa composante structurelle et d'un recul de 23,8% des rappels. Pour leur part, les charges en intérêts de la dette se sont alourdies de 18,8% à 31,8 milliards de dirhams, avec une progression de 28,5% à 25,6 milliards de dirhams de celles sur la dette intérieure et un repli de 9,5% à 6,2 milliards de celles sur la dette extérieure. S'agissant des charges de compensation, elles se sont allégées de 26,8% à 13,3 milliards de dirhams, reflétant principalement des baisses de 1,9 milliard des subventions allouées au gaz butane, d'un milliard de celles au sucre et de 0,4 milliard de celles à la farine nationale de blé tendre.

Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance à hauteur de 15,8 milliards de dirhams, la situation des charges et ressources du Trésor a dégagé un déficit de caisse de 75,6 milliards, au lieu de 47 milliards à fin août 2024. Ce besoin 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. Les tirages extérieurs bruts ont atteint 41,3 milliards, dont 20,9 milliards mobilisés sur le marché financier international et 10 milliards auprès de la Banque mondiale. Le recours au marché des adjudications a permis, pour sa part, de mobiliser 30,4 milliards, contre 51,1 milliards un an auparavant, portant ainsi l'encours de la dette intérieure, selon la TGR, à 786,5 milliards, en hausse de 4,2% par rapport à son niveau de fin décembre 2024.

Situation des charges et ressources du Trésor à fin août 2025



Charges et ressources du Trésor à fin août 2025

En millions de dirhams

	Janvier - Août 2024	Janvier - Août 2025	Variations en valeurs	Variations en %
Recettes ordinaires¹	251 629	288 174	36 545	14,5
Recettes fiscales	220 469	254 723	34 254	15,5
Dont TVA	85 295	95 065	9 770	11,5
IS	43 733	57 432	13 699	31,3
IR	39 648	46 897	7 249	18,3
Recettes non fiscales	27 894	30 244	2 350	8,4
y.c. Mécanismes de financement innovants	11 007	3 841	-7 166	-65,1
Recettes de certains CST	3 266	3 207	-59	-1,8
Dépenses globales	302 603	340 634	38 031	12,6
Dépenses ordinaires	237 155	272 746	35 591	15,0
Dépenses de biens et services	166 653	197 251	30 598	18,4
Personnel	106 546	118 929	12 383	11,6
Autres biens et services	60 107	78 322	18 215	30,3
Intérêts de la dette publique	26 792	31 817	5 025	18,8
Compensation	18 122	13 257	-4 865	-26,8
Transferts aux collectivités territoriales	25 589	30 421	4 832	18,9
Solde ordinaire	14 473	15 427	954	6,6
Dépenses d'investissement	65 448	67 887	2 439	3,7
Solde des CST	8 893	-7 333	-16 226	
Solde budgétaire global	-42 081	-59 793	-17 712	
Solde primaire	-15 289	-27 976	-12 687	
Variation des opérations en instance ²	-4 883	-15 843	-10 959	
Besoin ou excédent de financement	-46 965	-75 636	-28 671	
Financement extérieur	4 927	33 986	29 059	
Tirages	22 737	41 256	18 518	
Amortissements	-17 810	-7 270	10 540	
Financement intérieur	40 338	41 650	1 312	
Cession des participations de l'Etat	1 700	0	-1 700	

¹ Incluent la TVA des collectivités territoriales et excluent le produit de cession des participations de l'Etat.

² Pour les opérations en instance, le signe (+) correspond à une constitution et le signe (-) à un règlement.

Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

V. MONNAIE, TAUX D'INTERET ET LIQUIDITE

Le besoin de liquidité des banques s'est creusé en septembre 2025 à 123,5 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, après 122 milliards un mois auparavant. Ainsi, Bank Al-Maghrib a porté le volume global de ses injections à 134,2 milliards, réparti entre 57,3 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 41,5 milliards à travers les opérations de pension livrée à 1 et 3 mois et 35,4 milliards destinés au refinancement via les prêts garantis à long terme. Au niveau du marché interbancaire, le volume quotidien moyen des échanges s'est élevé à 5,6 milliards et le taux moyen pondéré s'est situé à 2,25%.

Sur le marché des bons du Trésor, les taux sont restés globalement stables d'un mois à l'autre en septembre aussi bien sur le compartiment primaire que secondaire. En ce qui concerne les taux créditeurs, ils ont connu en août une hausse de 30 points de base (pb) à 2,46% pour ceux à 6 mois alors qu'ils ont baissé de 9 pb à 2,48% pour ceux à un an. Pour ce qui est des 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, de 9 pb à 4,64% pour les facilités de trésorerie, et 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.

Concernant la masse monétaire, l'agrégat M3 est ressorti en accroissement annuel de 8,3% en août. Par principales composantes, la circulation fiduciaire s'est accrue de 9,6% et les dépôts à vue auprès des banques de 10,7%, avec des progressions de 9,2% pour les ménages et de 16,2% pour les entreprises non financières privées. Dans le même sens, les titres d'OPCVM monétaires ont connu une hausse de 18,7% et les comptes sur carnet un accroissement de 1,9%. Quant aux dépôts à terme, ils ont affiché une augmentation de 1,9%, traduisant l'expansion de ceux du secteur public.

Pour ce qui est des contreparties de la masse monétaire, le crédit bancaire a progressé de 5,3% en août avec des accroissements de 15,9% des prêts au secteur financier et de 3,4% de ceux octroyés au secteur non financier. Par secteur institutionnel, les crédits aux ménages ont enregistré une hausse de 3%, reflétant celles de 3% des prêts à l'habitat et de 3,9% des crédits à la consommation. De même, les concours contractés par les entreprises publiques se sont accrus de 8,6%, traduisant des augmentations de 12% des facilités de trésorerie et de 11% des crédits à l'équipement. Pour ce qui est des crédits accordés aux entreprises non financières privées, ils ont progressé de 1%, recouvrant des hausses de 14,6% de ceux à l'équipement et de 8,5% des prêts à la promotion immobilière ainsi qu'un repli de 8,9% des facilités de trésorerie. S'agissant des créances en souffrance, elles se sont accrues de 5,6%, avec des progressions de 5,3% pour les ménages et de 5,2% pour les entreprises non financières privées. Leur ratio à l'encours du crédit bancaire s'est établi ainsi à 8,8% globalement, à 10,7% pour les ménages et à 13,2% pour les entreprises non financières privées.

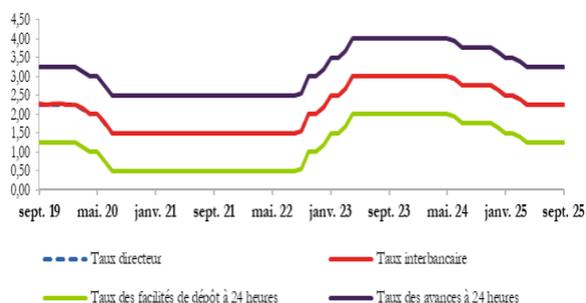
En outre, les avoirs officiels de réserve se sont renforcés de 13,1% en août à 410,7 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 5 mois et 12 jours d'importations de biens et services.

Quant aux créances nettes sur l'administration centrale, elles se sont accrues de 1,6%, résultat de hausses de 4,8% des détentions des banques en bons du Trésor et de 51,6% de celles des OPCVM monétaires.

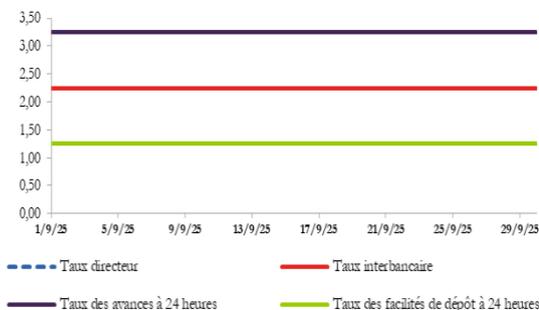
S'agissant des agrégats de placements liquides, ils ont connu une hausse de 14,9%, reflétant des accroissements des encours de 21,6% pour les titres d'OPCVM obligataires, de 60,3% pour les titres d'OPCVM actions et diversifiés et de 0,6% pour les bons du Trésor.

Taux d'intérêt

Evolution mensuelle du taux interbancaire (moyenne quotidienne, en %)



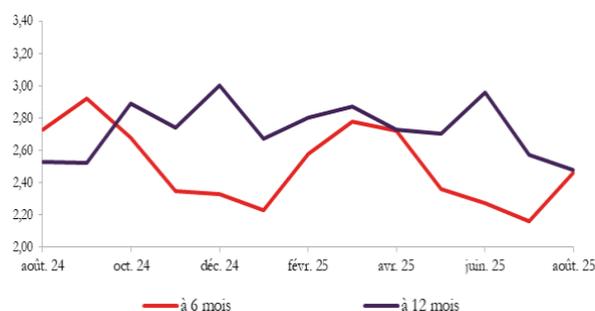
Evolution quotidienne du taux interbancaire en septembre 2025 (en %)



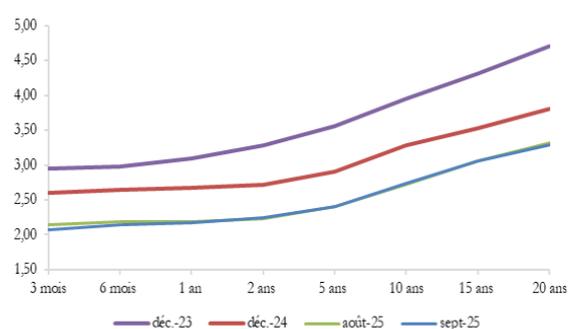
Taux débiteurs appliqués par les banques (en %)

	T1-25	T2-25	Variation (en pb)
Taux débiteur moyen (en%)	4,98	4,84	-14
Crédits aux particuliers	5,96	5,77	-19
Crédits immobiliers	4,74	4,68	-6
Crédits à la consommation	7,13	6,88	-25
Crédits aux entreprises	4,84	4,72	-12
<i>Par objet économique</i>			
Facilités de trésorerie	4,73	4,64	-9
Crédits à l'équipement	5,14	4,82	-32
Promotion immobilière	5,48	5,47	-1
Crédits aux entrepreneurs individuels	5,86	5,72	-14

Taux moyens pondérés des dépôts à terme (en %)



Courbe des taux du marché secondaire (en %)



Taux moyens pondérés des bons du Trésor émis par adjudication (en %)

	sept-25	Dernières émissions	
		Taux	Date
13 semaines	1,68	1,68	août-25
26 semaines	-	1,94	août-25
52 semaines	1,99	2,02	août-25
2 ans	2,25	2,24	août-25
5 ans	2,41	2,41	août-25
10 ans	2,73	2,72	août-25
15 ans	3,07	3,07	août-25
20 ans	3,30	3,33	août-25
30 ans	3,75	3,74	juil-25

Taux de rémunération des comptes d'épargne (en %)

	1 ^{er} semestre 2025	2 ^{er} semestre 2025
Comptes sur carnets auprès des banques¹	2,21	1,91

¹ : Le taux des comptes sur carnets auprès des banques est indexé sur celui des bons du Trésor 52 semaines au cours du semestre précédent, diminué de 50 points de base.

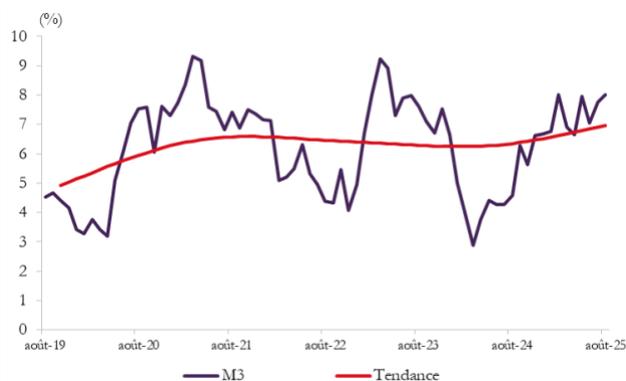
	avril 24 - mars 25	avril 25 - mars 26
Taux maximum des intérêts conventionnels (TMIC)* (en %)	13,27	13,36

(*) Le TMIC est révisé en avril de chaque année sur la base de la variation du taux d'intérêt moyen pondéré des dépôts bancaires à 6 mois et à 1 an, enregistrée au cours de l'année précédente.

MONNAIE, CREDIT ET PLACEMENTS LIQUIDES

M3 et ses composantes

Croissance de M3 (en glissement annuel)



Evolution mensuelle de l'agrégat M3



Evolution des agrégats monétaires									
	Encours* à fin août-25	Variation mensuelle (en %)	Taux de croissance annuels						
			juin-24	sept.-24	déc.-24	mars-25	juin-25	juil.-25	août-25
Monnaie fiduciaire	467,9	2,1	8,4	10,2	5,2	9,2	7,0	8,7	9,6
Monnaie scripturale	1 009,9	-0,3	6,7	9,2	10,6	10,3	10,7	10,1	9,7
M1	1 477,8	0,5	7,2	9,5	9,0	9,9	9,5	9,7	9,7
Placements à vue	191,2	0,3	3,7	3,5	2,7	2,4	1,8	1,9	1,9
M2	1 669,0	0,4	6,8	8,7	8,2	9,0	8,6	8,7	8,7
Autres actifs monétaires¹	311,4	-0,1	-5,9	-3,3	7,1	2,4	4,9	3,3	5,8
Dont : Dépôts à terme	120,0	-0,7	-4,5	1,6	3,5	-0,7	3,2	-0,3	1,9
OPCVM monétaires	98,6	1,7	-17,1	-16,5	21,0	17,7	6,3	8,9	18,7
M3	1 980,4	0,4	4,6	6,6	8,0	8,0	8,0	7,8	8,3

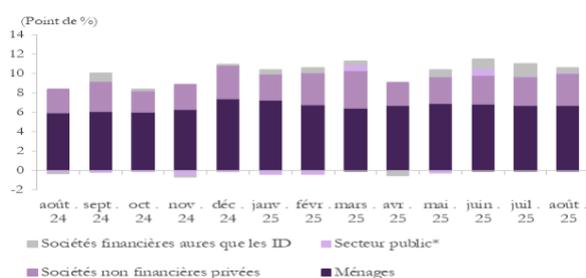
Evolution des dépôts inclus dans la masse monétaire									
	Encours* à fin août-25	Variation mensuelle (en %)	Taux de croissance annuels						
			juin-24	sept.-24	déc.-24	mars-25	juin-25	juil.-25	août-25
Dépôts à vue auprès des banques	929,1	-0,3	7,5	10,2	11,6	11,4	11,7	11,2	10,7
Placements à vue	191,2	0,3	3,7	3,5	2,7	2,4	1,8	1,9	1,9
Dépôts à terme	120,0	-0,7	-4,5	1,6	3,5	-0,7	3,2	-0,3	1,9
Dépôts en devises ¹	47,9	-1,2	6,7	8,0	7,9	-14,9	3,0	2,8	2,3
Autres dépôts ²	7,0	-2,5	37,2	7,6	-14,7	36,1	51,8	87,4	59,0
Total des dépôts	1295,2	-0,3	5,7	8,1	9,2	7,8	9,2	8,5	8,3

¹ Dépôts à vue et à terme en devises auprès des banques.

² Emprunts contractés par les banques auprès des sociétés financières.

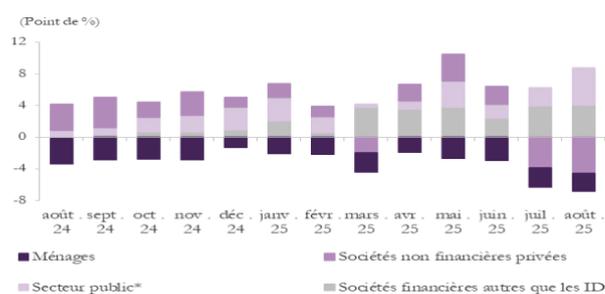
* Encours en milliards de DH.

Contributions des secteurs institutionnels à la croissance des dépôts à vue (en glissement annuel)

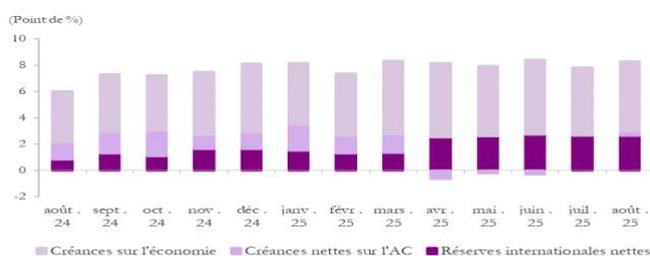


* Sociétés non financières publiques, administrations locales et de sécurité sociale

Contributions des secteurs institutionnels à la croissance des dépôts à terme (en glissement annuel)

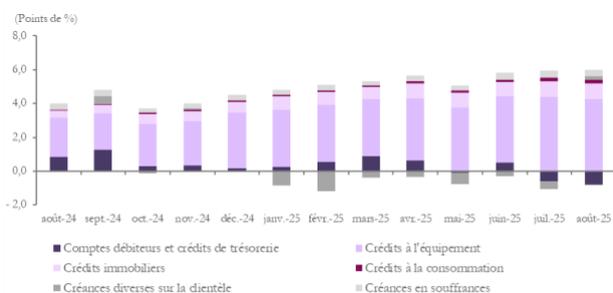


Contribution des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire M3 (en glissement annuel)



Crédit bancaire

Contributions des différentes catégories de crédit à sa croissance annuelle



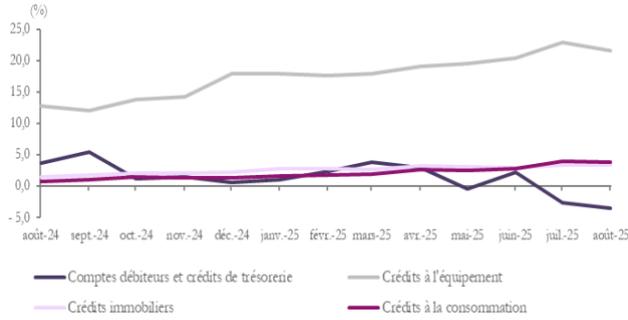
Croissance du crédit bancaire (en glissement annuel)



Ventilation du crédit par objet économique et par secteur institutionnel

	Encours à fin août-25	Variation mensuelle (en %)	Taux de croissance annuels (en %)					
			sept.-24	déc.-24	mars-25	juin-25	juil.-25	août-25
Crédit bancaire	1161,0	-0,5	4,8	4,4	5,1	5,7	4,9	5,3
Crédit au secteur non financier	968,0	-0,1	3,3	2,6	3,9	4,2	3,4	3,4
Crédit aux entreprises publiques	79,4	-0,3	14,5	6,9	11,9	7,5	7,5	8,6
Crédit aux entreprises privées	452,1	-0,5	1,4	0,6	2,2	3,2	1,2	1,0
Facilités de trésorerie	173,5	-2,0	0,1	-4,0	-1,4	-3,5	-8,2	-8,9
Crédits à l'équipement	136,1	1,6	7,1	10,2	9,2	11,7	13,9	14,6
Crédits à la promotion immobilière	56,8	-0,9	8,4	6,9	6,4	7,4	8,3	8,5
Crédit aux ménages	391,2	0,2	1,8	1,7	2,2	2,6	2,9	3,0
Crédits à la consommation	60,4	0,2	1,2	1,5	2,1	2,9	3,9	3,9
Crédits immobiliers	255,7	0,2	1,5	1,8	2,2	2,4	2,8	2,9
<i>Crédits à l'habitat</i>	253,2	0,2	1,5	1,7	2,2	2,5	2,9	3,0
<i>Crédits aux promoteurs immobiliers</i>	1,3	35,8	-17,9	-17,0	-10,4	-3,7	8,1	11,0
Créances en souffrances	102,7	1,1	4,1	2,8	5,0	7,1	5,4	5,6
Sociétés non financières privées	59,9	1,2	1,3	0,9	2,9	7,4	4,9	5,2
Ménages	41,9	1,2	8,3	5,7	7,2	5,8	5,5	5,3
Ratio des créances en souffrances	-	-	8,7	8,4	8,6	8,8	8,7	8,8

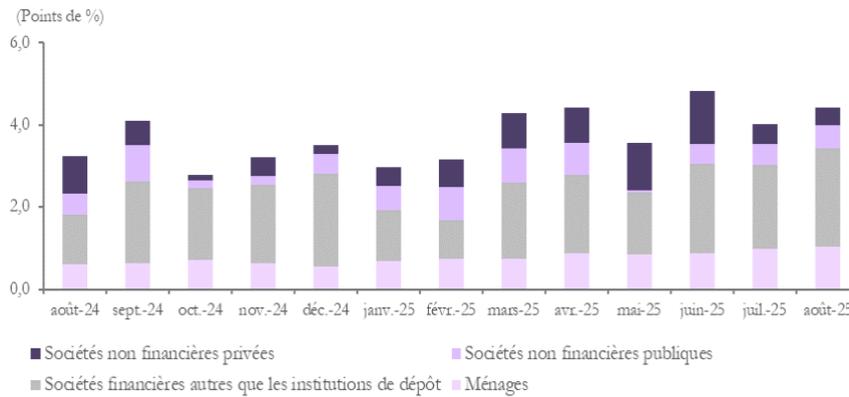
Evolution des principales catégories de crédit (en glissement annuel)



Evolution des crédits aux agents non financiers privés (en glissement annuel)



Contributions des secteurs institutionnels à la croissance annuelle du crédit



Autres sources de création monétaire

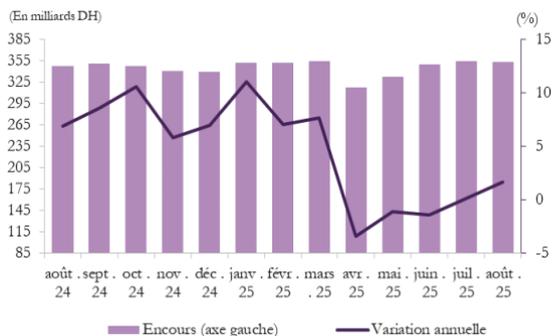
Evolution des avoirs officiels de réserve



Avoirs officiels de réserve en août 2025

	Encours en milliards DH		Variations en %			
			mensuelle		glissement annuel	
	juil.-25	août-25	juil.-25	août-25	juil.-25	août-25
Avoirs officiels de réserves	406,0	410,7	-0,2%	1,2%	11,0%	13,1%

Evolution des créances nettes sur l'Administration Centrale



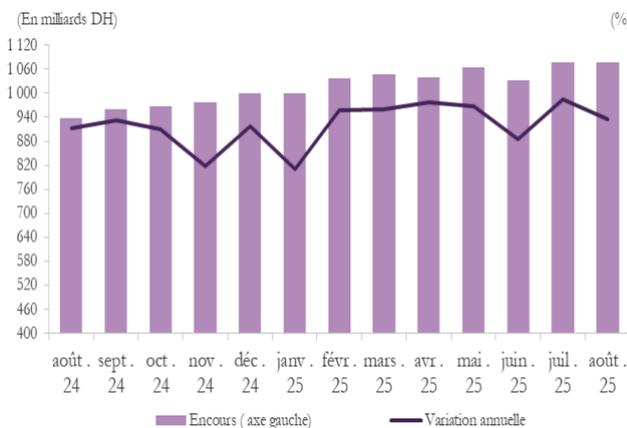
Créances nettes sur l'Administration centrale en août 2025

	Encours en milliards de DH		Variations en %			
			mensuelle		glissement annuel	
	juil.-25	août-25	juil.-25	août-25	juil.-25	août-25
Créances nettes sur l'AC	354,4	353,2	1,4	-0,3	0,1	1,6
. Créances nettes de BAM	-1,5	-1,7	-48,2	12,1	-118,5	-129,4
. Créances nettes des AID*	355,9	354,9	0,9	-0,3	3,0	3,9

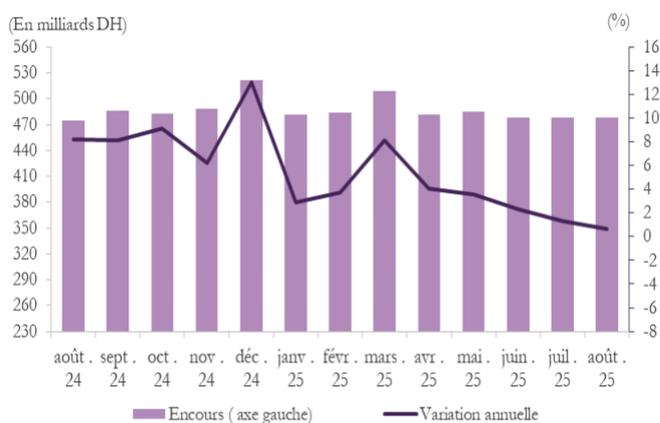
*Autres Institutions de Dépôts

Agrégats de placements liquides

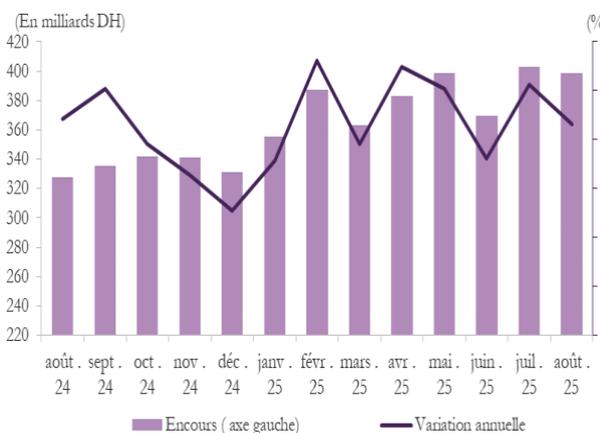
Evolution des agrégats de placements liquides (PL)



Evolution des bons du Trésor négociables inclus dans l'agrégat PL1



Evolution des titres des OPCVM obligataires inclus dans l'agrégat PL2



Evolution des titres des OPCVM actions et diversifiés inclus dans l'agrégat PL3



VI. MARCHE DES CHANGES

Entre les mois d'août et de septembre 2025, l'euro s'est apprécié de 0,9% par rapport au dollar américain*. Sur le marché des changes domestique, le dirham s'est apprécié de 0,1% vis-à-vis du dollar américain et s'est déprécié de 0,8% face à l'euro. Aucune séance d'adjudications de devises n'a été tenue par Bank Al-Maghrib depuis décembre 2021.

Au niveau du marché interbancaire, le volume des échanges de devises contre dirham a accusé une baisse annuelle de 64,5% à 15,7 milliards de dirhams en août 2025.

S'agissant des opérations des banques avec leur clientèle, leur volume est revenu à 32,2 milliards de dirhams pour les achats au comptant et à 16,6 milliards pour ceux à terme en août, au lieu de 34,9 milliards et 18 milliards respectivement au même mois une année auparavant. De même, les ventes ont reculé à 30,7 milliards pour celles au comptant, après 36,1 milliards, et à 1,3 milliard pour celles à terme, au lieu de 1,7 milliard.

*La parité est calculée sur la base des cours de référence quotidiens EURO/MAD et DOLLAR U.S./MAD.

Cotation des devises

Evolution de l'euro par rapport au dollar américain *



*La parité est calculée sur la base des cours de référence quotidiens EURO/MAD et DOLLAR U.S./MAD.

Evolution du cours de référence du dirham par rapport au dollar américain



	juin-25	juil-25	août-25	sept-25
Cours de référence moyen				
Euro	10,519	10,541	10,520	10,602
Dollar U.S	9,134	9,019	9,044	9,034
Adjudications				
Nombre d'opérations	-	-	-	-

Opérations sur le marché des changes

(En millions de dirhams)	2024		2025		Variation août 2025/août 2024	
	août	Moyenne janv.-août	août	Moyenne janv.-août	En valeur	en %
Achats/ventes interbancaires contre MAD	44 326	48 194	15 725	34 829	-	28 601 -64,5
Achats au comptant de devises par la clientèle des banques	34 903	34 695	32 177	35 733	-	2 726 -7,8
Ventes au comptant de devises par la clientèle des banques	36 090	34 547	30 657	36 237	-	5 433 -15,1
Achats à terme de devises par la clientèle des banques	17 969	16 295	16 573	18 002	-	1 396 -7,8
Ventes à terme de devises par la clientèle des banques	1 682	2 638	1 269	3 211	-	413 -24,6

VII. MARCHES DES ACTIFS

Au cours du mois de septembre, le MASI s'est contracté de 5,1%. Ce repli a concerné la majeure partie des secteurs, avec en particulier des baisses de 9,1% de l'indice des « Bâtiments et matériaux de construction », de 4,2% de celui des « Banques », de 18,5% pour « l'Électricité », de 10,6% pour la « Santé » et de 5,3% pour les « Télécommunications ». La performance cumulée depuis le début de l'année ressort à 28,8%.

S'agissant des indicateurs de valorisation, ils sont revenus, d'un mois à l'autre, de 24,1 à 22,6 pour le PER ⁽¹⁾ et de 3,46 à 3,28 pour le PB ⁽²⁾, tandis que le rendement de dividende est passé de 2,11 à 2,22. La capitalisation boursière s'est chiffrée, quant à elle, à 1 003,9 milliards de dirhams, en hausse de 33,4% par rapport au début de l'année.

Concernant le volume mensuel des échanges, il s'est accru de 11,6 milliards de dirhams en août à 13,3 milliards, dont 10,1 milliards réalisés sur le marché central et 3,2 milliards sur le marché de blocs. Dans ces conditions, le ratio de liquidité ⁽³⁾ sur le compartiment central actions a augmenté de 12% à 12,3%.

Sur le marché de la dette souveraine, les émissions de bons du Trésor se sont établies à 15 milliards après 12,8 milliards en août. Elles ont porté à hauteur de 57% sur des maturités moyennes et de 33% sur celles longues. Tenant compte des remboursements de 12,8 milliards à fin septembre, l'encours des bons du Trésor ressort à 786,3 milliards, en progression de 4,3% depuis le début de l'année.

Sur le marché des titres de créances négociables, les levées se sont limitées à 4,3 milliards de dirhams en août, après 10,7 milliards en juillet. Cette évolution recouvre, d'une part, un recul des émissions de 5,4 milliards à 400 millions pour les billets de trésorerie et de 3,4 milliards à 1,6 milliard des certificats de dépôt et, de l'autre, une progression des levées de 1,9 milliard à 2,3 milliards pour les bons de sociétés de financement.

S'agissant du marché obligataire privé, les émissions se sont élevées à un milliard de dirhams en août, après 5,1 milliards en juillet. Tenant compte des remboursements, l'encours de la dette sur ce marché a atteint 196 milliards, en accroissement de 7,7% par rapport à décembre 2024.

Pour ce qui est des titres d'OPCVM⁽⁴⁾, les souscriptions se sont chiffrées à 82,1 milliards de dirhams en septembre et les rachats à 87,3 milliards, soit une décollecte nette de 5,1 milliards. Concernant les indices de performance, toutes les catégories de fonds ont enregistré des améliorations comparativement à fin décembre 2024, allant de 2% pour les OPCVM monétaires à 33,6% pour ceux actions. Dans ces conditions, l'actif net des OPCVM s'est élevé à 790 milliards de dirhams, en augmentation de 20,9% depuis le début de l'année.

Au deuxième trimestre de 2025, les transactions ont affiché un nouveau repli trimestriel de 10,8%, 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, reculant de 0,2% après 1,6% un trimestre auparavant. Cette évolution a concerné l'ensemble des catégories de biens avec des baisses de 0,3% pour le résidentiel et de 0,2% pour le foncier et les biens à usage professionnel.

(1) Price Earning Ratio : le PER d'un indice est le rapport entre la capitalisation boursière et le bénéfice net.

(2) Price to Book Ratio : le PB est le ratio de la valeur de marché des capitaux propres (la capitalisation boursière) rapporté à leur valeur comptable.

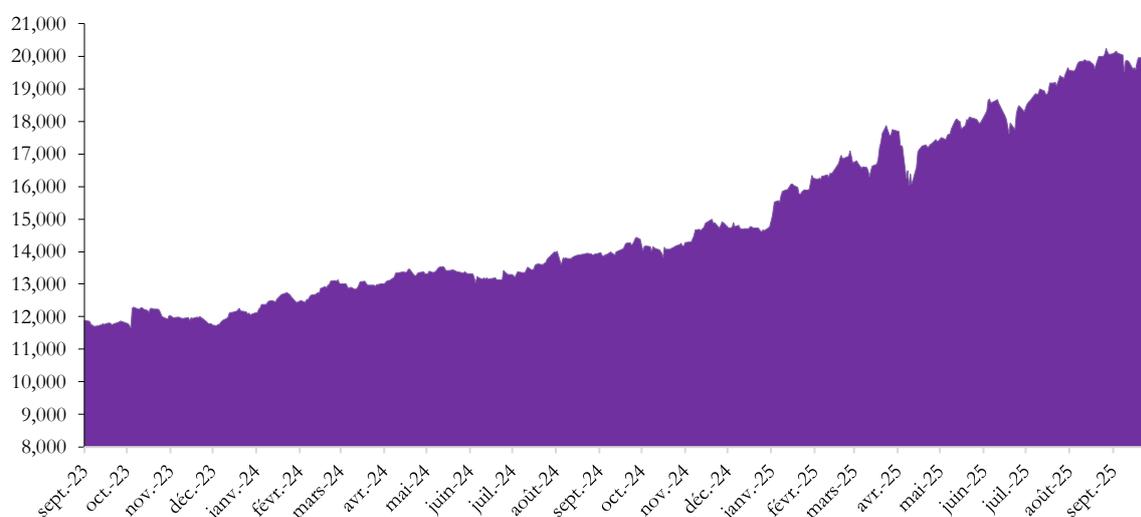
(3) Représente le rapport entre la somme des transactions boursières sur le compartiment central et la moyenne de la capitalisation sur 12 mois glissants.

(4) Données arrêtées au 26 septembre 2025.

INDICES BOURSIERS

Indices	Décembre 2024	Août 2025	Septembre 2025	Septembre 2025 / Août 2025 (en %)	Septembre 2025 / Décembre 2024 (en %)
MASI	14 773,2	20 054,8	19 024,8	-5,1	28,8

Evolution quotidienne du MASI



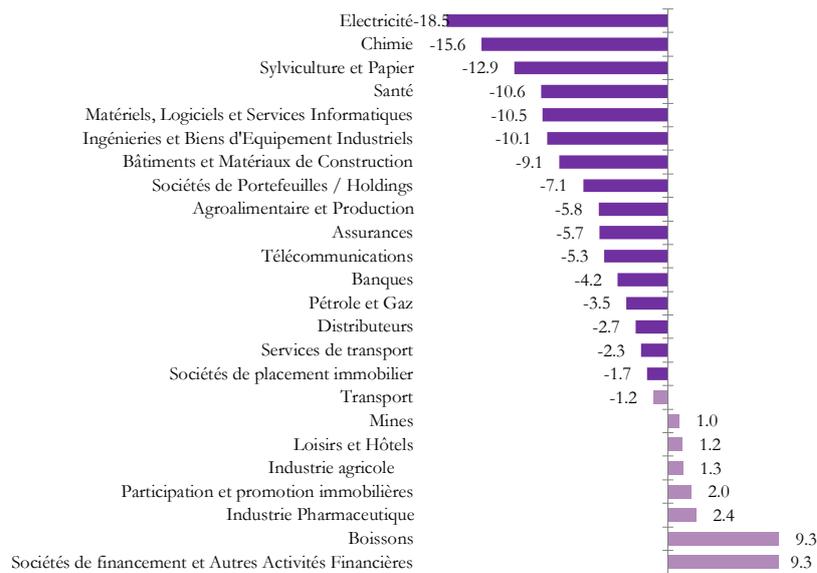
Source : Bourse de Casablanca.

Performance des indices sectoriels

Indices sectoriels	Structure (en %)	Décembre 2024	Août 2025	Septembre 2025	Septembre 2025 / Août 2025 (en %)	Septembre 2025 / Décembre 2024 (en %)
Agroalimentaire et Production	4,8%	32 856	37 727	35 534	-5,8	8,1
Assurances	2,7%	5 511	6 465	6 096	-5,7	10,6
Banques	32,0%	16 417	20 912	20 036	-4,2	22,0
Bâtiment et Matériaux de Construction	15,8%	23 797	32 240	29 307	-9,1	23,2
Boissons	0,5%	14 129	12 878	14 073	9,3	-0,4
Chimie	0,2%	5 092	5 831	4 920	-15,6	-3,4
Distributeurs	2,8%	39 533	49 895	48 552	-2,7	22,8
Electricité	3,5%	2 994	6 447	5 251	-18,5	75,4
Ingénieries et Biens d'Equipeement Industriels	0,0%	104	348	313	-10,1	202,4
Participation et promotion immobilières	4,1%	17 307	19 383	19 764	2,0	14,2
Loisirs et Hôtels	0,3%	1 014	1 833	1 855	1,2	83,0
Matériels, Logiciels et Services Informatiques	1,6%	2 455	2 778	2 487	-10,5	1,3
Mines	4,6%	38 211	72 608	73 322	1,0	91,9
Pétrole et Gaz	2,4%	16 443	19 452	18 777	-3,5	14,2
Industrie Pharmaceutique	0,5%	5 351	10 282	10 526	2,4	96,7
Industrie agricole	1,1%	1 450	1 960	1 985	1,3	36,9
Santé	4,2%	3 507	5 484	4 902	-10,6	39,8
Services de transport	8,6%	8 246	14 954	14 615	-2,3	77,2
Sociétés de financement et Autres Activités Financières	0,4%	7 926	8 077	8 827	9,3	11,4
Sylviculture et Papier	0,0%	28	46	40	-12,9	41,3
Sociétés de Portefeuilles / Holdings	0,8%	8 635	12 908	11 993	-7,1	38,9
Sociétés de placement immobilier	1,4%	1 102	1 081	1 063	-1,7	-3,6
Télécommunication	7,5%	1 204	1 818	1 722	-5,3	43,0
Transport	0,1%	4 480	3 945	3 896	-1,2	-13,0

Source : Bourse de Casablanca.

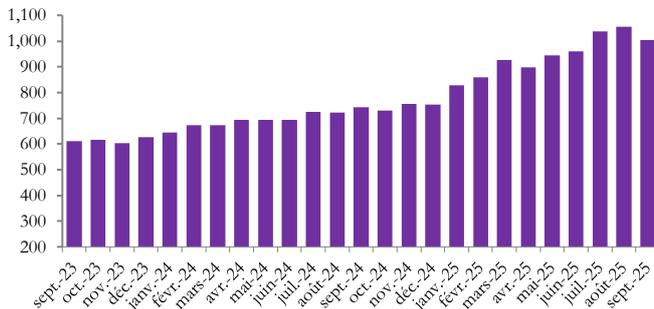
Variations mensuelles des indices sectoriels en septembre 2025 (en %)



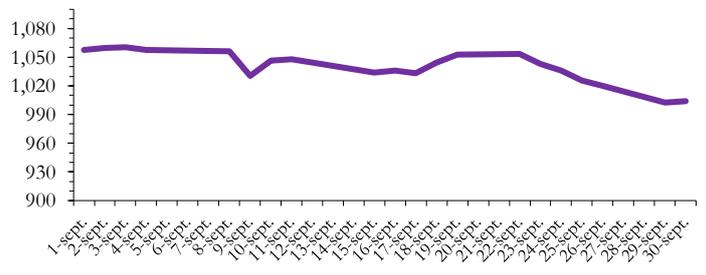
Source : Bourse de Casablanca.

ACTIVITE

Evolution mensuelle de la capitalisation boursière (en milliards de dirhams)

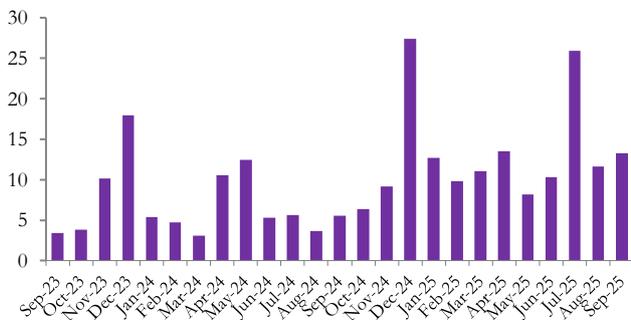


Evolution quotidienne de la capitalisation boursière (en milliards de dirhams)

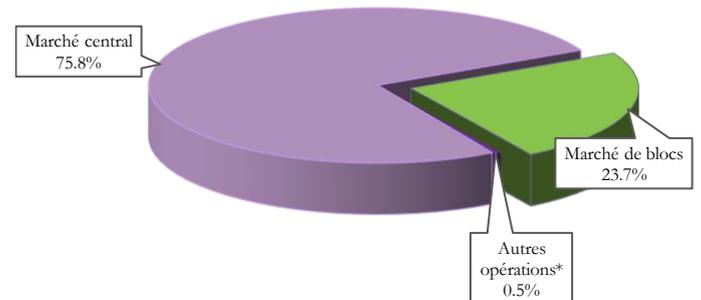


Source : Bourse de Casablanca.

Evolution mensuelle du volume des transactions (en milliards de dirhams)



Répartition du volume de transactions par marché au mois de septembre 2025



Source : Bourse de Casablanca.

*Autres opérations : Introductions, apports de titres, offres publiques, transferts et augmentations de capital.

Volume des transactions

En millions de DH	Décembre 2024	Août 2025	Septembre 2025
Volume actions			
1-Marché central	7 886,6	9 310,6	10 075
2-Marché de blocs	18 354,8	801,4	3 150,3
Total A = (1+2)	26 241,5	10 111,9	13 225,3
3-Introductions	1 100	-	-
4-Apports de titres	3,1	-	12,1
5-Offres publiques	-	-	-
6-Transferts	23,3	31,3	49,6
Total B = (3+4+5+6)	1 126,3	31,3	61,7
7-Augmentations de capital	-	1 470,8	-
I- Volume obligations	-	-	-
II- Volume actions	27 367,8	11 614,0	13 287,1
III- Total Général	27 367,8	11 614,0	13 287,1

Source : Bourse de Casablanca

COURS

Performance des plus fortes capitalisations

Valeurs	Capitalisation (en milliards de dirhams)	Part (%)	Cours (en dirhams)			Variation (en %)	
			Décembre 2024	Août 2025	Septembre 2025	Septembre 2025 / Août 2025	Septembre 2025 / Décembre 2024
ATTIJARIWAFI BANK	160,3	16,0%	569,0	781,0	745,0	-4,6%	30,9%
ITISSALAT AL-MAGHRIB	103,1	10,3%	82,0	123,9	117,3	-5,3%	43,0%
MANAGEM	70,0	7,0%	2 889,0	5 789,0	5 903,0	2,0%	104,3%
SODEP-Marsa Maroc	69,7	7,0%	536,0	972,0	950,0	-2,3%	77,2%
BCP	60,0	6,0%	275,0	323,0	295,0	-8,7%	7,3%
TAQA MOROCCO	55,4	5,5%	1 340,0	2 885,0	2 350,0	-18,5%	75,4%
BANK OF AFRICA	55,0	5,5%	205,0	251,5	255,0	1,4%	24,4%
LafargeHolcim Maroc	44,5	4,4%	1 935,0	2 144,0	1 900,0	-11,4%	-1,8%
TGCC S.A	31,6	3,1%	476,0	1 050,0	910,0	-13,3%	91,2%
CIMENTS DU MAROC	29,6	3,0%	1 880,0	2 100,0	2 050,0	-2,4%	9,0%

Valeurs du secteur financier

Secteurs	Cours			Variation (en %)
	Décembre 2024	Août 2025	Septembre 2025	Septembre 2025/Août 2025
Banques				
BMCI	580,0	610,9	591,0	-3,2%
ATTIJARIWafa BANK	569,0	781,0	745,0	-4,6%
CIH	395,0	430,0	426,5	-0,8%
BANK OF AFRICA	205,0	251,5	255,0	1,4%
BCP	275,0	323,0	295,0	-8,7%
CDM	930,0	1 075,0	1 009,0	-6,1%
CFG BANK	222,0	254,0	241,1	-5,1%
Sociétés de financement				
MAGHREBAIL	900,0	900,0	917,0	1,9%
SALAFIN	548,0	584,0	680,0	16,4%
EQDOM	-	1 186,0	1 300,0	9,6%
MAROC LEASING	370,0	400,0	366,7	-8,3%
Assurances				
ATLANTASANAD	127,5	154,0	145,0	-5,8%
SANLAM MAROC	1 829,0	2 070,0	1 950,0	-5,8%
Wafa ASSURANCE	4 460,0	5 250,0	5 000,0	-4,8%
AGMA	6 875,0	6 890,0	6 455,0	-6,3%

Source : Bourse de Casablanca.

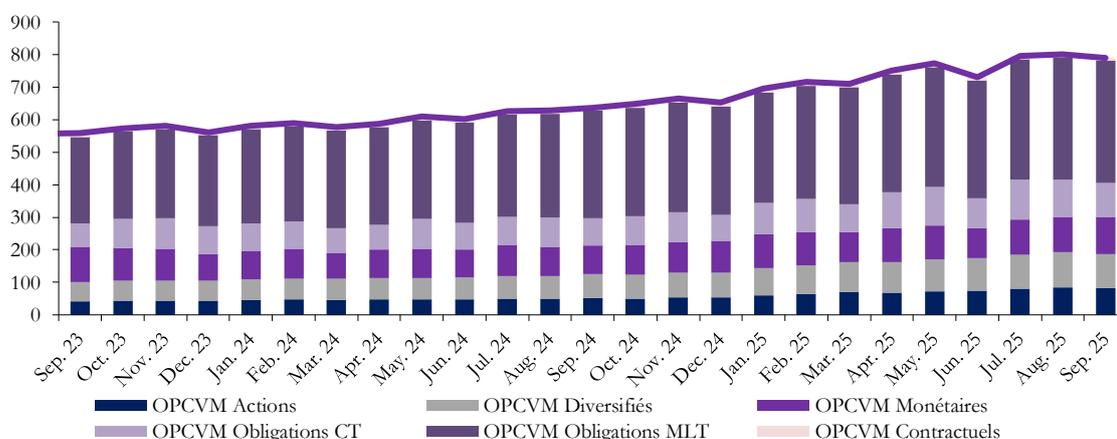
GESTION D'ACTIFS

Répartition de l'actif net par catégorie d'OPCVM en septembre 2025*

Catégories d'OPCVM	Nombre	Montant (en milliards)	Structure (en %)	Variation mensuelle (en %)	Variation annuelle (en %)
Actions	113	81,5	10	-2,8	52,2
Diversifiés	134	105,4	13	-2,3	37,8
Monétaires	70	113,6	14	3,3	16,1
Obligations CT	70	103,7	13	-8,5	31,7
Obligations MLT	210	376,2	48	0,0	12,8
Contractuel	6	9,6	1	6,6	-27,2
Total	603	790,0	100	-1,3	20,9

* Données arrêtés au 26 septembre 2025.

Evolution de l'actif net des OPCVM (en milliards de dirhams)



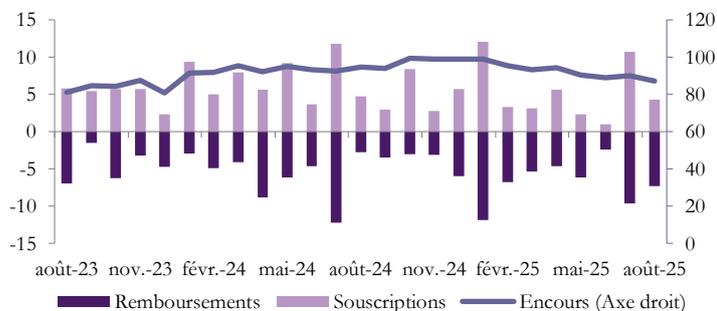
Source : AMMC.

MARCHES DE LA DETTE

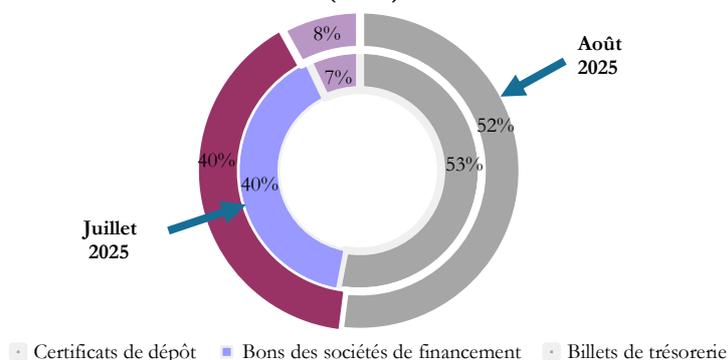
Marché des titres de créances négociables

	En millions de dirhams			Variations			
	Décembre 2024	Juillet 2025	Août 2025	Août 2025 / Juillet 2025		Août 2025 / Décembre 2024	
				En valeur	En %	En valeur	En %
Encours	98 803	90 191	87 194	-2 996	-3,3	-11 609	-11,7
Certificats de dépôt	59 472	47 971	45 255	-2 716	-5,7	-14 218	-23,9
Bons des sociétés de financement	30 897	35 820	35 140	-680	-1,9	4 243	13,7
Billets de trésorerie	8 434	6 400	6 800	400	6,3	-1 634	-19,4
Emissions	5 701	10 741	4 294	-6 446	-60,0	-1 407	-24,7
Certificats de dépôt	1 401	3 441	1 550	-1 890	-54,9	150	10,7
Bons des sociétés de financement	940	1 900	2 344	444	23,4	1 404	149,4
Billets de trésorerie	3 360	5 400	400	-5 000	-92,6	-2 960	-88,1%
Remboursements	5 953	9 624	7 290	-2 333	-24,2	1 338	22,5

Evolution de l'encours des titres de créances négociables
(en milliards de dirhams)



Structure de l'encours des titres de créances négociables
(en %)



Source : BAM.

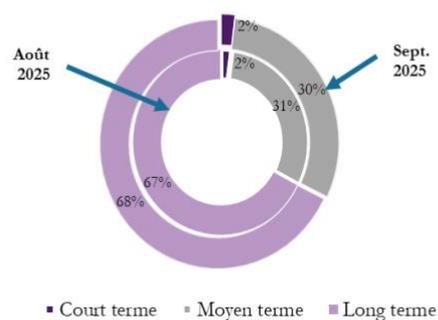
Marché des bons du Trésor

	En millions de dirhams			Variation			
	Décembre 2024	Août 2025	Sept. 2025	Sept. 2025 / Août 2025		Sept. 2025 / Décembre 2024	
				En valeur	En %	En valeur	En %
Encours	753 604	784 039,4	786 311,9	2 272,5	0,3	32 707,9	4,3
13 semaines	400	2 020	950	-1 070	-53,0	550	137,5
26 semaines	904	1 400	800	-600	-42,9	-104	-11,5
52 semaines	7 983	12 164	13 104	940	7,7	5 121	64,1
2 ans	95 323	95 415	92 388	-3 028	-3,2	-2 935	-3,1
5 ans	135 181	145 134	146 219	1 086	0,7	11 038	8,2
10 ans	165 251	169 631	170 872	1 241	0,7	5 621	3,4
15 ans	173 678	175 519	177 139	1 620	0,9	3 461	2,0
20 ans	103 928	108 897	109 486	589	0,5	5 557	5,3
30 ans	70 955	73 859	75 354	1 495	2,0	4 399	6,2
Souscriptions	2 509	12 801	15 026,1	2 225,1	17,4	12 517,1	498,9
13 semaines	100	400	550	150	-	450	450
26 semaines	0	400		-400	-	0	-
52 semaines	600	500	940	440	88,0	340	57
2 ans	400	3 931	6 487	2 556	65,0	6 087	1 522
5 ans	400	1 012	2 020	1 008	99,5	1 620	405
10 ans	0	1 230	1 325	95	-	1 325	-
15 ans	0	3 224	1 620	-1 603	-49,7	1 620	-
20 ans	1 009	2 104	589	-1 515	-72,0	-420	-42
30 ans	0	0	1494,7	1 495	-	0	-
Remboursements	7 731	7 763,2	12 753,6	4 990,4	64,3	5 022,6	65,0

Evolution de l'encours des titres de bons du Trésor
(En milliards de dirhams)



Structure de l'encours des titres de bons du Trésor



Source : BAM.

VIII. EVOLUTION DE L'INFLATION

Évolution de l'inflation en août 2025

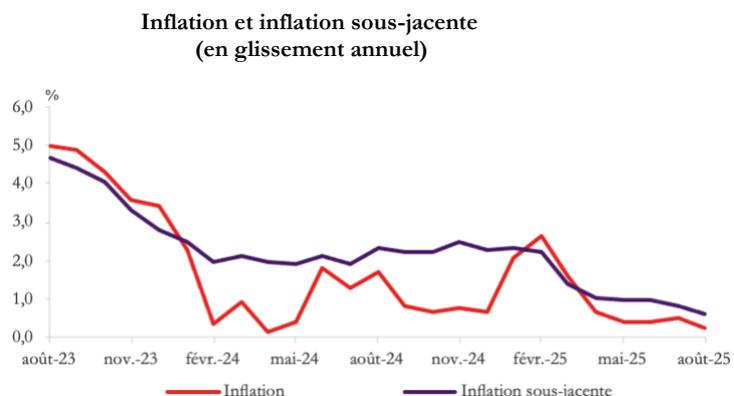
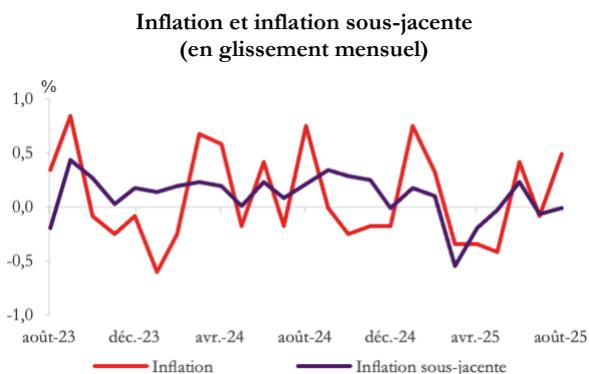
En août 2025, l'indice des prix à la consommation (IPC) a enregistré une hausse mensuelle de 0,5%. Cette évolution traduit une progression de 3,5% des prix des produits alimentaires à prix volatils, avec en particulier des augmentations de 5,9% pour les « volaille et lapin », de 4,5% pour les « légumes frais » et de 18,1% pour les « agrumes ». De même, les prix des carburants et lubrifiants se sont accrus de 0,4%, alors que l'indicateur de l'inflation sous-jacente et les tarifs réglementés sont restés stables d'un mois à l'autre.

En variation annuelle, l'inflation est ressortie à 0,3%, après 0,5% en juillet, ramenant sa moyenne au cours des huit premiers mois de l'année à 1,1%. Sa composante sous-jacente s'est établie à 0,6%, au lieu de 0,8% un mois auparavant, et sa moyenne depuis le début de l'année s'est stabilisée à 1,3%.

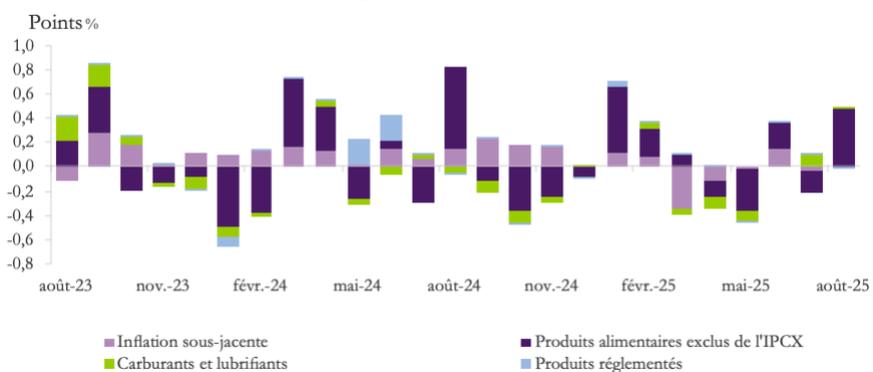
La distinction entre biens et services inclus dans le panier de l'IPC indique que l'évolution de l'inflation a été portée exclusivement par le ralentissement du rythme d'accroissement des prix des biens de 0,8% à 0,2%, traduisant la stagnation des prix des biens non transformés après une hausse de 1,4%, ainsi qu'une progression de ceux transformés hors carburants et lubrifiants de 0,4% au lieu de 0,6% un mois auparavant. Quant aux prix des services, ils se sont accrus de 1%, rythme quasi-inchangé d'un mois à l'autre.

S'agissant des prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole, ils ont connu un repli mensuel de 0,1% en août, en lien essentiellement avec les baisses de 0,2% pour les « industries alimentaires », de 0,6% pour l'« industrie d'habillement » et de 0,5% pour la branche de la « métallurgie ». En glissement annuel, les prix à la production hors raffinage ont reculé de 0,4% en août au lieu de 0,1% en juillet.

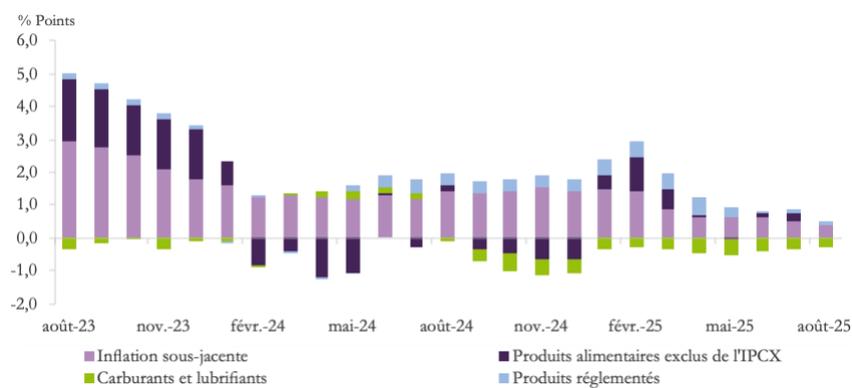
Evolution de l'inflation et de ses composantes



Contributions des principales composantes à l'inflation (en glissement mensuel)



Contributions des principales composantes à l'inflation (en glissement annuel)



Sources : HCP et calculs de B.A.M.

Evolution de l'inflation et de ses composantes

	Variation mensuelle (%)		Variation annuelle (%)		
	juillet 25	août 25	juillet 25	août 25	Les 8 premiers mois de 2025
Inflation	-0,1	0,5	0,5	0,3	1,1
Produits alimentaires à prix volatils	-1,3	3,5	1,9	0,3	2,3
Produits réglementés	0,0	0,0	0,5	0,5	1,7
Carburants et lubrifiants	3,5	0,4	-11,1	-9,1	-11,5
Inflation sous-jacente	-0,1	0,0	0,8	0,6	1,3
Produits alimentaires inclus dans l'inflation sous-jacente	-0,2	-0,2	0,3	-0,1	1,4
Articles d'habillement et chaussures	-0,1	0,2	0,7	0,9	0,8
Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,0	0,1	1,0	1,0	1,1
Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,4	-0,1	0,8	0,6	0,5
Santé ¹	0,4	-0,1	-0,7	-0,5	-1,1
Transport ²	0,1	0,3	1,4	0,8	1,4
Communication	0,0	0,0	-0,2	-0,2	-0,1
Loisirs et cultures ¹	-0,2	0,0	-1,0	-1,0	-0,7
Enseignement	0,0	0,0	2,3	2,3	2,3
Restaurants et hôtels	0,3	0,7	3,4	2,9	3,7
Biens et services divers ¹	0,2	0,1	1,5	1,5	1,7

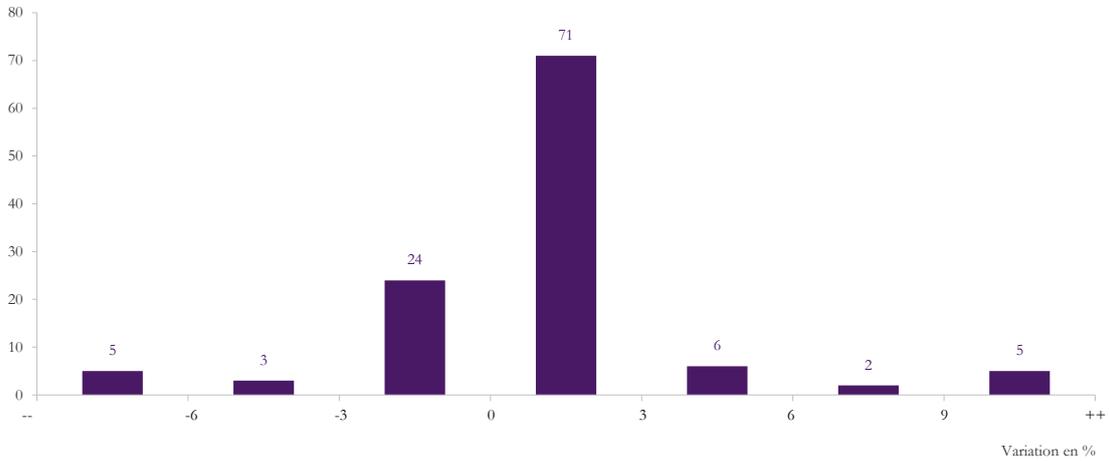
Sources : HCP et calculs BAM

(1) Hors produits réglementés.

(2) Hors produits réglementés et hors carburants et lubrifiants.

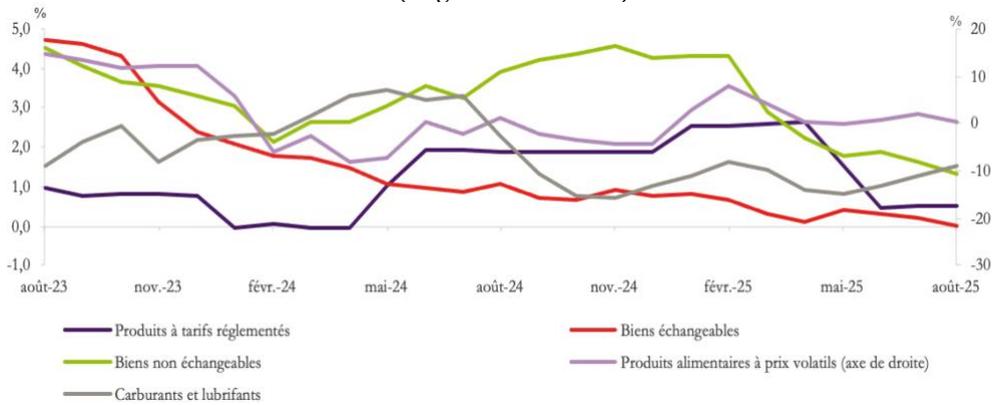
Evolution de l'inflation et de ses composantes

Distribution des taux de variations annuelles des prix des 116 sections de l'IPC en août 2025

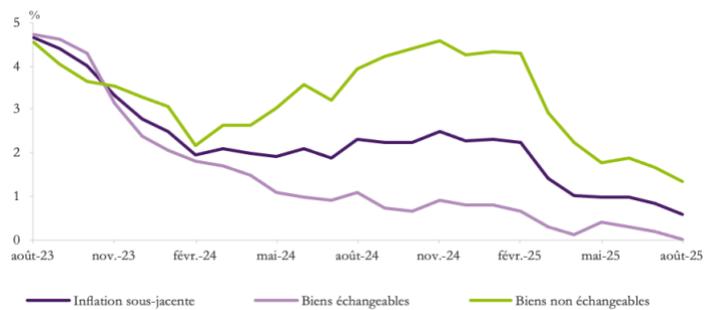


Prix des biens échangeables (IPCXE) et non échangeables (IPCXNE)

Evolution des prix par catégorie de produits (en glissement annuel)

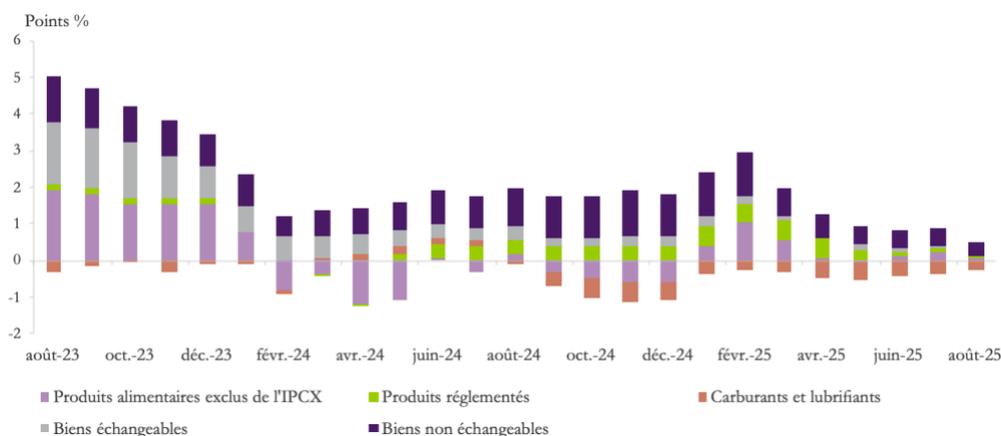


Indice de l'inflation sous-jacente, IPCXE et IPCXNE (en glissement annuel)



Sources : HCP et calculs de BAM.

Contribution des prix des biens échangeables et non échangeables hors produits volatils et réglementés à l'inflation (en glissement annuel)



Sources : HCP et calculs de BAM.

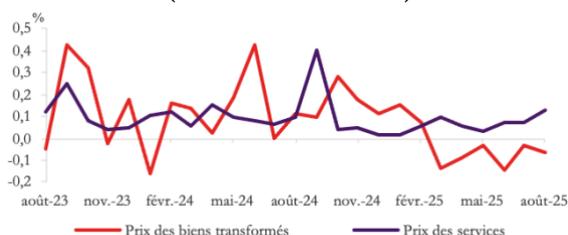
Evolution des prix des biens et services

Evolution des prix des biens et des services

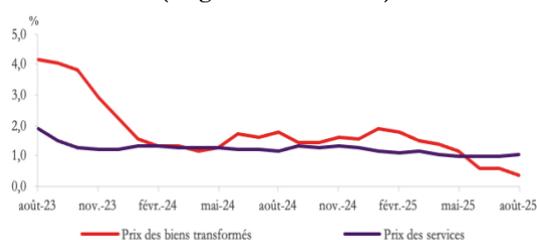
	Variation mensuelle (en %)		Variation annuelle (en %)	
	juillet 25	août 25	juillet 25	août 25
Inflation	-0,1	0,5	0,5	0,3
Biens transformés*	0,0	-0,1	0,6	0,4
Services	0,1	0,1	1,0	1,0
Biens non transformés	-1,1	2,2	1,4	0,0
Carburants et lubrifiants	3,5	0,4	-11,1	-9,1

* Hors carburants et lubrifiants.

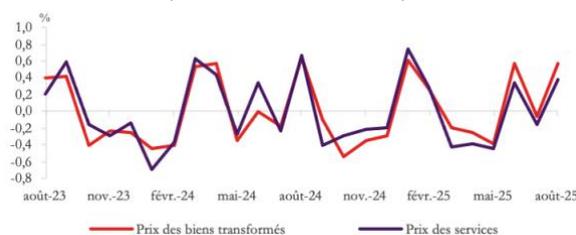
Prix des biens transformés et des services (en variation mensuelle)



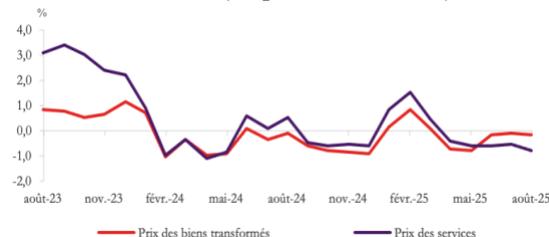
Prix des biens transformés et des services (en glissement annuel)



Prix relatifs* des biens transformés et des services (en variation mensuelle)



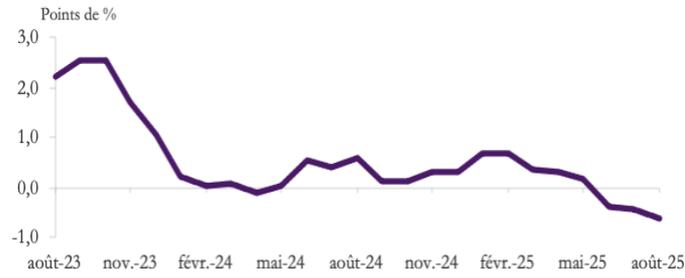
Prix relatifs* des biens transformés et des services (en glissement annuel)



(*) Il s'agit de l'écart entre le taux d'inflation des biens transformés/services et le taux d'inflation.

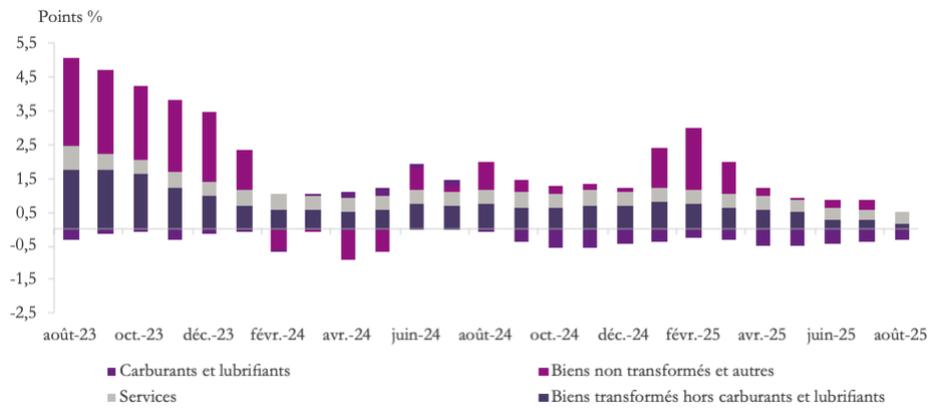
Sources : HCP et calculs de BAM

Ecart des taux d'inflation entre biens transformés et services (en glissement annuel)



Sources : HCP et calculs B.A.M.

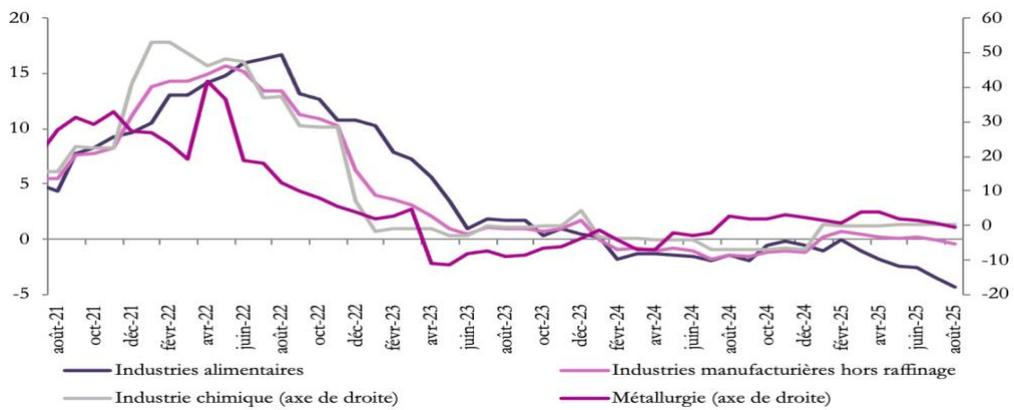
Contributions des biens et services à l'inflation



Sources : HCP et calculs de B.A.M.

Prix à la production industrielle

Indices des prix à la production manufacturière hors raffinage de pétrole (en pourcentage, en glissement annuel)



Source : HCP.

Dépôt légal : 2025 PE0039

BANK AL-MAGHRIB

Direction Etudes Economiques

Adresse postale : 277, Avenue Mohammed V - B.P. 445 - Rabat

Téléphone : +212 (0) 537 57 41 05

Email : dee@bkam.ma

Web : www.bkam.ma

بنك المغرب
بنك المغرب