



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 77 / 2025

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 16 DECEMBRE 2025

Dépôt légal : 2025PE0053

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

 @BankAlMaghrib

SOMMAIRE

PRÉAMBULE

COMMUNIQUÉ DE PRESSE	7
APERÇU GÉNÉRAL	11
1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX	18
1.1 Activité économique et emploi	18
1.2 Conditions monétaires et financières	20
1.3 Prix des matières premières et inflation	22
2. COMPTES EXTÉRIEURS	28
2.1 Balance commerciale	28
2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes	30
2.3 Compte financier	31
3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS	32
3.1 Conditions monétaires	32
3.2 Prix des actifs	36
4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE	39
4.1 Recettes ordinaires	39
4.2 Dépenses	40
4.3 Déficit et financement du Trésor	42
5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL	44
5.1 Demande intérieure	44
5.2 Demande extérieure	45
5.3 Offre globale	45
5.4 Marché du travail et capacités de production	46
6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION	49
6.1 Evolution de l'inflation	49
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation	51
6.3 Anticipations de l'inflation	51
6.4 Prix à la production	52
7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME	53
Synthèse	53
7.1 Hypothèses sous-jacentes	56
7.2 Projections macroéconomiques	60
7.3 Balance des risques	65
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	66
LISTE DES GRAPHIQUES	68
LISTE DES TABLEAUX	69
LISTE DES ENCADRÉS	70



بنك المغرب
بنك المغرب

PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

Le Wali, Président

Le Directeur Général

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

Mme Mouna CHERKAoui

M. Mohammed DAIRI

Mme Najat EL MEKKAoui

M. Larabi JAÏDI

M. Mustapha MOUSSAOUI

M. Fathallah OUALALOU

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

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 16 décembre 2025

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 16 décembre sa dernière réunion trimestrielle de l'année 2025.
2. Lors de cette session, il a d'abord salué l'engagement des différentes parties prenantes signataires, le 4 décembre courant, de la Charte relative au financement et à l'accompagnement des TPE. Il considère que celle-ci apporterait une contribution significative au développement de cette catégorie d'entreprises et renforcerait sa participation à l'investissement, à la création d'emplois et à la promotion d'un développement territorial intégré.
3. Le Conseil a ensuite examiné l'évolution de la conjoncture économique ainsi que les projections macroéconomiques à moyen terme de Bank Al-Maghrib. Il a relevé, au niveau international, un certain apaisement des tensions commerciales et la fin du blocage budgétaire américain, mais que le niveau d'incertitude reste élevé, en lien notamment avec l'évolution et les implications de la politique tarifaire américaine ainsi qu'avec la persistance des tensions géopolitiques. Dans ce contexte, et malgré une relative résilience au premier semestre, favorisée par l'effet d'anticipation des hausses tarifaires, l'économie mondiale devrait continuer de ralentir et ne connaîtrait d'amélioration qu'en 2027. De même, l'inflation poursuivrait sa décélération, avant de s'accélérer de nouveau en 2027, avec des évolutions hétérogènes d'une économie à une autre.
4. Au niveau national, le Conseil a relevé la performance remarquable des activités non agricoles ainsi que les signes de reprise sur le marché du travail. Cette dynamique devrait se maintenir à moyen terme, soutenue par l'effort d'investissement. Il s'est également arrêté sur les données de la Loi de Finances 2026 et de la Programmation Budgétaire Triennale 2026-2028 qui font ressortir une poursuite de la consolidation budgétaire et un allègement progressif de l'endettement du Trésor.
5. S'agissant de l'inflation, elle continue d'évoluer à des niveaux bas, ressortant à 0,8% en moyenne sur les dix premiers mois de 2025, sous l'effet notamment de l'amélioration de l'offre de certains produits alimentaires, en particulier l'huile d'olive, et de la baisse des prix des carburants et lubrifiants. Elle devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, s'accélérer graduellement pour converger vers des niveaux en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Ainsi, après un taux de 0,8% prévu pour l'ensemble de cette année, elle s'établirait à 1,3% en 2026 puis à 1,9% en 2027. Sa composante sous-jacente ressortirait à 0,7% cette année et l'année prochaine, avant de s'accélérer à 1,9% en 2027.
6. Pour ce qui est des anticipations d'inflation, elles restent bien ancrées. Les experts du secteur financier interrogés dans le cadre de l'enquête trimestrielle de Bank Al-Maghrib tablent au quatrième trimestre 2025 sur un taux moyen de 2% à l'horizon de 8 trimestres et de 2,2% à celui de 12 trimestres.

7. Sur le volet de la transmission des précédentes décisions du Conseil, la baisse des taux débiteurs assortissant les crédits bancaires au secteur non financier demeure partielle, le recul cumulé depuis le début de l'assouplissement monétaire en juin 2024 ressortant au troisième trimestre 2025 à 58 points de base (pb), contre 75 pb pour le taux directeur.
8. Tenant compte de l'ensemble de ces éléments, le Conseil a jugé que le niveau actuel du taux directeur reste approprié et a décidé de le maintenir inchangé à 2,25%. Au regard du niveau d'incertitude encore élevé en lien notamment avec la persistance des tensions géoéconomiques au plan international et les conditions climatiques au niveau interne, il continuera de suivre de près l'évolution de la conjoncture et de fonder ses décisions, réunion par réunion, sur la base des données les plus actualisées.
9. Sur les marchés internationaux des matières premières, les cours du pétrole poursuivraient leur tendance baissière, tirés par une offre importante émanant des pays de l'OPEP+ parallèlement à une croissance toujours faible de la demande mondiale. Le cours du Brent, en particulier, reculerait de 14,3% cette année à 68,4 dollars le baril en moyenne puis à 63,1 dollars en 2026 avant d'enregistrer une légère augmentation à 65,8 dollars en 2027. Pour ce qui est du phosphate brut d'origine marocaine, son prix devrait diminuer graduellement, passant de 214 dollars la tonne en 2024 à 182 dollars en 2027. Quant à ses dérivés, après une forte progression en 2025, leurs cours devraient se contracter à moyen terme, en lien notamment avec la hausse des capacités de production au niveau international et l'assouplissement attendu des restrictions de la Chine sur ses exportations. Ils reviendraient de 712 dollars la tonne en moyenne cette année à 641 dollars en 2027 pour le DAP, et de 521 dollars à 487 dollars pour le TSP. En revanche, après une baisse en 2024, les prix des produits alimentaires s'orienteraient à la hausse, l'indice FAO devant s'accroître de 4,8% en 2025, de 0,7% en 2026 et de 2% en 2027.
10. S'agissant de la croissance de l'économie mondiale, elle poursuivrait son ralentissement, revenant de 3,2% en 2024 à 3,1% cette année puis à 2,7% en 2026, avant une amélioration à 3% attendue en 2027. Dans les principales économies avancées, la croissance emprunterait des trajectoires divergentes. Elle décélérerait aux Etats-Unis de 2,8% en 2024 à 1,9% en 2025 et à 1,8% en 2026 et en 2027, impactée en particulier par les incertitudes engendrées par la politique tarifaire. Dans la zone euro, elle s'améliorerait de 0,8% en 2024 à un taux oscillant de 1,2% à 1,5% entre 2025 et 2027, soutenue par la consommation privée et la reprise de l'investissement. Au niveau des principaux pays émergents, la croissance ressortirait modérée mais régulière en Chine, se situant à près de 5% en 2025 et autour de 4,5% les deux années suivantes. En Inde, elle resterait vigoureuse, avec un rythme de 7,3% cette année, mais ralentirait à 6,1% en 2026, pâtissant de la hausse des tarifs américains, avant de se redresser à 6,7% en 2027.
11. Dans ce contexte, l'inflation poursuivrait sa baisse à l'échelle mondiale, revenant de 3,7% en 2024 à 2,9% en 2025 et en 2026, avant de remonter à 3,1% en 2027. Dans les grandes économies avancées, elle évoluerait à des niveaux proches de la cible de la BCE dans la zone euro, tandis qu'aux Etats-Unis, elle persisterait au-dessus de l'objectif de la FED, sous l'effet notamment du relèvement des tarifs douaniers, s'établissant à 2,8% en 2025 et à 3,1% en 2026 puis à 2,7% en 2027.

12. Concernant l'orientation des politiques monétaires dans les principales économies avancées, après 8 baisses opérées depuis juin 2024, la BCE a décidé, lors de sa réunion du 30 octobre, de maintenir, pour la troisième fois consécutive, ses taux inchangés. En revanche, constatant la hausse du chômage et l'accentuation des risques baissiers pesant sur les perspectives de l'emploi, la FED a réduit, à l'issue de sa réunion des 9 et 10 décembre, et pour la troisième fois d'affilée cette année, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 25 pb à [3,50%-3,75%]. Pour sa part, et après 3 baisses au cours des 10 premiers mois de 2025, la Banque d'Angleterre a décidé, le 5 novembre, de maintenir son taux inchangé à 4%.
13. Au niveau national, la croissance économique devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, marquer une accélération notable à 5% cette année et se consolider à 4,5% en moyenne au cours des deux prochaines années. En effet, après une augmentation de 5% en 2025, la valeur ajoutée agricole ressortirait, sous l'hypothèse d'un retour à des campagnes céréalières moyennes de 50 millions de quintaux, en hausse de 4% en 2026 et de 2% en 2027. Pour les activités non agricoles, la croissance resterait vigoureuse à la faveur en particulier de la forte dynamique de l'investissement, s'établissant à 5% cette année, à 4,8% en 2026 et à 4,5% en 2027.
14. Sur le volet des échanges extérieurs, les exportations augmenteraient de 4,5% en 2025, portées par l'amélioration des ventes de phosphate et dérivés à 108 milliards de dirhams, puis de 8,4% en 2026 et de 7,9% en 2027, en lien notamment avec la reprise prévue des expéditions de l'industrie automobile. Ces dernières, après une contraction cette année, connaîtraient une progression annuelle autour de 17% pour se situer à 208 milliards de dirhams en 2027. En parallèle, le rythme des importations resterait soutenu, tiré essentiellement par les acquisitions de biens d'équipement et de consommation, alors que la facture énergétique s'allégerait davantage en 2025 et en 2026, avant d'enregistrer une hausse en 2027 à 101 milliards de dirhams. De leur côté, les recettes de voyages maintiendraient leur performance notable pour atteindre près de 155 milliards de dirhams en 2027. Concernant les transferts des MRE, ils devraient s'accroître de 3,1% en moyenne annuelle entre 2025 et 2027 à 130 milliards de dirhams. Au total, le déficit du compte courant demeurerait contenu, ressortant à 1,8% du PIB en 2025 et resterait en deçà de 2% les deux années suivantes. De même, les flux d'investissements directs étrangers continueraient de se renforcer, avec des recettes annuelles équivalentes à 3,5% du PIB. Tenant compte des financements extérieurs prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib se raffermiraient graduellement pour atteindre 448 milliards de dirhams à fin 2027, assurant une couverture de près de 5 mois et demi d'importations de biens et services.
15. S'agissant des conditions monétaires, le besoin de liquidité bancaire se creuserait progressivement pour se situer à 158 milliards en 2027, en lien notamment avec la progression prévue de la circulation fiduciaire. Pour ce qui est du crédit bancaire accordé au secteur non financier, et tenant compte de l'évolution attendue de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, son rythme connaîtrait une accélération à 4,1% en 2025 et à 5% en 2026 et en 2027. Concernant la valeur du dirham, les évaluations trimestrielles réalisées par Bank Al-Maghrib, selon la dernière version de la

méthodologie utilisée au niveau international, indiquent qu'elle reste globalement alignée avec les fondamentaux économiques. Le taux de change effectif devrait s'apprécier de 2,2% en termes réels en 2025, résultat d'une hausse de sa valeur en termes nominaux, atténuée par un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux. Il se déprécierait ensuite de 2,8% en 2026 et de 0,5% en 2027.

16. Au plan des finances publiques, tenant compte de l'exécution budgétaire à fin octobre, des données de la Loi de Finances de 2026 et de la Programmation Budgétaire Triennale 2026-2028, les projections de Bank Al-Maghrib font ressortir une poursuite de la consolidation budgétaire à moyen terme. Le déficit hors produit de cession des participations de l'Etat devrait revenir de 3,9% du PIB en 2024 à 3,6% en 2025 puis à 3,4% en 2026 et en 2027.
17. Enfin, le Conseil a validé la stratégie de gestion des réserves de change et approuvé le budget de la Banque ainsi que le programme d'audit interne pour l'exercice 2026. Il a également arrêté les dates de ses réunions ordinaires au titre de la même année aux 17 mars, 23 juin, 22 septembre et 15 décembre.

APERÇU GENERAL

L'environnement international est marqué, au quatrième trimestre 2025, par une relative atténuation de l'incertitude, à la faveur notamment des avancées dans les négociations commerciales des Etats-Unis avec plusieurs de leurs principaux partenaires, dont la Chine, ainsi que de la fin du blocage budgétaire américain, après une paralysie d'une durée record de six semaines. Toutefois, la persistance des tensions géopolitiques et les hausses des droits de douane continuent de peser sur l'activité économique et sur ses perspectives.

Les dernières données des comptes nationaux relatives au troisième trimestre de 2025 font ressortir un ralentissement de **la croissance économique** à 1,4% en glissement annuel dans la zone euro, après 1,6% le trimestre précédent, avec des contrastes importants entre pays membres. Elle a ainsi décéléré de 3% à 2,8% en Espagne, s'est stabilisée à 0,3% en Allemagne et s'est accélérée de 0,7% à 0,9% en France et de 0,5% à 0,6% en Italie. Aux Etats-Unis, les données restent celles du deuxième trimestre et indiquent une amélioration modérée de la croissance à 2,1%, après 2% un trimestre auparavant. Pour ce qui est des autres économies avancées, le rythme de l'activité a ralenti de 1,9% au deuxième trimestre à 0,7% au troisième trimestre au Japon et de 1,4% à 1,3% au Royaume-Uni.

Dans les principaux pays émergents, les trajectoires ont été tout aussi différenciées. La croissance est en effet revenue de 5,2% au deuxième trimestre à 4,8% au troisième trimestre en Chine, de 2,4% à 1,8% au Brésil et de 4,9% à 3,7% en Turquie, alors qu'en Inde, elle s'est accélérée de 7,8% à 8,2%. En Russie, les données disponibles restent celles du deuxième trimestre et font ressortir un ralentissement à 1,1%, après 1,4% un trimestre auparavant.

Sur les **marchés du travail dans les économies avancées**, les signes de modération des pressions se multiplient, particulièrement aux Etats-Unis, les données du mois de septembre faisant ressortir une hausse mensuelle du taux de chômage à 4,4%, contre 4,3% en août, avec toutefois des créations d'emplois de 119 mille, après une perte de 4 mille. Dans la zone euro, le taux de chômage s'est stabilisé à 6,4% en octobre. Il est resté inchangé à 10,5% en Espagne, à 7,7% en France et à 3,8% en Allemagne, tandis qu'il a reculé de 6,2% à 6% en Italie.

Au niveau des marchés financiers, les performances ont été globalement positives sur les onze premiers mois de l'année, avec des gains de 10,7% pour le Dow Jones Industrials, de 9% pour l'Eurostoxx 50, de 8% pour le FTSE 100 et de 3,8% pour le Nikkei 225. Ces évolutions se sont accompagnées d'une augmentation de l'aversion au risque tant sur les marchés américains qu'européens, avec des accroissements, à fin novembre, à 17 pour l'indice VIX et à 20 pour le VSTOXX. Concernant les économies émergentes, le MSCI EM a enregistré une hausse de 10,3% sur les onze premiers mois de l'année, tirée notamment par le marché chinois.

S'agissant des **marchés obligataires souverains**, ceux des économies avancées ont connu des évolutions disparates entre janvier et novembre. Le taux à 10 ans a oscillé autour de 4,1% en moyenne pour les Etats-Unis, alors qu'il a progressé à 2,8% pour l'Allemagne, à 3,4% pour la France, à 3,2% pour l'Espagne

et à 3,4% pour l'Italie. Concernant les principales économies émergentes, ce taux est resté inchangé à 1,8% pour la Chine, a diminué à 13,7% pour le Brésil et à 6,5% pour l'Inde, tandis qu'il s'est accru à 29,2% pour la Turquie.

Sur les marchés de change, au cours des onze premiers mois de l'année, l'euro s'est apprécié de 7,6% par rapport au dollar, en lien notamment avec les inquiétudes entourant la politique commerciale américaine et, plus récemment, l'anticipation croissante d'une baisse de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux. Il a également augmenté de 3,9% vis-à-vis du yen japonais et de 3,2% face à la livre sterling. Concernant les monnaies des principales économies émergentes, elles ont connu des évolutions disparates par rapport au dollar, avec des dépréciations du renminbi chinois et du real brésilien et des appréciations de la roupie indienne et de la lire turque.

Sur le marché des matières premières, le cours du Brent a affiché, au cours des onze premiers mois de l'année, une baisse de 5,7% à 69,6 dollars le baril par rapport à décembre 2024, soit un recul de 14,4% en glissement annuel, en lien notamment avec la hausse de la production des pays de l'OPEP+. De même, les produits hors énergie ont vu leur prix diminuer de 1,6%, tirés en particulier par le recul des prix des produits agricoles. En comparaison annuelle, ils ressortent en accroissement de 2,7%, reflétant principalement les renchérissements de 3,8% pour les métaux et minerais et de 1,2% pour les produits agricoles. S'agissant du phosphate et dérivés, les cours du DAP et du TSP se sont accrus, au cours des onze premiers mois de l'année, de 21,5% à 690,5 dollars la tonne et de 21,7% à 581,2 dollars respectivement, alors que ceux du phosphate brut sont restés stables en moyenne à 152,5 dollars. En glissement annuel, les prix ressortent en appréciation de 22,6% pour le DAP et de 22,5% pour le TSP, tandis que ceux du phosphate brut sont restés inchangés.

Dans ce contexte, **l'inflation** est restée nettement au-dessus de l'objectif de la FED aux Etats-Unis, s'établissant à 3% en septembre, contre 2,9% en août. Dans la zone euro, elle s'est légèrement accélérée à 2,2% en novembre, contre 2,1% un mois auparavant, recouvrant notamment une hausse de 2,3% à 2,6% en Allemagne, une stabilisation à 0,8% en France, ainsi que des décélérations de 3,2% à 3,1% en Espagne et de 1,3% à 1,1% en Italie. Pour les autres principales économies avancées, l'inflation est revenue de 3,8% en septembre à 3,6% en octobre au Royaume-Uni et a progressé de 2,8% à 3% au Japon.

Concernant **l'orientation des politiques monétaires**, constatant la hausse du chômage et l'accentuation des risques baissiers pesant sur les perspectives de l'emploi, la **FED** a réduit, à l'issue de sa réunion des 9 et 10 décembre, et pour la troisième fois d'affilée cette année, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 25 points de base à [3,50%-3,75%]. En revanche, la **BCE** a décidé, à l'issue de sa réunion du 30 octobre, de maintenir inchangés ses trois taux d'intérêt directeurs, soit la troisième décision consécutive de statu quo après un total de huit baisses depuis juin 2024, indiquant que l'inflation se situe actuellement autour de l'objectif de 2%. Pour sa part, la **Banque d'Angleterre** a décidé, lors de sa réunion du 5 novembre, de maintenir inchangé pour la deuxième fois consécutive son taux directeur à 4% et ce, après un total de trois baisses depuis le début de 2025. Elle a indiqué que l'inflation est considérée comme ayant atteint son pic.

Au niveau national, les données des comptes nationaux relatives au deuxième trimestre indiquent une accélération de la croissance économique à 5,5%, après 3% le même trimestre un an auparavant. Cette évolution est le résultat d'une amélioration de 4,7%, contre 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. Du côté de la demande, sa composante intérieure y a contribué positivement à hauteur de 9,9 points de pourcentage, alors que la participation des échanges extérieurs est restée négative à 4,4 points.

Sur le marché du travail, et après la quasi-stabilité de l'emploi au deuxième trimestre 2025, la dynamique observée depuis le troisième trimestre 2024 semble reprendre. L'économie nationale a en effet enregistré, entre le troisième trimestre de 2024 et la même période de 2025, une création de 167 mille emplois, après 213 mille un an auparavant. A l'exception de l'agriculture qui a affiché une baisse de 47 mille emplois, les autres secteurs ont enregistré des hausses s'élevant à 94 mille dans les services, 90 mille dans le BTP et 29 mille dans l'industrie. Tenant compte d'une entrée nette de 112 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a reculé de 0,3 point à 43,3% et le taux de chômage est revenu de 13,6% à 13,1%.

Au plan des **comptes extérieurs**, les données relatives aux dix premiers mois de l'année 2025 font ressortir une poursuite de la dynamique des échanges de biens, une accélération du rythme de progression des recettes de voyages et une forte hausse des recettes d'IDE. Ainsi, les exportations ont augmenté de 2,6% à 385,2 milliards, et les importations de 9,4% à 682,2 milliards. Le déficit commercial s'est, en conséquence, creusé à 297 milliards de dirhams, et le taux de couverture est revenu à 56,5%, au lieu de 60,2% à fin octobre 2024. Les importations ont été tirées principalement par les hausses de 15,2% des biens d'équipement, de 12,7% des produits finis de consommation et de 6,4% des demi-produits, tandis que la facture énergétique s'est allégée de 4,4% à 91 milliards. Quant aux exportations, leur progression reflète essentiellement celle de 16,7% des ventes de phosphate et dérivés, les expéditions du secteur automobile s'étant, en revanche, contractées de 3,1% à 127,2 milliards. S'agissant des recettes de voyages, elles se sont élevées à 113,3 milliards de dirhams, en hausse de 16,7% par rapport à la même période de 2024, et les dépenses au même titre se sont accrues de 11,5% à 27,5 milliards. Quant aux transferts des MRE, ils ont affiché une hausse de 1,5% à 102,9 milliards. En ce qui concerne les principales opérations financières, les recettes d'IDE ont marqué une expansion de 28,2% à 45,4 milliards, alors que les investissements directs marocains à l'étranger ont diminué de 26,9% à 16,2 milliards.

A fin octobre 2025, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est renforcé à 431,6 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 23 jours d'importations de biens et services.

S'agissant des **conditions monétaires**, le besoin de liquidité des banques s'est creusé de 119,7 milliards de dirhams au troisième trimestre de 2025 à 128,5 milliards en moyenne en octobre et novembre. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté le volume de ses injections de 132,7 milliards à 143,2 milliards. S'agissant du taux de change effectif réel, il s'est apprécié de 0,4% au troisième trimestre de 2025 comparativement au trimestre précédent alors que le taux débiteur moyen global a connu une quasi-

stabilité à 4,85%, mais ressort en recul de 58 points depuis le début de l'assouplissement monétaire en juin 2024. En ce qui concerne le crédit bancaire au secteur non financier, son rythme d'accroissement annuel a connu une accélération de 3% au troisième trimestre à 3,6% en octobre, reflétant essentiellement celle de la progression des facilités de trésorerie accordées aux entreprises non financières publiques de 0,1% à 11,7%.

Sur le volet des finances publiques, l'exécution de la loi de finances au titre des dix premiers mois de 2025 s'est soldée par un déficit budgétaire de 60,3 milliards de dirhams, en creusement de 11,2 milliards comparativement à la même période en 2024. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 16% à 371,6 milliards, portées principalement par des hausses de 15,7% des rentrées fiscales et de 19,5% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 16,5% à 335,5 milliards, traduisant essentiellement des accroissements de 19,3% de celles de biens et services et de 23,6% de celles en intérêts de la dette, alors que les charges de compensation se sont repliées de 25,4%. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 36,1 milliards, au lieu de 32,3 milliards un an auparavant. Pour sa part, l'investissement a connu une hausse de 8,3% à 86,2 milliards, portant les dépenses globales à 421,7 milliards, en augmentation de 14,7%. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il est ressorti négatif à 10,2 milliards, après un solde négatif de 1,8 milliard. Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 12,7 milliards, le déficit de caisse s'est creusé à 73 milliards, contre 54,1 milliards à fin octobre 2024. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures nettes de 39,3 milliards et par un flux net extérieur de 33,7 milliards de dirhams. Ainsi, l'encours de la dette publique directe se serait accru de 6,2% à fin octobre 2025 par rapport à son niveau à fin décembre 2024.

Au niveau de la **Bourse de Casablanca**, le MASI s'est replié de 2% entre septembre et novembre, ramenant sa performance depuis décembre 2024 à 26,2%. Cette évolution reflète principalement des baisses de 3,1% pour l'indice des « Banques », de 8,3% pour « l'Agroalimentaire et Production », de 1,8% pour celui des « Bâtiments et matériaux de construction », de 6,4% pour l'« Electricité » et de 3,5% pour la « Santé ». En revanche, l'indice des « Services de transport » et celui de la « Participation et promotion immobilière » ont enregistré des hausses de 3,4% et 4%, respectivement. S'agissant du volume des échanges, il s'est établi à 14,8 milliards de dirhams en octobre et novembre, après 50,8 milliards au troisième trimestre 2025. Dans ce contexte, la capitalisation boursière est revenue à 984,9 milliards à fin novembre, en repli de 1,9% par rapport à fin septembre, mais demeure en hausse de 30,9% depuis le début de l'année.

Sur le **marché immobilier**, les transactions ressortent en augmentation de 14% au troisième trimestre 2025, après un repli de 4,1% au trimestre précédent, avec des accroissements de 15,7% pour les biens résidentiels, de 12% pour les biens à usage professionnel et de 9,3% pour le foncier. En parallèle, les prix ont augmenté de 1,1%, après une stagnation un trimestre auparavant, portés par des hausses de 1,5% pour le résidentiel, de 1,3% pour le foncier et de 0,3% pour les biens à usage professionnel.

Dans ce contexte, **l'inflation** est revenue de 0,4% en moyenne au troisième trimestre à 0,1% en octobre, ramenant sa moyenne au titre des dix premiers mois de l'année à 0,8%. Cette décélération reflète

principalement celle de l'inflation sous-jacente de 0,6% à 0,3%. En revanche, la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils s'est accélérée de 1,6% à 2,3% et le repli des prix des carburants et lubrifiants s'est atténué de 9,5% à 5,8%. Pour ce qui est des anticipations d'inflation, elles restent bien ancrées, les experts du secteur financier tablant au quatrième trimestre 2025 sur un taux moyen de 2% à l'horizon de huit trimestres, et de 2,2% à l'horizon des 12 prochains trimestres.

En termes de perspectives, la croissance de l'économie mondiale devrait ralentir en 2025 et en 2026, les facteurs temporaires ayant soutenu sa résilience au premier semestre de cette année devant s'estomper.

En effet, le rythme de l'activité économique devrait revenir à 3,1% cette année puis à 2,7% en 2026, puis se situerait à 3% en 2027. Aux Etats-Unis, la croissance atteindrait 1,9%, portée principalement par la résilience de la consommation des ménages et le dynamisme des investissements dans le domaine des technologies et de l'intelligence artificielle, avant de marquer un léger fléchissement à 1,8% en 2026 comme en 2027. Dans la zone euro, l'économie poursuivrait sa croissance à un rythme modéré pour atteindre 1,4% en 2025, 1,2% en 2026 puis 1,5% en 2027, soutenue par la vigueur de la consommation privée et la reprise de l'investissement, en particulier dans les secteurs de la défense et des infrastructures. Au Royaume-Uni, le rythme de l'activité afficherait une croissance de 1,4% en 2025, portée principalement par les dépenses publiques et par les exportations en anticipation des hausses tarifaires, avant de ralentir à 1,1% en 2026, puis reviendrait à 1,4% en 2027. Au Japon, le rythme de l'activité s'accélérait à 1,4% cette année, tiré par la hausse de la consommation et de l'investissement, ainsi que par la bonne performance des exportations observée au premier semestre. La croissance se modérerait à 0,9% en 2026 et à 0,8% en 2027, à mesure que l'impact des droits de douane américains se fera sentir.

Dans les principales économies émergentes, l'économie chinoise devrait terminer l'année avec une croissance annuelle de 4,9%. Pour ce qui est de ses perspectives, les dernières données indiquent des signes d'essoufflement, notamment un repli des ventes au détail et des exportations, alors que l'investissement continue de pâtir des difficultés persistantes du secteur immobilier. La croissance devrait ainsi décélérer à 4,4% en 2026 et à 4,6% en 2027. En Inde, l'activité resterait vigoureuse en 2025, avec un rythme de 7,3%, mais devrait ralentir à 6,1% en 2026 avant de s'établir à 6,7% en 2027. Quant au Brésil, la croissance décélérerait de 3% en 2024 à 2,4% en 2025, puis à 1,1% en 2026, en lien principalement avec l'orientation restrictive de la politique monétaire, et devrait rebondir à 2,3% en 2027. En Russie, la croissance enregistrerait une forte décélération à 0,7% en 2025, pénalisée notamment par les sanctions ciblant les compagnies pétrolières nationales et par la baisse des exportations de pétrole vers la Chine et l'Inde. Elle devrait ensuite ralentir à 0,5% en 2026 avant de se redresser à 1% en 2027.

Sur les **marchés des matières premières**, la tendance baissière des cours se maintiendrait, en raison d'une offre importante émanant des pays de l'OPEP+ et d'une croissance toujours faible de la consommation. Le prix du Brent en particulier devrait revenir de 79,8 dollars le baril en moyenne en 2024 à 68,4 dollars en 2025 puis à 63,1 dollars en 2026. Pour ce qui est du phosphate et dérivés marocains,

le cours du DAP Maroc devrait, selon les projections de la Commodities Research Unit, augmenter à 712 dollars en moyenne cette année, avant de baisser à 694 dollars en 2026 et à 641 dollars en 2027. Celui du TSP passerait de 521 dollars la tonne en 2025 à 502 dollars en 2026 puis 487 dollars en 2027. Quant au phosphate brut, son prix diminuerait à 211 dollars la tonne en 2025, à 195 dollars en 2026 puis à 182 dollars en 2027. S'agissant des denrées alimentaires, après un recul de 2% en 2024, l'indice FAO ressortirait en hausse de 4,8% en 2025, porté principalement par la progression des prix des huiles végétales et des viandes. Par la suite, il enregistrerait des augmentations plus modérées de 0,7% en 2026 et de 2% en 2027.

Dans ces conditions, **l'inflation** poursuivrait sa baisse à l'échelle mondiale, revenant de 3,7% en 2024 à 2,9% en 2025 et en 2026, avant de remonter à 3,1% en 2027. Dans la zone euro, malgré les hausses tarifaires et les perturbations des chaînes d'approvisionnement, l'inflation resterait autour de la cible de la BCE sur l'horizon de prévision, alors qu'aux Etats-Unis, elle resterait au-dessus de l'objectif de la Fed, passant de 3% en 2024 à 2,8% cette année, et à 3,1% en 2026, avant de décélérer à 2,7% en 2027.

Au niveau national, l'année 2025 serait marquée par une accélération du rythme de progression des échanges de biens et services, reflétant essentiellement des hausses de 4,5% des exportations et de 7,7% des importations, ainsi qu'une nette augmentation des recettes de voyages qui devraient terminer l'année avec une progression de 23% comparativement à 2024. Le déficit du compte courant s'établirait ainsi autour de 1,8% du PIB, après 1,2% en 2024. Par ailleurs, les recettes d'IDE culmineraient à l'équivalent de 3,4% du PIB contre 2,7% en 2024. Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 425,2 milliards de dirhams en 2025, soit l'équivalent de 5 mois et 16 jours d'importations de biens et services.

A moyen terme, les échanges commerciaux devraient continuer de se renforcer. Ainsi, les exportations augmenteraient de 8,4% en 2026 et de 7,9% en 2027, portées par la reprise prévue du segment de la construction automobile, dont les ventes atteindraient 83,4 milliards de dirhams en 2027, portant celles du secteur automobile dans sa globalité à 208,5 milliards. En outre, celles de phosphate et dérivés connaîtraient une progression de 3,9% en 2026, avant de se quasi-stabiliser en 2027 à 112,1 milliards de dirhams. Les importations devraient, pour leur part, s'accroître de 6,1% en 2026 puis de 8% en 2027, reflétant en particulier une forte progression des acquisitions de biens d'équipement, en lien avec la dynamique de l'investissement. La facture énergétique devrait, quant à elle, s'alléger de 8,4% en 2026 avant de s'accroître de 8,2% en 2027 à 100,5 milliards de dirhams. En parallèle, les recettes de voyages poursuivraient leur dynamique, avec des hausses de 5,4% en 2026 et de 6,1% en 2027 pour atteindre 154,7 milliards de dirhams. Concernant les transferts des MRE, ils devraient augmenter de 4,6% en 2026 et de 2,2% en 2027, pour s'établir à 130,2 milliards de dirhams. Ces évolutions contiendraient le déficit du compte courant à 1,5% du PIB en 2026 et à 1,9% en 2027. Les recettes d'IDE se situeraient, pour leur part, à l'équivalent de 3,5% du PIB à moyen terme.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve devraient se renforcer à 437,9 milliards à fin 2026 puis à 448,2 milliards à fin 2027, représentant une couverture de 5 mois et 10 jours puis 5 mois et demi d'importations de biens et services respectivement.

S'agissant des **conditions monétaires**, le déficit de liquidité bancaire devrait se creuser à 132,1 milliards de dirhams à fin 2025, à 146,8 milliards en 2026 et à 158 milliards en 2027, en lien notamment avec la progression des billets et monnaies en circulation. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte des réalisations, des projections de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, son rythme de progression devrait s'accélérer de 2,6% en 2024 à 4,1% en 2025 et autour de 5% en 2026 et 2027.

Au niveau des **finances publiques**, le déficit budgétaire s'atténuerait à 3,6% du PIB en 2025, avant de se stabiliser à 3,4% du PIB en 2026 et en 2027. Ces projections tiennent compte des données du PLF 2026, de la programmation budgétaire triennale (PBT) 2026-2028 et des nouvelles projections macroéconomiques de BAM. Elles intègrent également les actualisations des prévisions de clôture de l'exercice 2025 publiées par le MEF dans le document de la PBT de 2026-2028.

Pour ce qui est de **l'activité économique**, après une progression de 3,8% en 2024, la croissance devrait accuser une nette accélération pour se situer à 5% cette année, recouvrant, d'une part, une hausse de 5% de la valeur ajoutée agricole, et d'autre part, une amélioration de 5% de celle non agricole. A moyen terme, elle se consoliderait à 4,7% en 2026 puis à 4,3% en 2027, sous l'hypothèse d'un retour à des campagnes céréalières moyennes. Quant aux activités non agricoles, leur croissance devrait poursuivre son amélioration à 4,8% en 2026 puis à 4,5% en 2027. Du côté de la demande, sa composante intérieure continuerait de tirer la croissance alors que la participation des exportations nettes resterait négative.

Dans ce contexte, **l'inflation** ressortirait à 0,8% en 2025 avant de s'accélérer graduellement à 1,3% en 2026 puis à 1,9% en 2027. Sa composante sous-jacente ralentirait à 0,7% en 2025 et devrait évoluer au même rythme en 2026, avant de remonter à 1,9% en 2027.

Malgré la relative atténuation des tensions commerciales, les incertitudes entourant les perspectives de l'économie mondiale demeurent élevées et risquent de freiner le commerce international, de perturber les chaînes d'approvisionnement et, in fine, d'impacter l'inflation et de peser sur la croissance mondiale. À ces facteurs s'ajoutent les difficultés persistantes du secteur immobilier en Chine, l'alourdissement de la dette publique mondiale, ainsi que la persistance de pressions inflationnistes dans certaines grandes économies, notamment les Etats-Unis. Enfin, la persistance des conflits au Moyen-Orient et de la guerre en Ukraine pourrait fragiliser davantage l'activité économique mondiale et accentuer les tensions sur les chaînes d'approvisionnement, en particulier énergétiques.

Au niveau national, les principaux risques pesant sur l'activité économique restent liés à la récurrence des sécheresses et à l'aggravation du stress hydrique. En revanche, les chantiers lancés ou programmés dans le cadre de l'accueil de manifestations sportives internationales pourraient générer des effets d'entraînement plus importants et engendrer un rythme plus rapide de la croissance. Concernant l'inflation, bien qu'elle ait enregistré un repli au cours des derniers mois, les risques demeurent orientés à la hausse. Outre les facteurs externes, des conditions climatiques défavorables pourraient entraîner un renchérissement des denrées alimentaires.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Au quatrième trimestre 2025, l'environnement international a été marqué par la conclusion de nouveaux accords commerciaux entre les Etats-Unis et plusieurs partenaires, dont la Chine, contribuant ainsi à un apaisement relatif des tensions commerciales. Par ailleurs, la fin, le 12 novembre, du blocage budgétaire américain, après une paralysie record de six semaines, a réduit les incertitudes. Toutefois, la persistance des tensions géopolitiques, la volatilité des marchés financiers, ainsi que les inquiétudes relatives aux effets à moyen terme de la politique commerciale américaine ont continué de peser sur les perspectives économiques mondiales.

Dans ce contexte, les données disponibles indiquent un ralentissement de la croissance économique, en particulier dans la zone euro et en Chine. Elles révèlent également une légère accélération de l'inflation aux Etats-Unis, dans la zone euro, ainsi qu'en Chine. Sur les marchés du travail des économies avancées, les signes de détente se multiplient, comme en atteste la nouvelle progression du taux de chômage aux Etats-Unis. S'agissant des marchés financiers, le mois de novembre en particulier a été marqué par une forte volatilité des marchés boursiers américains, liée principalement aux inquiétudes croissantes concernant une surévaluation des segments technologiques et de l'intelligence artificielle. Enfin, sur les marchés des matières premières, le cours du Brent a reculé de 14,4% en glissement annuel sur les onze premiers mois de l'année, tandis que les produits hors énergie se sont globalement orientés à la hausse, tirés principalement par le renchérissement des métaux et minerais, et dans une moindre mesure par celui des produits agricoles.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Aux Etats-Unis, les données restent celles relatives au deuxième trimestre 2025¹ et font ressortir une hausse modérée de la croissance à 2,1% après 2% un trimestre auparavant, principalement soutenue par la vigueur continue des investissements liés à l'intelligence artificielle (IA). Dans la zone euro, le rythme de l'activité a ralenti à 1,4% au troisième trimestre contre 1,6% le trimestre précédent, avec toutefois des évolutions divergentes entre les pays membres. Ainsi, la croissance s'est accélérée de 0,7% à 0,9% en France et de 0,5% à 0,6% en Italie, s'est stabilisée à 0,3% en Allemagne, tandis qu'elle a décéléré de 3% à 2,8% en Espagne. Dans les autres grandes économies avancées, elle est revenue à 1,3% au Royaume-Uni au troisième trimestre après 1,4% un trimestre auparavant et à 0,7% au lieu de 1,9% au Japon sur la même période. Cette décélération intervient alors que le nouveau gouvernement japonais a approuvé, le

21 novembre, un vaste plan de relance d'environ 21 300 milliards de yens (montant équivalent à près de 117 milliards d'euros) pour stimuler la consommation des ménages, alléger l'impact de l'inflation et renforcer l'investissement dans des secteurs stratégiques tels que les semi-conducteurs, l'IA et la transition énergétique.

Dans les économies émergentes, le rythme de l'activité a ralenti au troisième trimestre en Chine à 4,8% après 5,2% au deuxième trimestre, en raison principalement d'une faible consommation, une contraction du secteur immobilier et un fléchissement de l'investissement. Il est à noter que les autorités ont dévoilé en octobre les priorités du prochain plan quinquennal (2026-2030)². Ce dernier met l'accent sur une croissance de haute qualité fondée sur l'innovation et l'autonomie technologiques, le rôle central du secteur

¹ L'estimation intermédiaire de la croissance économique américaine du troisième trimestre devait initialement être publiée le 30 octobre, mais le Shutdown avait entraîné son report. Seule l'estimation finale sera publiée le 19 décembre 2025.

² Les détails complets de ce plan devraient être dévoilés lors de la prochaine session annuelle du Parlement en mars 2026.

manufacturier, ainsi que sur la stimulation durable de la consommation et ce, tout en renforçant la résilience financière et la transition verte.

Concernant les autres principales économies émergentes, la croissance s'est accélérée en Inde de 7,8% au deuxième trimestre à 8,2% au troisième trimestre, tandis qu'elle a décéléré de 4,9% à 3,7% en Turquie et de 2,4% à 1,8% au Brésil. En Russie, les données restent celles relatives au deuxième trimestre et font ressortir un ralentissement du rythme de l'activité à 1,1% après 1,4% au premier trimestre.

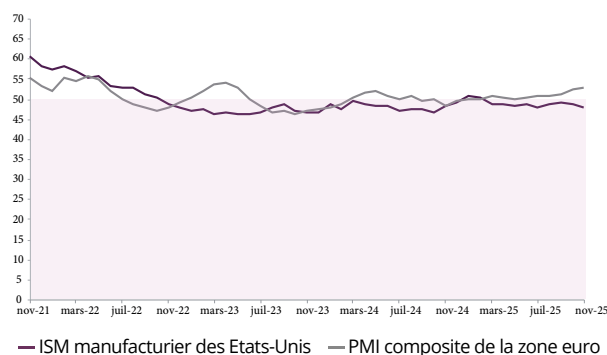
Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel (en %)

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

Source : Thomson Reuters Eikon et Eurostat.

Concernant les indicateurs avancés de l'activité, l'indice PMI composite de la zone euro s'est redressé à 52,8 en novembre contre 52,5 en octobre, tandis que l'ISM manufacturier américain s'est replié de 48,7 à 48,2 sur la même période.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

1.1.2 Marché de l'emploi

Sur les marchés du travail, les données de septembre font ressortir une nouvelle progression du taux de chômage aux Etats-Unis à 4,4% après 4,3% en août, accompagnée d'une hausse marquée des créations d'emplois de 119 mille postes après une destruction de 4 mille postes le mois précédent. Dans la zone euro, le taux de chômage s'est stabilisé à 6,4% en octobre. Ainsi, il est demeuré inchangé à 3,8% en Allemagne, à 7,7% en France et à 10,5% en Espagne, tandis qu'il a reculé de 6,2% à 6% en Italie. Au Royaume-Uni, les données de septembre indiquent une hausse du taux de chômage à 5%.

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

(en %)	2023	2024	2025		
			Août	Sept.	Oct.
Etats-Unis	3,6	4,0	4,3	4,4	N.D
Zone euro	6,6	6,4	6,4	6,4	6,4
France	7,3	7,4	7,7	7,7	7,7
Allemagne	3,1	3,4	3,7	3,8	3,8
Italie	7,7	6,5	6,0	6,2	6,0
Espagne	12,2	11,4	10,5	10,5	10,5
Royaume-Uni	4,1	4,3	4,8	5,0	N.D

Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

1.2.1 Décisions de politiques monétaires

La BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 30 octobre, de maintenir inchangés ses trois taux directeurs, soit la troisième décision consécutive de statu quo après un total de huit baisses depuis juin 2024, en indiquant que l'inflation se situe actuellement autour de l'objectif à moyen terme de 2% et que les perspectives restent globalement inchangées. Elle a également 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, la FED a décidé à l'issue de sa réunion des 9 et 10 décembre, d'abaisser, pour la troisième fois consécutive, de 25 points de base (pb) la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [3,50%-3,75%], compte tenu de la hausse du chômage et de l'accentuation des risques baissiers pesant sur les perspectives de l'emploi. Elle a indiqué que, selon les indicateurs disponibles, l'activité économique a progressé à un rythme modéré. Les créations d'emplois ont ralenti cette année et le taux de chômage a légèrement augmenté jusqu'à septembre. S'agissant de l'inflation, elle a augmenté depuis le début de l'année et demeure quelque peu élevée. Par ailleurs, la FED a annoncé la reprise des achats de titres du Trésor à court terme afin de maintenir un approvisionnement suffisant en réserves.

Pour sa part, la Banque d'Angleterre a maintenu, à l'issue de sa réunion du 5 novembre, son taux directeur à 4%, soulignant que les progrès en matière de désinflation sous-jacente se poursuivent, soutenus par l'orientation encore restrictive de la politique monétaire. De même,

la Banque du Japon a décidé, lors de sa réunion des 29 et 30 octobre de garder inchangé son taux directeur à 0,5%.

Pour ce qui est des principales économies émergentes, les Banques centrales de Chine³ et du Brésil ont maintenu leurs taux directeurs, lors de leurs dernières réunions datant de novembre et décembre, à 3% et 15% respectivement. A l'inverse, la Banque centrale de l'Inde a réduit son taux directeur de 25 pb à 5,25% en décembre. De même, celles de la Russie et de la Turquie, ont abaissé, à l'issue de leurs réunions d'octobre et décembre, leurs taux directeurs de 50 pb à 16,5% et de 150 pb à 38% respectivement.

1.2.2 Marchés financiers

Sur les marchés de change, l'euro s'est apprécié sur les onze premiers mois de l'année de 7,6% par rapport au dollar américain, pour s'établir à 1,16 dollar en moyenne en novembre. La monnaie américaine a en effet été affaiblie par la forte incertitude autour des politiques économiques de l'administration américaine depuis le début de l'année et plus récemment par l'anticipation d'une nouvelle baisse de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux en décembre. L'euro s'est également apprécié de 3,9% vis-à-vis du yen japonais et de 3,2% face à la livre sterling, sur la même période.

Concernant les monnaies des principales économies émergentes, elles ont affiché, au cours des onze premiers mois de l'année, des évolutions disparates par rapport au dollar avec des dépréciations pour le renminbi chinois (-1,1%) et le real brésilien (-8,3%), et des appréciations pour la roupie indienne (+2,1%) et la lire turque (+12%).

³ Le taux préférentiel à un an (« Loan Prime Rate »).

Graphique 1.2 : Evolution du taux de change euro/dollar

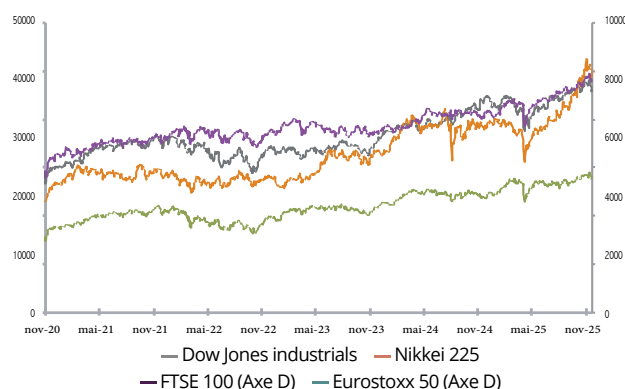
Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés boursiers des principales économies avancées, les performances ont été globalement positives sur les onze premiers mois de l'année. En Europe, les indices ont été soutenus par des conditions financières plus accommodantes. Aux Etats-Unis, malgré les fortes incertitudes entourant les politiques commerciale et budgétaire, les marchés ont bénéficié du dynamisme notable des valeurs technologiques et de l'IA, même si ces dernières ont montré des signes d'essoufflement en novembre. Au total, des gains de 9% ont été enregistrés pour l'Eurostoxx 50, de 10,7% pour le Dow Jones Industrials, de 8% pour le FTSE 100 et de 3,8% pour le Nikkei 225.

En particulier, le mois de novembre a été caractérisé par une forte volatilité sur les marchés actions américains, dans un contexte marqué par la paralysie budgétaire prolongée de l'administration fédérale. Cette instabilité a été exacerbée par la montée des craintes d'un essoufflement de l'engouement pour les valeurs technologiques et celles liées à l'IA, certains investisseurs redoutant désormais un risque accru de formation d'une bulle spéculative.

Au cours de la période allant du 13 au 21 novembre, cette appréhension s'est traduite par une correction significative des cours des principales capitalisations technologiques, notamment celles des « Sept Magnifiques ». Amazon et Tesla

ont enregistré des replis de près de 10 %, tandis que Nvidia et Microsoft ont cédé environ 7,7%. Les baisses ont été plus modérées pour Meta (-2,4%) et Apple (-0,7%). Cette correction apparaît toutefois comme un ajustement technique après la forte expansion des valorisations observée depuis le début de l'année. Les ratios prix/bénéfice (PER) ont en effet fortement progressé, atteignant début novembre des niveaux particulièrement élevés⁴, soit 59 pour Nvidia, 313 pour Tesla, 37 pour Apple, Amazon et Microsoft, 22 pour Meta, et 28 pour Alphabet. À partir de la dernière semaine de novembre, les cours de ces entreprises ont amorcé un rebond, suggérant que le mouvement correctif pourrait avoir été temporaire dans un contexte de dynamique haussière persistante des valeurs technologiques.

Graphique 1.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées

Source : Thomson Reuters Eikon.

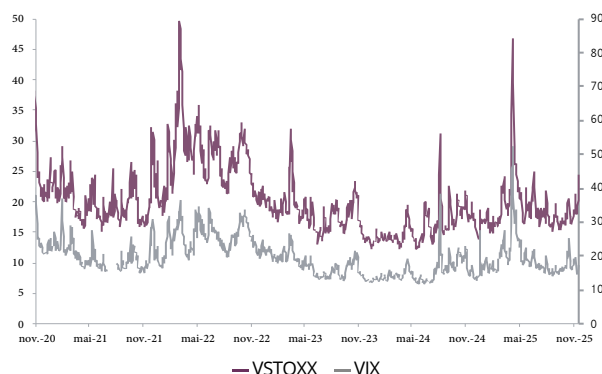
L'ensemble de ces évolutions s'est accompagné d'une augmentation de l'aversion au risque aussi bien sur les marchés financiers américains, l'indice VIX étant passé de 15 en décembre à 17 en novembre, avec un pic à 26,4⁵ le 20 novembre, qu'européens, le VSTOXX ayant progressé à 20 en novembre, contre 16 en décembre 2024. Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM

⁴ Comparativement à un PER moyen du S&P 500 se situant à 27,7 sur les onze premiers mois de 2025.

⁵ Deuxième pic le plus élevé de l'année, le premier de 52,3 ayant été atteint le 8 avril suite à la succession des décisions de hausses tarifaires décidées par l'administration américaine.

a enregistré une hausse de 10,3%, sur les onze premiers mois de l'année, avec notamment des accroissements de 18,3% du sous-indice chinois et de 5,4% pour celui du Brésil.

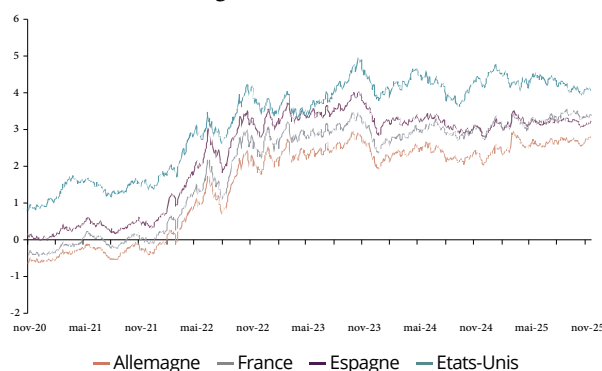
Graphique 1.4 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Source : Thomson Reuters Eikon.

Pour leur part, les marchés obligataires souverains des économies avancées ont connu des évolutions disparates. A l'issue des onze premiers mois de l'année, le taux à 10 ans s'est stabilisé à 4,1% pour les Etats-Unis, alors qu'il a augmenté à 2,8% pour l'Allemagne (+42 pb), à 3,4% pour la France (+33 pb), à 3,2% pour l'Espagne (+31 pb) et à 3,4% pour l'Italie (+26 pb), reflétant globalement les inquiétudes quant à la trajectoire de la politique budgétaire et les déficits publics. Pour les principales économies émergentes, ce taux est resté inchangé à 1,8% pour la Chine, a diminué de 91 pb à 13,7% pour le Brésil et de 27 pb à 6,5% pour l'Inde, alors qu'il s'est accru de 113 pb à 29,2% pour la Turquie.

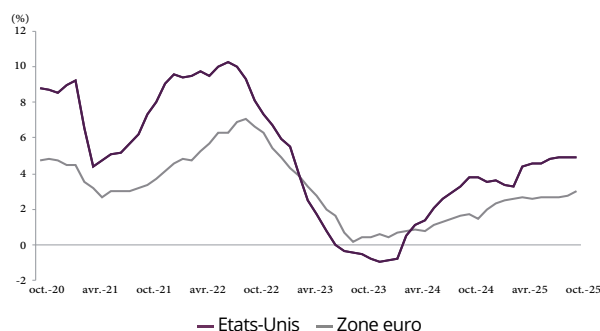
Graphique 1.5 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés monétaires, une baisse de 60 pb à 2%, sur les onze premiers mois de 2025, a été enregistrée pour l'EURIBOR à 3 mois et de 40 pb à 4,3% pour le SOFR. S'agissant du crédit bancaire, sa croissance s'est stabilisée, en glissement annuel, à 4,9% en octobre aux Etats-Unis, et s'est accélérée de 2,8% en septembre à 3,0% en octobre dans la zone euro.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

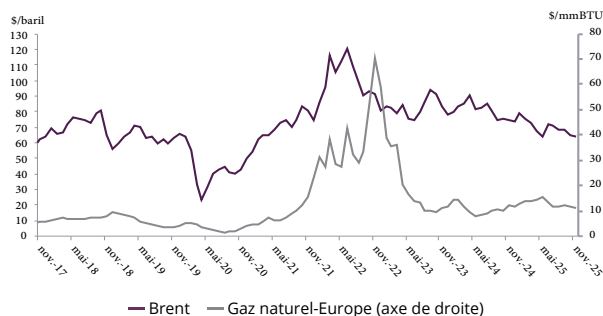
Sur le marché du pétrole, le prix du Brent en particulier a marqué, au cours des onze premiers mois de l'année⁶, une baisse moyenne de 5,7% à 69,6 dollars le baril, soit un repli de 14,4% en glissement annuel. Cette évolution s'explique principalement par une offre importante des pays de l'OPEP+⁷ et par une croissance modérée de la demande mondiale.

Sur le marché européen du gaz naturel, le cours a diminué de 12,1% sur les onze premiers mois de l'année, pour s'établir en moyenne à 12,2 \$/mmBTU, tandis qu'il a marqué une hausse de 13,9% par rapport à son niveau de l'année précédente.

⁶ Par rapport à décembre 2024.

⁷ Ceux-ci ayant décidé, à l'occasion de leurs trois dernières réunions mensuelles, d'augmenter la production de pétrole de 137 000 barils par jour pour les trois derniers mois de 2025, et de marquer une pause au premier trimestre de 2026.

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

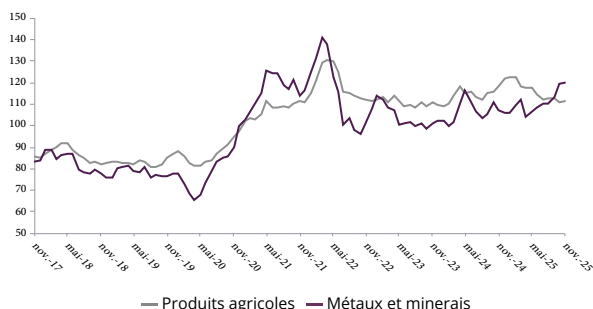


Source : Banque Mondiale.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Au cours des onze premiers mois de l'année, les prix des produits non énergétiques ont enregistré un recul moyen de 1,6% qui recouvre une baisse de 5,3% des cours des produits agricoles et une hausse de 4,6% de ceux des métaux et minerais. En glissement annuel, ils ressortent en accroissement global de 2,7%, avec des augmentations de 1,2% des prix des produits agricoles et de 3,8% de ceux des métaux et minerais. Pour ce qui est de l'or, il a continué de bénéficier de son statut de valeur refuge, affichant une hausse moyenne de 27% au cours des onze premiers mois de l'année, pour atteindre un prix moyen de 3363 dollars l'once, soit une augmentation de 42,2% en glissement annuel.

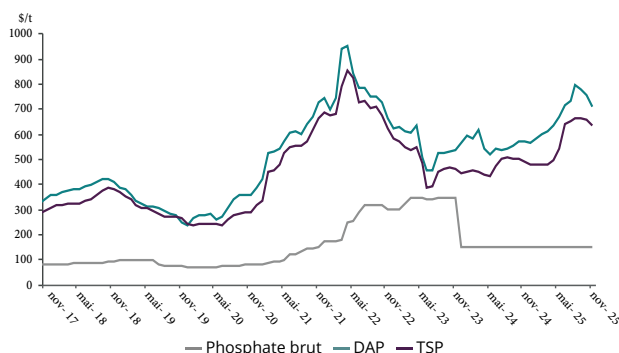
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie (2010=100)



Source : Banque Mondiale.

Concernant le phosphate et ses dérivés, les cours sont demeurés inchangés à 152,5 \$/t pour la roche au cours des onze premiers mois de l'année, tandis qu'ils ont progressé en moyenne de 21,5% à 690,5 \$/t pour le DAP, et de 21,7% à 581,2 \$/t pour le TSP. En glissement annuel, les prix ont enregistré une hausse de 22,6% pour le DAP et de 22,5% pour le TSP, alors que pour le phosphate brut, ils sont restés inchangés par rapport à l'année précédente.

Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés



Source : Banque Mondiale.

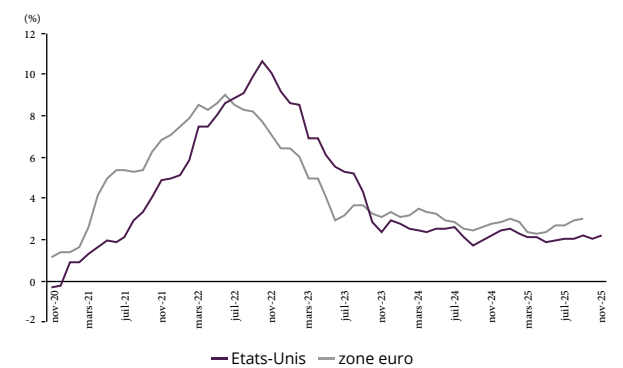
1.3.3 Inflation

Aux États-Unis, l'inflation annuelle est restée nettement au-dessus de l'objectif de la FED, s'accroissant à 3% en septembre après s'être établie à 2,9% en août. De même, dans la zone euro, elle a légèrement accéléré, passant de 2,1% en octobre à 2,2% en novembre. Cette évolution recouvre notamment une accélération de 2,3% à 2,6% en Allemagne, une stabilisation à 0,8% en France, ainsi que des ralentissements de 1,3% à 1,1% en Italie et de 3,2% à 3,1% en Espagne. Dans les autres principales économies avancées, l'inflation a décéléré de 3,8% en septembre à 3,6% en octobre au Royaume-Uni et a, en revanche, accéléré de 2,8% à 3% au Japon.

Dans les principales économies émergentes, l'inflation s'est à nouveau accélérée en Chine atteignant 0,7% en novembre après 0,2% en

octobre. Ailleurs, elle a ralenti de 7,7% en octobre à 6,6% en novembre en Russie et de 4,7% à 4,5% au Brésil sur la même période. En Inde, l'inflation a décéléré de 1,4% en septembre à 0,25% en octobre, soit le taux le plus bas jamais enregistré. Cette forte décélération est principalement due à une baisse marquée des prix alimentaires, notamment ceux des légumes, des fruits et des huiles, ainsi qu'à un effet de base favorable et aux réductions de la taxe sur les biens et services (GST)⁸.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

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

	2023	2024	2025		
			Sept.	Oct.	Nov.
Etats-Unis	4,1	3,0	3,0	N.D	N.D
Zone Euro	5,4	2,4	2,2	2,1	2,2
Allemagne	6,0	2,5	2,4	2,3	2,6
France	5,7	2,3	1,1	0,8	0,8
Espagne	3,4	2,9	3,0	3,2	3,1
Italie	5,9	1,1	1,8	1,3	1,1
Royaume-Uni	7,3	2,5	3,8	3,6	N.D
Japon	3,3	2,7	2,8	3,0	N.D

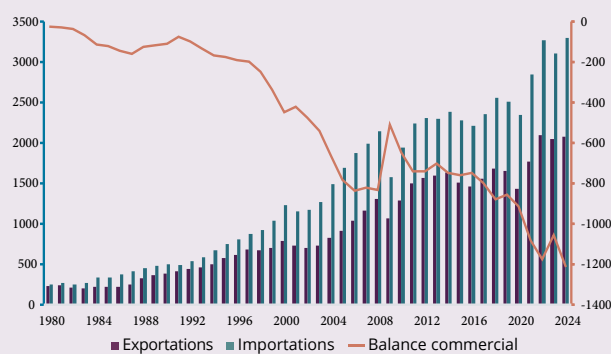
Sources : Thomson Reuters Eikon, Eurostat & FMI.

⁸ L'Inde ayant procédé, à partir de septembre 2025, à une refonte de son système de TVA local (Goods & Services Tax), pour la première fois en 8 ans. Les taxes ont été réduites sur des produits allant de ceux de première nécessité aux articles de luxe, afin de stimuler les dépenses de consommation pour toutes les catégories de revenus.

Encadré 1.1 : Le choc tarifaire américain de 2025 : une politique commerciale à portée mondiale

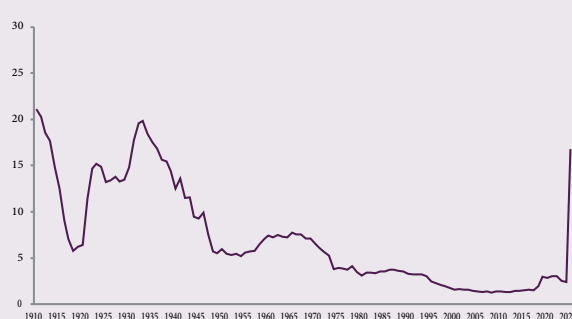
La politique commerciale mise en œuvre par la nouvelle administration américaine s'inscrit dans une dynamique de fragmentation géoéconomique croissante et de repli sur soi observée au cours des dernières années. Depuis son investiture en janvier 2025, le Président des Etats-Unis a consolidé et amplifié l'orientation protectionniste initiée lors de son premier mandat (2017-2020). Cette stratégie s'est traduite par l'adoption d'une série de hausses tarifaires¹ visant principalement la réduction du déficit commercial (graphique E.1.1.1) et le renforcement de la compétitivité de l'industrie nationale. Ces instruments tarifaires ont aussi été utilisés comme leviers de négociation pour traiter des questions jugées prioritaires par l'exécutif, telles que la gestion des flux migratoires, la lutte contre le trafic de stupéfiants et la préservation de la sécurité nationale.

Graphique E.1.1.1 : Balance commerciale des biens des Etats-Unis (en milliards de dollars)



Source : Statistiques du commerce du "Bureau of Economic Analysis".

Graphique E.1.1.2 : Taux effectif moyen des droits de douanes américains (en %)



Source : The Budget Lab at Yale, 17 novembre 2025.

Par conséquent, sur les onze premiers mois de l'année en cours, le taux tarifaire effectif moyen² appliqué aux importations américaines a connu une nette hausse, passant de 2,4% en janvier à 16,8% en novembre, soit le niveau le plus élevé depuis 1934 (graphique E.1.1.2). À ce jour, l'ensemble des mesures tarifaires introduites par l'administration américaine peut être structuré autour de trois principales catégories :

- *Tarif universel* (en vigueur depuis le 2 avril, désigné « jour de libération » par l'administration américaine). Un tarif de 10% s'applique à toutes les importations de biens, indépendamment du pays d'origine, et vient s'ajouter aux droits préexistants. Il est à noter que le Maroc fait partie des pays qui restent, à ce jour, soumis au seul tarif universel de 10%.
- *Tarif réciproque*³ (instauré le 7 août). La Maison Blanche a publié une liste d'environ 70 pays dont les importations se sont vues appliquer un droit de douane majoré pouvant atteindre 50%. À titre d'illustration, l'Inde fait l'objet d'un tarif de 50%, (initialement fixé à 25%, il avait été majoré de 25% en raison des achats de pétrole russe). Le Brésil se voit également appliquer un taux de 50%, motivé notamment par les poursuites judiciaires engagées contre l'ancien président Jair Bolsonaro, avec toutefois des exemptions pour des importations stratégiques (ex. avions civils, fer, pâte à papier, pétrole brut, gaz naturel et engrais). Le Canada et le Mexique sont soumis respectivement à des tarifs de 35% et de 25% pour les biens non couverts par l'Accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM).

¹ Ces mesures ont été invoquées sur trois bases légales principales : la Section 232 du Trade Expansion Act de 1962 (menaces à la sécurité nationale), la Section 301 du Trade Act de 1974 (pratiques commerciales déloyales), et l'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA, pour les urgences nationales).

² Ce taux est une mesure qui représente la moyenne pondérée des droits de douane réellement payés sur toutes les importations de biens aux États-Unis. Les produits ou les pays avec des volumes d'importation plus élevés ont un impact plus important sur le taux moyen global. Les pondérations commerciales sont basées sur les données d'importations de biens de 2024 et ne tiennent pas compte des changements potentiels de la dynamique commerciale en réponse aux hausses tarifaires, que ce soit en volume ou en prix. Source : « State of U.S. Tariffs », The Budget Lab at Yale university, estimations actualisées au 17 novembre 2025.

³ La réciprocité est prise dans son sens large, les Etats-Unis prennent en compte non seulement le taux appliqué par leurs partenaires commerciaux mais aussi les conditions commerciales globales : déséquilibres de la balance commerciale et autres barrières imposées aux exportations américaines.

- *Tarifs sectoriels transversaux.* Indépendamment de la provenance géographique, plusieurs filières considérées comme critiques font l'objet de droits spécifiques : 10% sur le bois, 25% sur les voitures et pièces détachées, 50% sur l'acier, l'aluminium et certains produits semi-finis ou à forte teneur en cuivre (le cuivre brut étant exempté).

L'adoption de ces mesures a incité un certain nombre de pays, à conclure des accords commerciaux bilatéraux avec les Etats-Unis, parmi lesquels⁴ :

- *L'Union européenne (juillet 2025).* Un tarif consolidé de 15% sur les importations provenant de l'UE, incluant les automobiles et produits pharmaceutiques, en échange du retrait des mesures de rétorsion appliquées par l'UE depuis avril 2025, de l'achat de 750 milliards de dollars d'énergie américaine et d'un engagement d'investissement cumulatif de 600 milliards de dollars sur le territoire américain d'ici 2028 (près de 7% du PIB de l'UE).
- *Le Japon (juillet 2025).* Application d'un tarif de 15%, y compris sur les exportations automobiles initialement taxées à 27,5%. Le Japon s'est engagé à investir 550 milliards de dollars d'ici 2028 dans les semi-conducteurs, l'automobile, les produits pharmaceutiques, les minéraux critiques et l'intelligence artificielle, ainsi qu'à assouplir ses restrictions sur les importations américaines (produits agricoles, aéronautique, équipements militaires).
- *Le Royaume-Uni (mai 2025).* Maintien du tarif réciproque de 10% sur la majorité des importations britanniques, avec exclusion du Royaume-Uni de l'augmentation généralisée des droits sur l'acier, l'aluminium et le secteur automobile. En contrepartie, le Royaume-Uni a accordé des facilités d'accès à son marché pour certains produits américains (éthanol, produits agricoles, notamment le bœuf).
- *La Chine⁵ (octobre 2025).* Après plusieurs mois de tensions marquées par des surtaxes américaines culminant à 130% en avril, des mesures de rétorsion chinoises et plusieurs périodes de trêve, les deux pays ont conclu un accord le 31 octobre. Du côté américain, l'accord prévoit la réduction des surtaxes « fentanyl » de 20% à 10%, ramenant le taux tarifaire effectif moyen de 57% à 47%. La Chine s'est, pour sa part, engagée à suspendre pendant un an les nouvelles mesures de contrôle des exportations de terres rares, de supprimer les contre-mesures tarifaires imposées depuis mars 2025, et d'acheter des produits agricoles américains (25 millions de tonnes de soja en 2026-2027-2028).

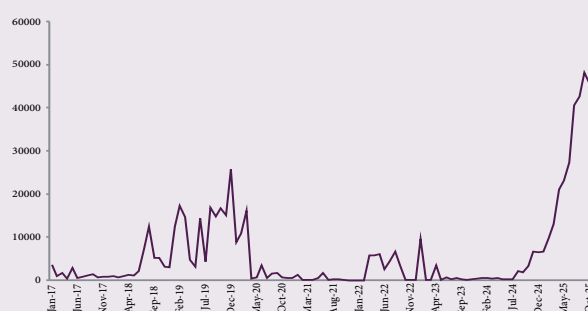
Les États-Unis ont également annoncé des accords avec plusieurs économies asiatiques - Corée du Sud (15%), Indonésie (19%), Vietnam (20 %), Philippines (19%) - et quatre pays d'Amérique latine (Argentine, Guatemala, Équateur, Salvador). Plus récemment, face à la hausse des prix intérieurs de certaines denrées agricoles, le Président a signé le 14 novembre un décret supprimant des droits introduits en avril concernant notamment le café, le thé, les bananes, la viande bovine et divers fruits tropicaux. A la même date, les États-Unis ont annoncé la conclusion d'un accord-cadre avec la Suisse et le Liechtenstein, réduisant les droits de douane américains sur les importations de 39% à 15%. En contrepartie, les entreprises suisses se sont engagées à investir 200 milliards de dollars aux Etats-Unis (essentiellement dans le secteur pharmaceutique) d'ici la fin 2028, dont au moins 67 milliards l'an prochain.

4 « Special analysis: Tariffs update », Global Projection model network, août 2025.

5 "Fact Sheet: President Donald J. Trump Strikes Deal on Economic and Trade Relations with China", site de la Maison Blanche, 1^{er} novembre 2025.

Ces accords bilatéraux présentent des caractéristiques inhabituelles, notamment la non-application de la clause de la nation la plus favorisée (selon laquelle un avantage commercial accordé à un partenaire doit être automatiquement étendu à tous les autres), ainsi que des engagements spécifiques en matière d'investissements et d'achats. Leur conclusion a certes permis d'écarter certains scénarios macroéconomiques extrêmes et a contribué à un apaisement relatif des tensions commerciales à court terme. Toutefois, leur durabilité demeure incertaine, les engagements exigés, notamment en matière d'investissements, atteignant des montants substantiels qui, dans certains cas (comme pour l'UE), apparaissent difficiles à concrétiser⁶. Quant à l'accord sino-américain, il reste temporaire, nombre de ses clauses n'excédant pas un horizon d'un an.

Graphique E.1.1.3 : Indice de l'incertitude commerciale mondiale



Source : World Uncertainty Index.

Plus globalement, le choc tarifaire induit par la politique commerciale américaine a secoué le système commercial mondial, le FMI évoquant une « réinitialisation du système », et a entraîné une hausse considérable de l'incertitude (graphique E.1.1.3) qui pèse sur les investissements et la consommation. Après l'augmentation des importations au premier semestre 2025 liée à l'anticipation du relèvement des tarifs américains, le commerce mondial devrait ralentir de 2,8% en 2024 à 2,4% en 2025 puis à 0,5% en 2026 selon l'OMC⁷. Les dernières projections d'octobre du FMI⁸ tablent également sur une décélération de l'économie mondiale de 3,3% en 2024 à 3,2% en 2025 et à 3,1% en 2026.

Ce choc tarifaire a par ailleurs contribué, parallèlement à d'autres facteurs (géopolitiques, sécurisation des chaînes d'approvisionnement, priorités industrielles nationales), à accélérer ou remettre à l'ordre du jour les négociations d'accords de libre-échange (ALE) bilatéraux et régionaux visant à renforcer l'intégration et l'accès aux marchés afin de préserver l'ouverture des échanges et d'assurer une meilleure prévisibilité. Parmi ceux conclus cette année figurent celui entre la Chine et l'ASEAN (octobre), le Canada et l'Indonésie (septembre), l'UE et l'Indonésie (septembre), l'UE et le Royaume-Uni (mai 2025), le Royaume-Uni et l'Inde (mai 2025). Plusieurs projets sont en cours, notamment entre l'UE et le Mercosur, l'UE et l'Inde, ou encore entre l'ASEAN et le Conseil de Coopération du Golfe. Cette dynamique pourrait se traduire par une reconfiguration significative des chaînes de valeur mondiales avec un renforcement du commerce intrarégional et inter-régions, alors que le corridor commercial US-Chine se resserre.

6 « Special analysis: Tariffs update », Global Projection model network, août 2025.

7 « Global Trade Outlook and Statistics Update », Organisation Mondiale du Commerce, octobre 2025.

8 « World Economic Outlook », Fonds monétaire international, octobre 2025.

2. Comptes extérieurs

Les données du commerce extérieur à fin octobre 2025 indiquent la poursuite de la dynamique des échanges de biens, du renforcement des recettes de voyages et la consolidation des transferts des MRE ainsi qu'une nette amélioration des recettes d'IDE comparativement à la même période une année auparavant. Ainsi, les importations se sont accrues de 9,4% à 682,2 milliards de dirhams et les exportations de 2,6% à 385,2 milliards. En conséquence, le déficit commercial de biens s'est creusé à 297 milliards et le taux de couverture s'est situé à 56,5% au lieu de 60,2% un an auparavant.

En parallèle, les recettes de voyages ont enregistré une hausse de 16,7% à 113,3 milliards et les transferts des MRE ont augmenté de 1,5% à 102,9 milliards. Pour ce qui est des principales opérations financières, les recettes d'IDE se sont élevées à 45,4 milliards de dirhams, contre 35,4 milliards sur la même période un an auparavant, et les investissements directs marocains à l'étranger ont reculé de 26,9% à 16,2 milliards.

À fin octobre 2025, l'encours des avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib s'est chiffré à 431,6 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 23 jours d'importations de biens et services.

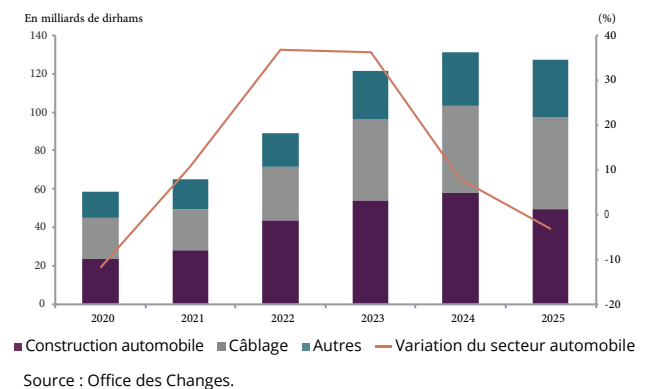
2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

L'amélioration des exportations résulte essentiellement d'une progression de 16,7% à 80,6 milliards des ventes de phosphates et dérivés, tirée par celles de 15,5% des « engrais naturels et chimiques » et de 33,9% du phosphate brut. De même, les ventes du secteur aéronautique ont poursuivi leur dynamique haussière, enregistrant une augmentation de 8,3% à 23,7 milliards, avec un accroissement de 8,4% à 15,4 milliards pour le segment de l'assemblage. Les exportations du secteur « agricole et agroalimentaire » ont, pour leur part, affiché une hausse de 1,1% à 71,3 milliards, recouvrant une amélioration de 7,3% à 33,5 milliards des ventes de produits agricoles et une contraction de 3,6% à 35,4 milliards de celles de l'industrie alimentaire.

En revanche, les exportations du secteur automobile ont accusé un repli de 3,1% à 127,2 milliards, en lien avec une diminution de 15% à 49,3 milliards des expéditions du segment de la « construction », celles du « câblage » ayant à l'inverse progressé de 5,5% à 47,9 milliards.

Graphique 2.1 : Exportations du secteur automobile à fin octobre



De même, les ventes du « textile et cuir » ont fléchi de 3,9% à 37,7 milliards, avec en particulier une baisse de 3,1% à 24,9 milliards pour les « vêtements confectionnés ».

Dans le même sens, les ventes du secteur « électronique et électricité » ont reculé de 8,6% à 13,9 milliards, reflétant une baisse des exportations de 40,4% à 3,9 milliards pour les « composants électroniques » qui n'a été que partiellement compensée par l'accroissement de 20,1% à 5,5 milliards des « fils et câbles ».

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

Secteurs/Segments	Jan. - Oct.		Variations	
	2025	2024	en valeur	en %
Exportations	385 205	375 389	9 816	2,6
Phosphates et dérivés	80 601	69 083	11 518	16,7
Engrais naturels et chimiques	59 227	51 284	7 943	15,5
Phosphates	8 247	6 161	2 086	33,9
Acide phosphorique	13 127	11 637	1 490	12,8
Aéronautique	23 652	21 837	1 815	8,3
Assemblage	15 430	14 235	1 195	8,4
Système d'interconnexion de câblage électrique	8 144	7 512	632	8,4
Agriculture et Agro-alimentaire	71 311	70 526	785	1,1
Agriculture, sylviculture, chasse	33 516	31 237	2 279	7,3
Industrie du tabac	1 088	1 132	-44	-3,9
Industrie alimentaire	35 373	36 711	-1 338	-3,6
Autres extractions minières	4 178	4 623	-445	-9,6
Autres minerais métallifères et déchets métalliques	37	196	-159	-81,1
Minerais de zinc	244	389	-145	-37,3
Marbres; granit; gypse et autres pierres	283	352	-69	-19,6
Electronique et Electricité	13 878	15 190	-1 312	-8,6
Composants électroniques	3 856	6 471	-2 615	-40,4
Appareils électr. pr téléphonie ou télégraphie par fil	1 615	1 675	-60	-3,6
Fils et câbles	5 540	4 614	926	20,1
Textile et Cuir	37 742	39 262	-1 520	-3,9
Vêtements confectionnés	24 875	25 684	-809	-3,1
Articles de bonneterie	7 136	7 664	-528	-6,9
Textile de maison	324	401	-77	-19,2
Automobile	127 209	131 271	-4 062	-3,1
Construction	49 340	58 062	-8 722	-15,0
Intérieur véhicules et sièges	8 176	7 707	469	6,1
Câblage	47 900	45 402	2 498	5,5
Autres industries	26 634	23 597	3 037	12,9
Métallurgie et travail des métaux	7 751	6 394	1 357	21,2
Industrie plastique et du caoutchouc	1 885	1 274	611	48,0
Industrie pharmaceutique	1 207	1 233	-26	-2,1

Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

La hausse des importations a concerné l'ensemble des principaux produits, à l'exception de ceux énergétiques dont la facture s'est allégée de 4,4% à 91 milliards de dirhams, en lien principalement avec une contraction de 9,2% à 43,5 milliards des approvisionnements en « gas-oils et fuel-oils ». Les acquisitions de biens d'équipement se sont accrues de 15,2% à 162,2 milliards, avec notamment des hausses de la valeur des acquisitions d'« avions et autres véhicules aériens » qui sont passées de 631 millions à 4,4 milliards ainsi que de leurs parties qui se sont accrues de 27,8% à 14,1 milliards.

Quant aux importations de biens de consommation, elles se sont renforcées de 12,7% à 168,6 milliards, reflétant particulièrement des augmentations de 37,2% des achats de « voitures de tourisme » et de 21% de ceux des « médicaments et autres produits pharmaceutiques ».

De même, les achats de produits bruts ont progressé de 36,9% à 36,8 milliards, traduisant essentiellement un accroissement de 79,5% des acquisitions de « soufres bruts et non raffinés », alors que les importations de demi-produits se sont élevées à 143,5 milliards, en hausse de 6,4%.

Concernant les achats de produits alimentaires, ils ont affiché une augmentation de 3,8% à 78,4 milliards, en relation avec un accroissement de 42,1% des achats d'« animaux vivants ». Les approvisionnements en blé ont, à l'inverse, diminué de 3,2% à 14,5 milliards.

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

Groupements d'utilisation	Jan. - Oct.		Variations	
	2025	2024	en valeur	en %
Importations	682 157	623 580	58 577	9,4
Biens d'équipement	162 164	140 781	21 383	15,2
Avions et autres véhicules aériens ou spatiaux	4 427	631	3 796	-
Parties d'avions et d'autres véhicules aériens	14 074	11 012	3 062	27,8
Voitures utilitaires	8 196	5 360	2 836	52,9
Produits finis de consommation	168 607	149 666	18 941	12,7
Voitures de tourisme	32 120	23 403	8 717	37,2
Médicaments et autres produits pharmaceutiques	10 713	8 856	1 857	21,0
Sièges, meubles, matelas et articles d'éclairage	5 531	4 675	856	18,3
Produits bruts	36 845	26 907	9 938	36,9
Soufres bruts et non raffinés	12 859	7 164	5 695	79,5
Huile de soja brute ou raffinée	5 700	4 504	1 196	26,6
Ferraille, déchets et autres minerais	4 412	3 509	903	25,7
Demi produits	143 535	134 854	8 681	6,4
Produits chimiques	15 334	13 522	1 812	13,4
Matières plastiques et ouvrages divers en plastique	19 023	17 850	1 173	6,6
Fils, barres et profilés en cuivre	9 660	8 562	1 098	12,8
Produits alimentaires	78 354	75 468	2 886	3,8
Animaux vivants	5 802	4 084	1 718	42,1
Maïs	6 303	5 601	702	12,5
Café	2 351	1 978	373	18,9
Blé	14 495	14 973	-478	-3,2
Produits énergétiques	91 020	95 209	-4 189	-4,4
Gas-oils et fuel-oils	43 498	47 918	-4 420	-9,2
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	16 573	17 259	-686	-4,0
Energie électrique	1 927	1 394	533	38,2

Source : Office des Changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

Concernant la balance des services, son solde excédentaire s'est amélioré de 10,2% à 129,2 milliards, résultat de progressions de 9,6% des exportations et de 9% des importations.

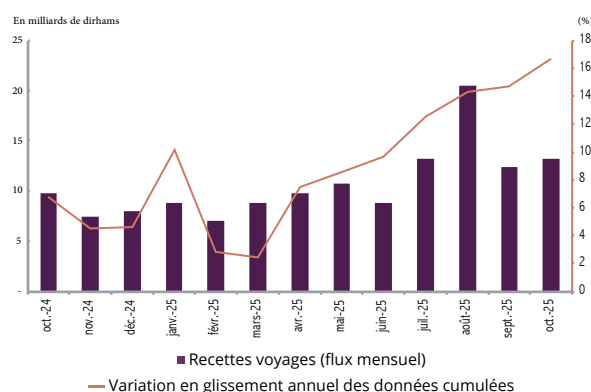
Tableau 2.3 : Balance des services (en millions de dirhams)

	Janvier - Octobre		Variation	
	2025	2024	en valeur	en %
Importations	128 087	117 464	10 623	9,0
Exportations	257 279	234 651	22 628	9,6
Solde	129 192	117 187	12 005	10,2

Source : Office des Changes.

En particulier, les recettes de voyages ont poursuivi leur bonne performance avec une expansion de leur flux en octobre de 35% comparativement à octobre 2024. Leur cumul sur les dix premiers mois est ainsi ressorti à 113,3 milliards, en augmentation de 16,7%. Les dépenses au même titre se sont, pour leur part, accrues de 11,5% à 27,5 milliards.

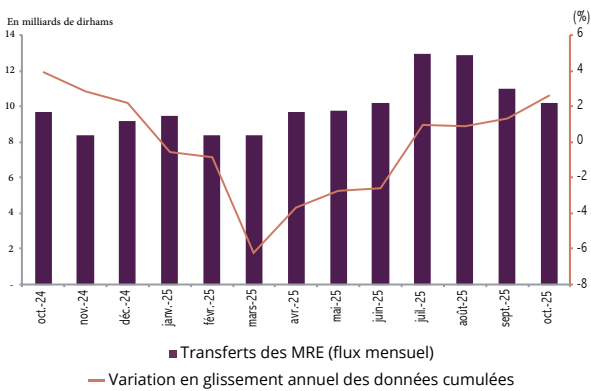
Graphique 2.2 : Evolution mensuelle des recettes de voyages



Source : Office des Changes.

Pour ce qui est des transferts des MRE, ils ont progressé de 1,5% à 102,9 milliards de dirhams.

Graphique 2.3 : Evolution mensuelle des transferts des MRE



Source : Office des Changes.

2.3 Compte financier

S'agissant des opérations financières, le flux net des IDE a connu une hausse de 39,4% à 27,1 milliards de dirhams, tirée par celle de 28,2% des recettes à 45,4 milliards. En revanche, le flux net des investissements directs marocains à l'étranger s'est replié de 39% à 4,4 milliards, résultat de contractions de 26,9% à 16,2 milliards de ces investissements et de 21,2% à 11,9 milliards des cessions.

Au titre des dix premiers mois de l'année, l'encours des avoirs officiels de réserve a atteint 431,6 milliards de dirhams, représentant ainsi l'équivalent de 5 mois et 23 jours d'importations de biens et services.

Tableau 2.4 : Investissements directs
(en millions de dirhams)

	Janvier - Octobre		Variation	
	2025	2024	en valeur	en %
Investissements directs étrangers	27 067	19 415	7 652	39,4
Recettes	45 402	35 428	9 974	28,2
Dépenses	18 335	16 013	2 322	14,5
Investissements directs marocains à l'étranger	4 358	7 142	-2 784	-39,0
Dépenses	16 208	22 186	-5 978	-26,9
Recettes	11 850	15 044	-3 194	-21,2

Source : Office des Changes.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHE DES ACTIFS

Au cours du troisième trimestre de 2025, les conditions monétaires ont été caractérisées par une quasi-stabilité du taux débiteur moyen global à 4,85% et une appréciation du taux de change effectif réel de 0,4%. S'agissant du crédit bancaire au secteur non financier, son rythme d'accroissement annuel est passé de 3% au troisième trimestre à 3,6% en octobre, reflétant essentiellement l'accélération de la progression des facilités de trésorerie accordées aux entreprises non financières publiques de 0,1% à 11,7%. Pour ce qui est des autres contreparties de la masse monétaire, les avoirs officiels de réserve se sont accrus de 19,6% en octobre contre 14,1% au troisième trimestre et les créances nettes sur l'administration centrale ont progressé de 0,3% après 1,4%. Au total, la masse monétaire est ressortie en hausse annuelle de 7,4% en octobre après 7,8% au troisième trimestre.

Sur le marché immobilier, les transactions ressortent en augmentation de 14% au troisième trimestre 2025, après un repli de 4,1% au trimestre précédent, avec des accroissements de 15,7% pour les biens résidentiels, de 12% pour les biens à usage professionnel et de 9,3% pour le foncier. En parallèle, les prix ont augmenté de 1,1%, après une stagnation un trimestre auparavant, portés par des hausses de 1,5% pour le résidentiel, de 1,3% pour le foncier et de 0,3% pour les biens à usage professionnel.

Au niveau de la Bourse de Casablanca, les MASI s'est replié de 2% en novembre, ramenant sa performance depuis décembre 2024 à 26,2%. Dans ce contexte, la capitalisation boursière est revenue à 984,9 milliards de dirhams à fin novembre, en repli de 1,9% par rapport à fin septembre mais demeure en hausse de 30,9% depuis le début de l'année.

3.1 Conditions monétaires

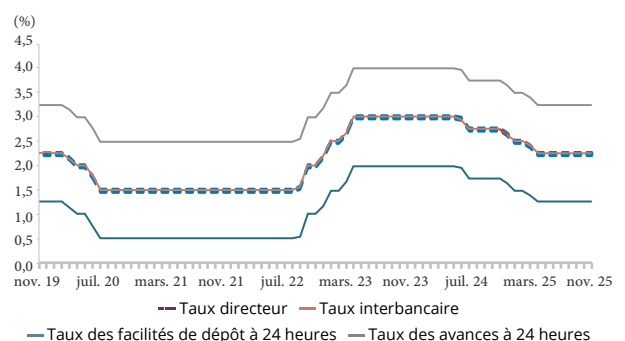
3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Le déficit de liquidité des banques s'est creusé de 119,7 milliards de dirhams au troisième trimestre à 128,5 milliards en moyenne en octobre et novembre.

Ainsi, Bank Al-Maghrib a porté le volume de ses injections à 143,2 milliards, après 132,7 milliards au troisième trimestre, réparti principalement entre des avances à 7 jours à hauteur de 67,5 milliards, des pensions livrées pour un montant de 42,6 milliards et des prêts garantis, accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME, pour un montant de 33 milliards.

Ces évolutions se sont accompagnées d'un allongement de la durée moyenne des interventions de la Banque de 24,7 jours à 39,4 jours. Dans ces conditions, le taux interbancaire est demeuré aligné sur le taux directeur.

Graphique 3.1 : Taux interbancaire (données quotidiennes)

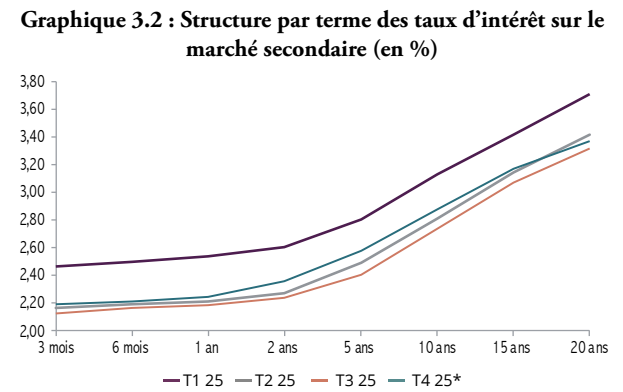


Sur le marché des bons du Trésor, les taux se sont globalement orientés à la hausse en moyenne en octobre et novembre en comparaison avec le troisième trimestre de l'année, et ce, aussi bien sur le compartiment primaire que secondaire.

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

	2024		2025			
	T3	T4	T1	T2	T3	T4*
26 semaines	2,70	2,58	2,45	2,09	1,94	2,08
52 semaines	2,74	2,59	2,54	2,02	2,02	2,20
2 ans	2,85	2,71	2,60	2,20	2,24	2,39
5 ans	3,11	2,94	2,84	2,46	2,39	2,58
10 ans	3,48	3,25	3,17	2,80	2,72	2,74
15 ans	3,74	3,54	3,45	3,12	3,07	3,13

*Moyenne des données d'octobre et novembre.



*Moyenne des données d'octobre et novembre.

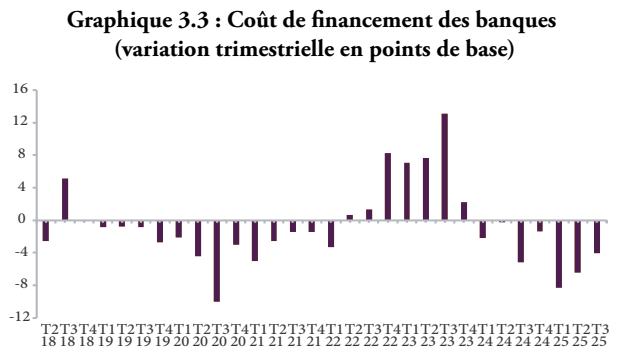
Au niveau du marché des titres de créances négociables, les taux des émissions des certificats de dépôt ont légèrement augmenté au troisième trimestre par rapport au trimestre précédent. Pour ce qui est des taux créditeurs, ils ont connu des baisses trimestrielles, en moyenne, de 5 points de base (pb) à 2,40% pour les dépôts à 6 mois et de 29 pb à 2,51% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement des banques¹ a reculé de 4 pb d'un trimestre à l'autre.

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

En octobre, et par rapport au troisième trimestre, les taux créditeurs ont enregistré une augmentation de 38 pb à 2,78% pour les dépôts à 6 mois et de 20 pb à 2,71% pour ceux à un an.

Tableau 3.2 : Taux créditeurs (en %)

	2024			2025			
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	Oct.
6 mois	2,56	2,77	2,45	2,53	2,45	2,40	2,78
12 mois	3,06	2,60	2,88	2,78	2,80	2,51	2,71



En ce qui concerne les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au troisième trimestre de 2025 indiquent une quasi-stabilité d'un trimestre à l'autre du taux moyen global à 4,85%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les crédits aux particuliers ont reculé de 6 pb à 5,71%, avec notamment un repli de 4 pb à 4,64% pour les prêts à l'habitat et une quasi-stabilité à 6,89% pour ceux à la consommation. Pour les taux appliqués aux crédits aux entreprises non financières, ils ont augmenté de 2 pb à 4,74%, recouvrant une hausse de 8 pb à 4,72% pour les facilités de trésorerie ainsi que des replis de 34 pb à 4,48% pour les prêts à l'équipement et de 10 pb à 5,37% pour ceux à la promotion immobilière. Par taille d'entreprises, les baisses ont été de 3 pb à 4,64% pour les grandes entreprises et de 2 pb à 5,41% pour les TPME.

Tableau 3.3 : Taux débiteurs (en %)

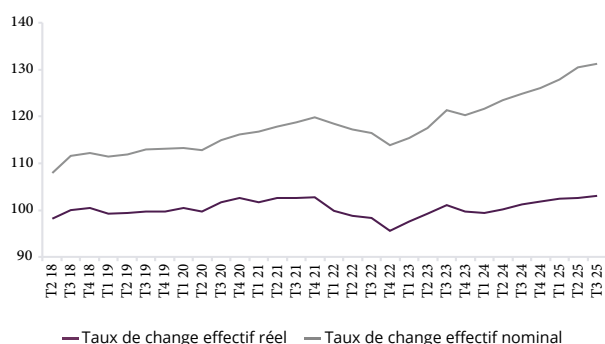
	2024			2025		
	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Taux global	5,43	5,21	5,08	4,98	4,84	4,85
Particuliers	5,89	5,91	5,79	5,96	5,77	5,71
Crédits immobiliers	4,79	4,76	4,75	4,74	4,68	4,64
Crédits à la consommation	7,03	7,06	6,99	7,13	6,88	6,89
Entreprises	5,37	5,12	5,00	4,84	4,72	4,74
Crédits de trésorerie	5,38	5,06	4,99	4,73	4,64	4,72
Crédits à l'équipement	4,99	5,24	4,98	5,14	4,82	4,48
Crédits immobiliers	5,69	5,68	5,18	5,48	5,47	5,37

3.1.2 Marché des changes

Sur le marché des changes, l'euro a connu une appréciation de 3% face au dollar américain en moyenne au troisième trimestre de 2025 par rapport au trimestre précédent. Ainsi, la valeur du dirham s'est dépréciée de 0,6% contre l'euro et s'est appréciée de 2,4% vis-à-vis du dollar américain.

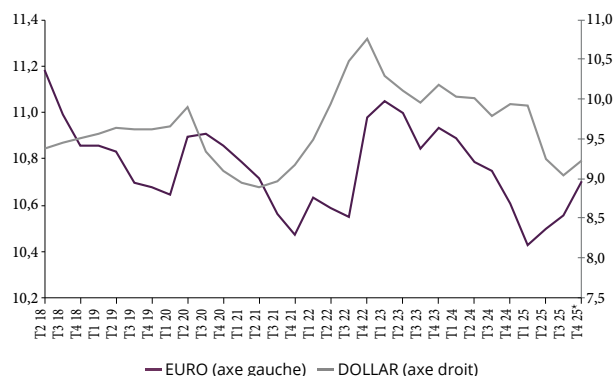
Face aux devises des principaux pays émergents, la monnaie nationale a enregistré, entre le deuxième et le troisième trimestres de 2025, des appréciations de 7,7% contre la livre turque, de 1,3% face au yuan chinois et de 1,4% vis-à-vis de la livre sterling. En conséquence, et compte tenu du différentiel d'inflation entre le Maroc et ses principaux partenaires et concurrents commerciaux, le taux de change effectif est ressorti en appréciation de 0,5% en termes nominaux et de 0,4% en termes réels.

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



Les données relatives aux mois d'octobre et novembre indiquent une dépréciation de l'euro face au dollar américain de 0,7% en moyenne comparativement au troisième trimestre. Dans ces conditions, le dirham s'est déprécié de 2,1% vis-à-vis du dollar américain et de 1,4% contre l'euro.

Graphique 3.5 : Taux de change du dirham



*Moyenne des données d'octobre et novembre.

Pour ce qui est du volume des transactions, le montant des échanges de devises contre dirhams sur le marché interbancaire s'est chiffré à 30,1 milliards de dirham en octobre, en hausse de 46,5% par rapport au troisième trimestre de 2025. Concernant les opérations au comptant des banques avec leur clientèle, elles ont augmenté de 12,8% à 42,8 milliards pour les achats de la clientèle et de 3,6% à 36,5 milliards pour leurs ventes. Quant aux opérations à terme, elles ont totalisé 20,7 milliards pour les achats, en hausse de 17,1%, et 5,8 milliards pour les ventes, en progression de 66,4%.

3.1.3 Situation monétaire²

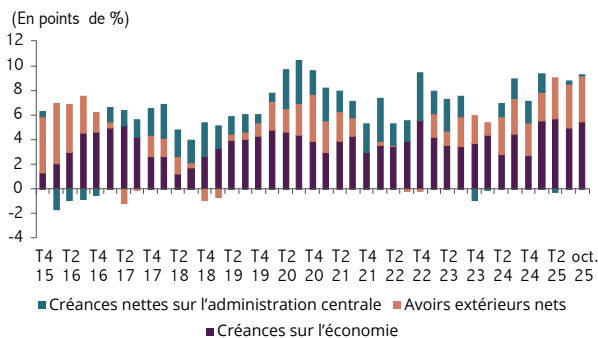
L'agrégat M3 s'est accru de 7,4% en octobre après 7,8% au troisième trimestre de 2025. Par principales composantes, ce ralentissement traduit principalement celui de la progression des titres OCPVM monétaires de 24,1% à 9,1%. En revanche, la circulation fiduciaire a augmenté de 11,7% après 9,8% au troisième trimestre.

² Les données trimestrielles représentent les encours en fin de période et les évolutions sont en glissement annuel.

Concernant les dépôts à terme, ils ont enregistré une hausse de 1,4% après un repli de 1,1% et les dépôts en devises ont connu une atténuation de leur recul de -4% à -1,4% en octobre 2025. Quant aux rythmes d'accroissement des dépôts à vue et des comptes d'épargne, ils se sont quasi-stabilisés à 10,2% et 1,9% respectivement.

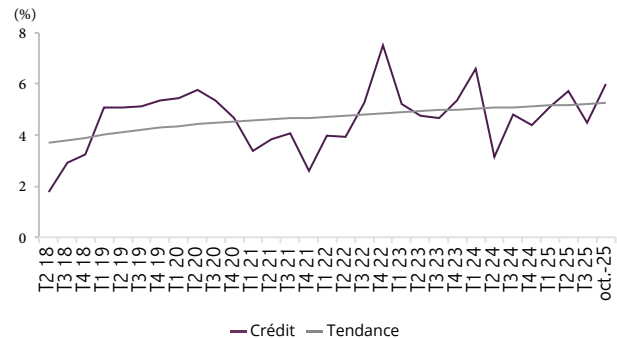
Par principales contreparties, l'évolution de la masse monétaire est le résultat de la décélération du rythme d'accroissement des créances nettes sur l'administration centrale de 1,4% à 0,3% qui a plus que contrebalancé les hausses du crédit bancaire et des avoirs officiels de réserve de 6% et 19,6% respectivement après celles de 4,5% et 14,1% au troisième trimestre de l'année.

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



En particulier, le crédit bancaire au secteur non financier a augmenté de 3,6% en octobre après 3% au troisième trimestre, résultat des accélérations de 6,4% à 11% des concours aux entreprises publiques et de 0,8% à 1,4% des prêts aux entreprises privées ainsi que de 2,9% à 3,1% de ceux destinés aux ménages.

Graphique 3.7 : Crédit bancaire (variation en glissement annuel)

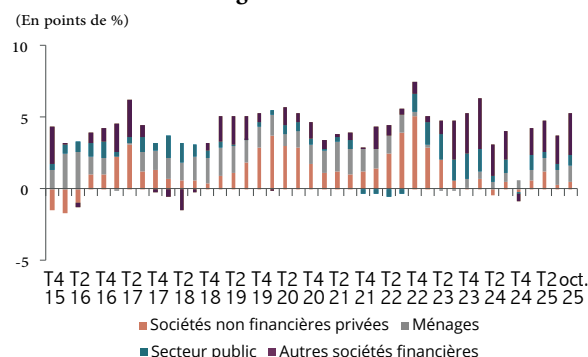


L'évolution des concours aux sociétés non financières publiques est le résultat de l'accélération du rythme de croissance des facilités de trésorerie de 0,1% à 11,7% en octobre, tandis que les prêts à l'équipement ont augmenté de 16,5% après 18% au troisième trimestre.

Pour ce qui est des prêts aux sociétés non financières privées, leur évolution reflète l'accélération de 15,9% à 17% de la progression des crédits à l'équipement, l'atténuation du repli de 9,3% à 9% des facilités de trésorerie, alors que les prêts destinés à la promotion immobilière ont connu une décélération de 5,4% à 5,2%.

Concernant les prêts aux particuliers, leur progression est passée de 3,2% à 3,3%, avec des accélérations de 2,6% à 2,8% pour les crédits à l'habitat et de 4,2% à 4,5% pour ceux à la consommation. De même, les concours aux entrepreneurs individuels ont connu une atténuation de leur repli de 3,7% à 1,8%.

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



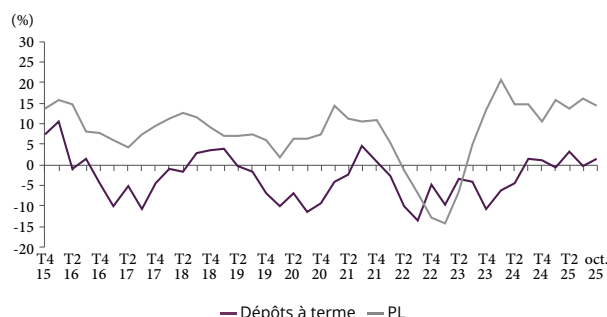
Par branche d'activité, les données relatives au troisième trimestre de 2025 font ressortir des augmentations annuelles des crédits octroyés aux entreprises de 7,1% pour le secteur de l'« Electricité, gaz et eau », de 4,8% pour celui des « Bâtiment et travaux publics » et de 4,9% pour la branche « Commerce, réparations automobiles et d'articles domestiques ». En revanche, les crédits aux entreprises se sont repliés de 20,7% pour les « Transports et communications », de 23,2% pour les « Industries extractives » et de 10,9% pour les « Hôtels et restaurants ».

Pour ce qui est des créances en souffrance, elles se sont accrues de 3,7% en octobre et leur ratio à l'encours du crédit bancaire s'est maintenu à 8,6%. Elles ont augmenté de 3,5% pour les sociétés non financières privées et de 3,2% pour les ménages avec des ratios respectifs de 13,2% et 10,6%.

Concernant les prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils se sont accrus de 12,6% au troisième trimestre de 2025. Cette évolution reflète des augmentations de 13,2% des crédits accordés par les sociétés de financement, de 9,2% des concours des associations de micro-crédit et de 3,7% des prêts distribués par les banques off-shore.

S'agissant des agrégats de placements liquides, leur évolution est restée quasi-stable à 14,4% entre le troisième trimestre et octobre, recouvrant un ralentissement du rythme d'accroissement des titres des OPCVM obligataires de 17% à 16,5% ainsi que des accélérations des progressions des titres OPCVM actions et diversifiés de 50,6% à 52,8% et des bons du Trésor de 4,2% à 4,8%.

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



3.2 Prix des actifs

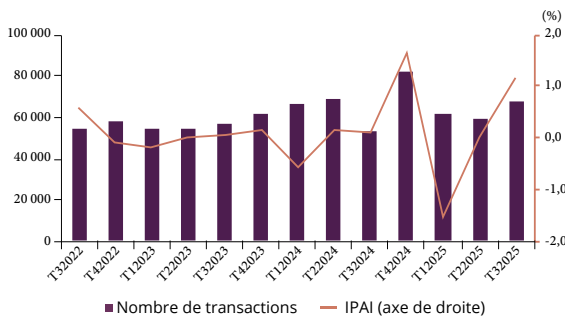
3.2.1 Actifs immobiliers

Au troisième trimestre de 2025, l'indice des prix des actifs immobiliers a enregistré une progression de 1,1% comparativement au trimestre précédent, reflétant des hausses de 1,5% pour le résidentiel, de 1,3% pour le foncier et de 0,3% pour les biens à usage professionnel. En parallèle, le nombre de transactions ressort en augmentation de 14%, avec des accroissements de 15,7% pour les biens résidentiels, de 12% pour les biens à usage professionnel et de 9,3% pour le foncier.

Au niveau des principales villes, hormis Oujda où les prix se sont repliés de 1,5%, et de Kénitra où ils sont demeurés stables, les autres grandes villes ont enregistré des progressions allant de 0,3% à Fès à 3,2% à Rabat. S'agissant des ventes, et à l'exception d'Agadir qui ressort en quasi-stagnation et de Marrakech qui a enregistré une

baisse de 0,5%, les autres principales villes ont affiché des progressions à des taux variant de 6,5% à Fès à 29,8% à El Jadida.

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



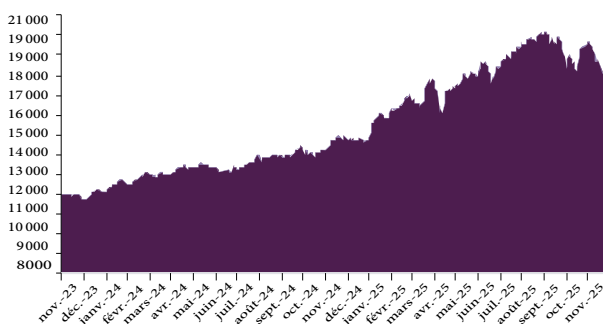
Sources : BAM et ANCFCC.

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

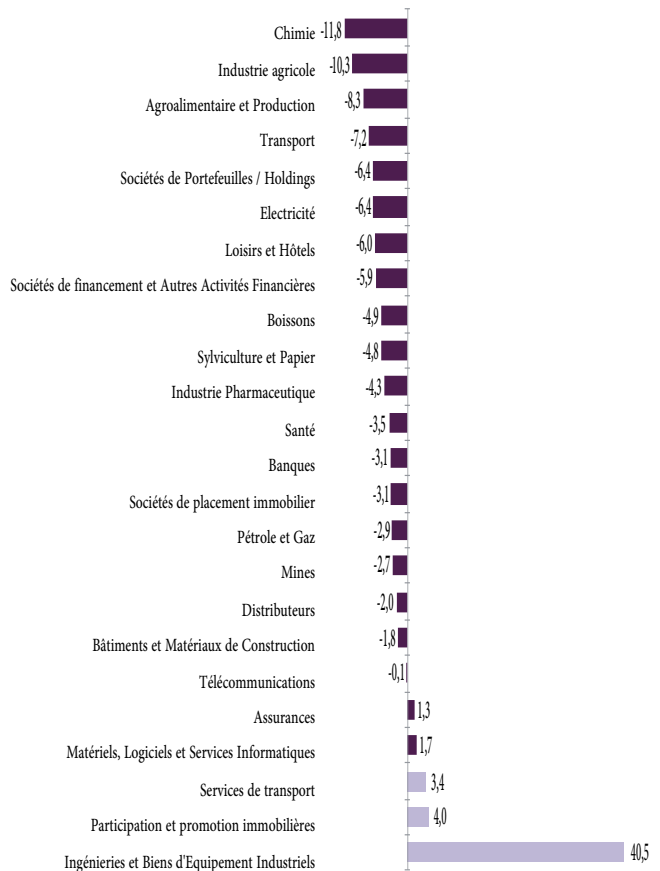
A fin novembre, le MASI s'est replié de 2% par rapport à fin septembre, ramenant sa performance à 26,2% depuis décembre 2024. Cette évolution reflète principalement des baisses de 3,1% pour l'indice des « Banques », de 8,3% pour « l'Agroalimentaire et Production », de 1,8% pour celui des « Bâtiments et matériaux de construction », de 6,4% pour l'« Electricité » et de 3,5% pour la « Santé ». En revanche, l'indice des « Services de transport » et celui de la « Participation et promotion immobilière » ont enregistré des hausses de 3,4% et 4% respectivement.

Graphique 3.11 : Evolution de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

Graphique 3.12 : Evolution des indices sectoriels au mois de novembre par rapport au troisième trimestre 2025 (en %)



Source : Bourse de Casablanca.

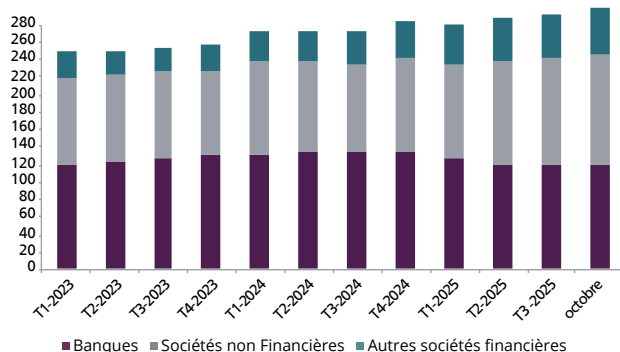
Pour ce qui est du volume des échanges, il s'est établi à 14,8 milliards de dirhams, en octobre et novembre après 50,8 milliards au cours du troisième trimestre 2025. Dans ce contexte, la capitalisation boursière est revenue à 984,9 milliards à fin novembre, en repli de 1,9% par rapport à fin septembre mais demeure en hausse de 30,9% depuis fin décembre 2024.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Au cours du mois d'octobre, les émissions de bons du Trésor se sont chiffrées à 19 milliards de dirhams après 41,3 milliards levées au troisième trimestre. Elles ont porté à hauteur de 90% sur des maturités

moyennes. Compte tenu des remboursements de 17 milliards, l'encours des bons du Trésor s'est établi à 788,3 milliards à fin octobre, soit un niveau quasi-stable par rapport au troisième trimestre et en progression de 4,6% comparativement au début de l'année.

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



Source : Maroclear et calculs BAM.

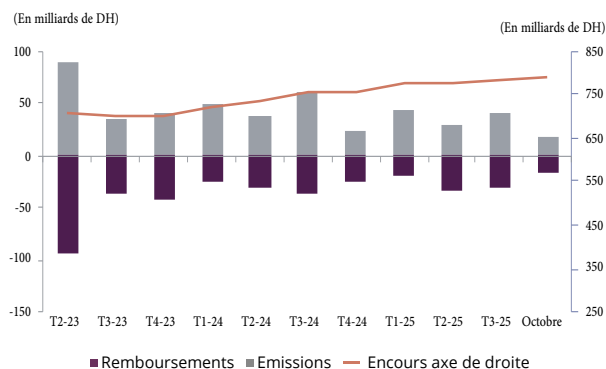
3.2.2.3 Marché de la dette privée

Les émissions des titres de dette privée se sont établies à 12,5 milliards de dirhams en octobre après 27,5 milliards au troisième trimestre. Les sociétés financières ont levé 10,3 milliards, après 13,1 milliards, et les sociétés non financières ont émis 2,2 milliards après 14,4 milliards.

Par instrument, les émissions de titres de créances négociables ont totalisé 8,3 milliards de dirhams, dont 6,1 milliards de certificats de dépôts et 2,2 milliards de bons des sociétés de financement. Pour leur part, les émissions des obligations se sont élevées à 4,2 milliards, réalisées à hauteur de 52% par les sociétés non financières.

Compte tenu des remboursements, l'encours de la dette privée est ressorti à 295,2 milliards de dirhams à fin octobre 2025.

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



Source : BAM.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Au cours des onze premiers mois³ de l'année, les souscriptions aux OPCVM se sont chiffrées à 1334,7 milliards de dirhams contre 1084,1 milliards durant la même période un an auparavant. De leur côté, les rachats se sont élevés à 1232,7 milliards au lieu de 1024,3 milliards, soit une collecte nette de 102 milliards de dirhams.

S'agissant des indices de performance, ils ont été en hausse en novembre pour l'ensemble des fonds, avec des taux, en glissement annuel, allant de 2,6% pour les OPCVM monétaires à 26,3% pour les fonds actions.

L'actif net des OPCVM ressort à 805 milliards de dirhams au mois de novembre, en augmentation de 23,2% par rapport à décembre 2024. A l'exception des OPCVM contractuels qui ont accusé un repli de 29,4% de leur encours, les autres catégories d'OPCVM ont enregistré des augmentations allant de 11,6% pour les fonds obligataires à moyen et long terme à 59,2% pour ceux à court terme.

³ Les dernières données disponibles correspondent au 14 novembre 2025.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Au titre des dix premiers mois de 2025, l'exécution budgétaire s'est soldée par un déficit de 60,3 milliards de dirhams, en creusement de 11,2 milliards comparativement à la même période de 2024. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 16% à 371,6 milliards, recouvrant des hausses de 15,7% des rentrées fiscales et de 19,5% de celles non fiscales. Parallèlement, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 16,5% à 335,5 milliards, traduisant des augmentations de 19,3% de celles des biens et services et de 23,6% des charges en intérêts de la dette, alors que celles de compensation se sont allégées de 25,4%. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 36,1 milliards au lieu de 32,3 milliards à fin octobre 2024. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont affiché une hausse de 8,3% à 86,2 milliards, portant ainsi celles globales à 421,7 milliards, en accroissement de 14,7%. Pour ce qui est des comptes spéciaux du Trésor, ils ont dégagé un solde négatif de 10,2 milliards, contre -1,8 milliard à fin octobre 2024.

Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 12,7 milliards de dirhams, le déficit de caisse s'est accru à 73 milliards, au lieu de 54,1 milliards un an auparavant. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures nettes de 39,3 milliards et par un flux net extérieur positif de 33,7 milliards de dirhams. Ainsi, l'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 6,2% par rapport à son niveau à fin décembre 2024. S'agissant des conditions de financement du Trésor, elles se sont améliorées comparativement à la même période en 2024.

4.1 Recettes ordinaires

L'exécution budgétaire à fin octobre 2025 fait ressortir un accroissement de 16% à 371,6 milliards des recettes ordinaires, avec des progressions de 15,7% à 318,8 milliards des rentrées fiscales, tirées principalement par les produits de l'IS, de l'IR et de la TVA à l'importation, et de 19,5% à 49,4 milliards de celles non fiscales.

Les recettes des impôts directs se sont accrues de 23% à 134 milliards de dirhams, reflétant des augmentations de 29,7% à 74,1 milliards du produit de l'IS et de 15,8% à 55,9 milliards des rentrées de l'IR. L'évolution de ce dernier incorpore essentiellement des rentrées de 3,8 milliards issues de la régularisation fiscale volontaire, ainsi que des améliorations de 2 milliards des recettes découlant du contrôle fiscal et de 893 millions de dirhams de celles générées par l'IR retenu à la source sur les profits de cession de valeurs mobilières. Quant à

la hausse de l'IS, elle s'explique principalement par le renforcement de 6,9 milliards du complément de régularisation, qui a atteint un niveau record de 19,9 milliards, et par l'amélioration des trois premiers acomptes de 10,6 milliards.

Pour ce qui est des recettes des impôts indirects, elles ont drainé 150,8 milliards, en progression de 13%, traduisant celles de 12,3% à 117,2 milliards des rentrées de la TVA et de 15,4% à 33,6 milliards de celles de la TIC. L'évolution de cette dernière taxe reflète en particulier des augmentations de 18,7% à 17,8 milliards des TIC sur les produits énergétiques et de 11,7% à 12,5 milliards de celles sur les tabacs. L'amélioration de la TVA reflète, pour sa part, une hausse de 15,5% à 40 milliards des recettes de celle à l'intérieur et un accroissement de 10,8% à 77,2 milliards de celle à l'importation.

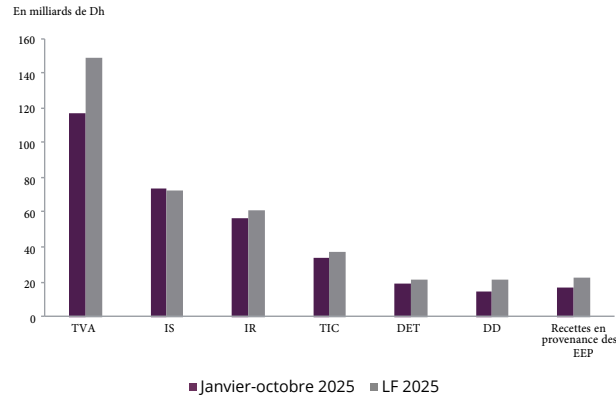
Tableau 4.1 : Recettes ordinaires
(en milliards de dirhams)*

	Jan. - Oct. 2024	Jan. - Oct. 2025	Var. en %	LF 2025	Réalisation par rapport à la LF (en %)
Recettes ordinaires	320,4	371,6	16,0	436,7	85,1
Recettes fiscales	275,0	318,3	15,7	367,6	86,6
- Impôts directs	108,9	134,0	23,0	139,3	96,2
Dont IS	57,1	74,1	29,7	73,0	101,5
IR	48,3	55,9	15,8	60,9	91,9
- Impôts indirects	133,5	150,8	13,0	185,3	81,4
TVA*	104,3	117,2	12,3	148,4	79,0
TIC	29,15	33,65	15,4	36,9	91,2
- Droits de douane	15,2	14,1	-7,3	21,3	66,0
- Enregistrement et timbre	17,5	19,4	10,9	21,7	89,4
Recettes non fiscales	41,4	49,4	19,5	65,6	75,4
- Recettes en provenance des EEP	13,6	16,1	18,4	22,6	71,3
- Autres recettes	27,8	33,4	20,0	43,0	77,5
Mécanismes de financement innovants	17,4	18,8	8,2	35,0	53,8
Recettes des CST	3,9	3,9	-0,6	3,6	108,4

* Compte tenu des 30% de la TVA transférée aux collectivités territoriales (CT) en 2024 et 32% en 2025.
Sources : Données MEF (DTFE) et retraitement TVA par BAM.

De leur côté, les rentrées des droits de douane ont baissé de 7,3% à 14,1 milliards alors que celles des droits d'enregistrement et de timbre se sont renforcées de 10,9% à 19,4 milliards.

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



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

Note :

- TVA : Taxe sur la valeur ajoutée
- IR : Impôt sur le revenu
- DET : Droits d'enregistrement et de timbre
- EEP : Etablissements et entreprises publics
- IS : Impôt sur les sociétés
- TIC : Taxe intérieure de consommation
- DD : Droits de douane

Quant aux recettes non fiscales, les encaissements au titre de la rubrique des « autres recettes » ont atteint 33,4 milliards, contre 27,8 milliards, incluant 18,8 milliards au titre des rentrées des mécanismes de financement innovants au lieu de 17,4 milliards à fin octobre 2024. Les ressources provenant des établissements et entreprises publics (EEP) ont totalisé 16,1 milliards, au lieu de 13,6 milliards un an auparavant. Elles ont été versées principalement par l'OCP à hauteur de 6,2 milliards, contre 5,8 milliards, par Bank Al-Maghrib pour 4,1 milliards, après 2,8 milliards, et par l'Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie pour 4 milliards, au lieu de 3,3 milliards.

4.2 Dépenses

Les dépenses globales se sont alourdies de 14,7% à 421,7 milliards à fin octobre 2025, avec des accroissements de 16,5% à 335,5 milliards de celles ordinaires et de 8,3% à 86,2 milliards de celles d'investissement. Les dépenses de biens et services se sont élevées à 244 milliards, en augmentation de 19,3%, résultat de celles de 11,2% à 150,4 milliards de la masse salariale et de 35,2% à 93,7 milliards des dépenses au titre des autres biens et services. Celles-ci tiennent compte des transferts d'un montant de 45 milliards aux EEP et de 24,2 milliards aux comptes spéciaux du Trésor, en hausse de 11,7 milliards et 13,4 milliards respectivement. Concernant l'évolution de la masse salariale, la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel s'est accrue de 11,1% à 126,7 milliards, traduisant une progression de 14,4% de la composante structurelle et un recul de 29% des rappels à 6,2 milliards.

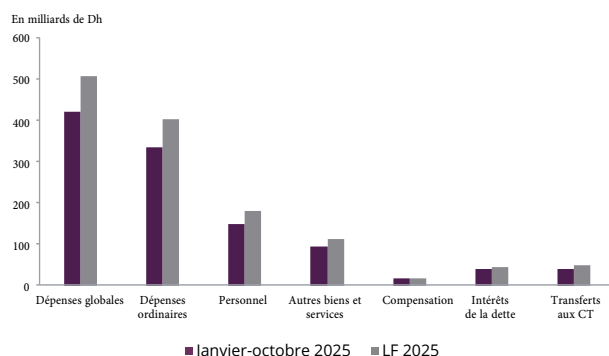
Tableau 4.2 : Exécution des dépenses publiques (en milliards de dirhams) *

	Jan. - Oct. 2024	Jan. - Oct. 2025	Var. en %	LF 2025	Exécution par rapport à la LF (en %)
Dépenses globales	367,6	421,7	14,7	507,0	83,2
Dépenses ordinaires	288,0	335,2	16,5	401,4	83,6
Biens et services	204,5	244,0	19,3	294,2	83,0
Personnel	135,2	150,4	11,2	180,3	83,4
Autres biens et services	69,3	93,7	35,2	113,9	82,2
Intérêts de la dette	30,8	38,1	23,6	42,6	89,3
Compensation	21,4	16,0	-25,4	17,1	93,1
Transferts aux CT	31,3	37,5	19,8	47,5	79,0
Investissement	79,6	86,2	8,3	105,6	81,6

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

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

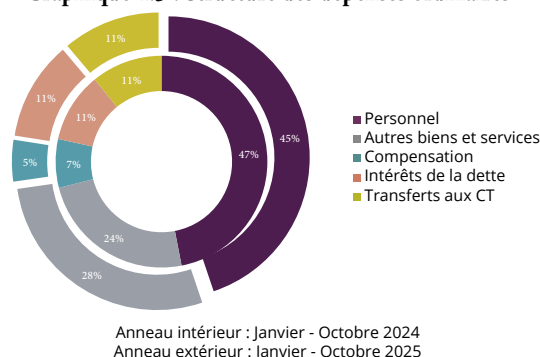
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

S'agissant des charges en intérêts de la dette, elles ont augmenté de 23,6% à 38,1 milliards, recouvrant un bond de 36,9% à 30,2 milliards de celles sur la dette intérieure et un recul de 9,9% à 7,9 milliards de celles sur la dette extérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires



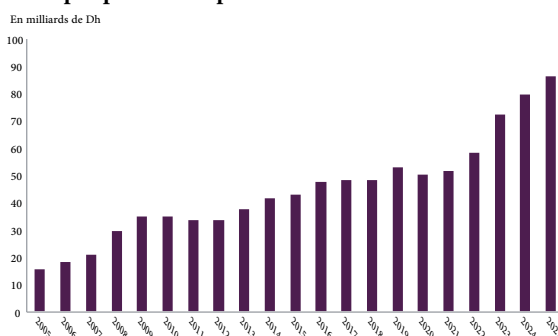
Anneau intérieur : Janvier - Octobre 2024
Anneau extérieur : Janvier - Octobre 2025

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

Les charges de compensation se sont repliées de 25,4% à 16 milliards, soit un taux d'exécution de 93,1% par rapport à la loi de finances. Ce résultat reflète des régressions de 2,1 milliards de dirhams de la charge allouée au gaz butane, de 1,2 milliard de celle au sucre et de 0,4 milliard de celle à la farine nationale de blé tendre. Il est à noter, en outre, qu'aucune dépense n'a été constatée en matière de soutien aux professionnels du secteur du transport routier, contre un total de 1,7 milliard accordé un an auparavant.

De leur côté, les dépenses d'investissement ont progressé de 8,3% à 86,2 milliards, soit un taux d'exécution de 81,6% par rapport aux prévisions d'émissions de la loi de finances. Elles incorporent notamment un accroissement de 8,8% à 49,2 milliards des dépenses des Ministères.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin octobre

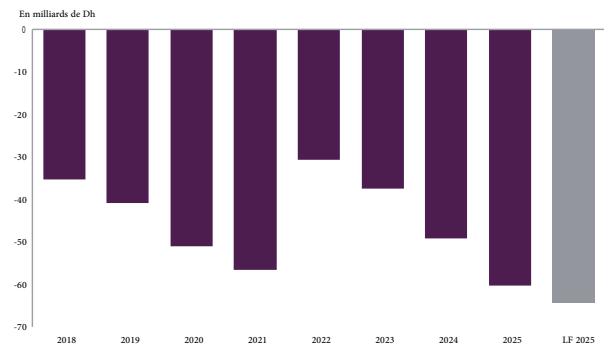


Source : MEF (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

Tenant compte de l'évolution des recettes et des dépenses ainsi que du solde des comptes spéciaux du Trésor, la situation des charges et ressources du Trésor s'est soldée par un creusement du déficit budgétaire, passant de 49,1 milliards à 60,3 milliards. En outre, le Trésor a réduit son stock des opérations en instance d'un montant de 12,7 milliards, contre 5 milliards à fin octobre 2024, portant ainsi le déficit de caisse à 73 milliards, au lieu de 54,1 milliards.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin octobre



Source : MEF (DTFE).

Le besoin de financement du Trésor a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 39,3 milliards et par un flux net extérieur positif de 33,7 milliards de dirhams. Celui-ci recouvre des tirages bruts à hauteur de 43,2 milliards, contre 24,9 milliards un an auparavant, dont 20,9 milliards mobilisés sur le marché financier international et 11,2 milliards auprès de la Banque mondiale.

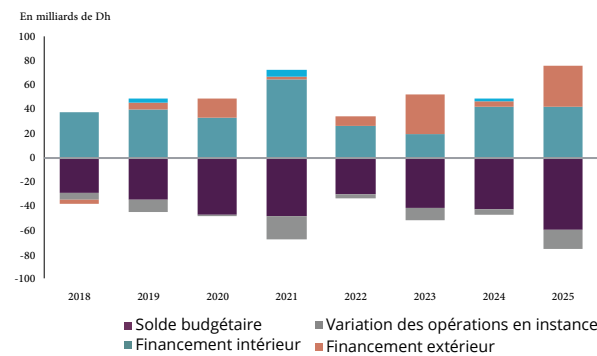
Tableau 4.3 : Financement du déficit
(en milliards de dirhams)

	Jan. - Oct. 2024	Jan. - Oct. 2025	LF 2025
Solde ordinaire	32,3	36,1	35,4
Solde des CST	-1,8	-10,2	6,0
Solde primaire	-18,3	-22,2	-21,6
Solde budgétaire	-49,1	-60,3	-64,2
Variation des opérations en instance	-5,0	-12,7	0,0
Besoin de financement	-54,1	-73,0	-64,2
Financement intérieur	46,8	39,3	58,2
Financement extérieur	5,6	33,7	51,5
Cession des participations de l'Etat	1,7	0,0	6,0

Sources : MEF (DTFE).

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a permis de mobiliser un montant net de 34,7 milliards, contre 57,9 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont porté notamment à hauteur de 7,5 milliards sur les maturités de 2 ans, de 5,6 milliards sur celles de 10 ans, pour 5,5 milliards sur celles à 52 semaines et 5,1 milliards sur les bons à 5 ans.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin octobre*

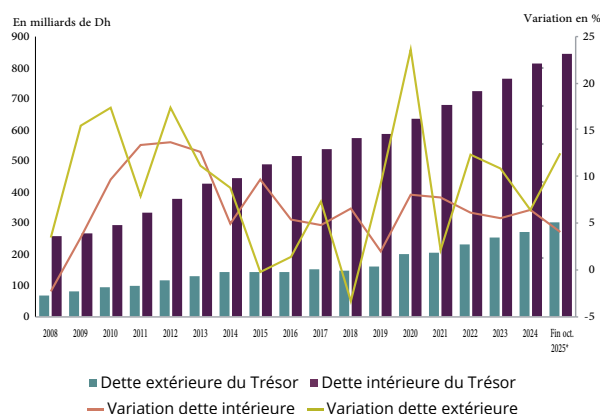


Source : MEF (DTFE).

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

S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, les données arrêtées à fin octobre indiquent une diminution des taux moyens pondérés par rapport à la même période en 2024. Pour les maturités moyennes et courtes, les baisses ont atteint 73 points de base (pb) à 2,35% pour les bons à 2 ans et à 1,99% pour ceux à 13 semaines, 69 pb à 2,56% pour les bons à 5 ans, 65 pb à 2,19% pour ceux à 52 semaines et 53 pb à 2,22% pour les bons à 26 semaines. De même, pour les maturités longues, les taux ont reculé de 93 pb à 3,84% pour les bons à 30 ans, de 72 pb à 3,18% pour les bons à 15 ans et à 3,47% pour ceux à 20 ans, de 71 pb à 2,92% pour les bons à 10 ans.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



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

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

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Fin oct. 2025*
Dette extérieure du Trésor	161,6	199,7	203,8	228,9	253,6	269,8	303,5
Var en %	9,2	23,6	2,0	12,3	10,8	6,4	12,5
Dette intérieure du Trésor	585,7	632,9	681,5	722,9	763,0	811,8	844,9
Var en %	1,9	8,1	7,7	6,1	5,6	6,4	4,1
Encours de la dette directe	747,3	832,6	885,3	951,8	1 016,7	1 081,6	1 148,3
Var en %	3,4	11,4	6,3	7,5	6,8	6,4	6,2

Source : MEF (DTFE).

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

Dans ces conditions, la dette publique directe se serait accrue de 6,2% à fin octobre 2025 comparativement à son niveau à fin décembre 2024, avec des hausses de 4,1% de sa composante intérieure et de 12,5% de celle extérieure.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHE DU TRAVAIL

Au deuxième trimestre 2025, la croissance économique s'est accélérée à 5,5%, au lieu de 3% à la même période de l'année précédente. Cette évolution reflète une hausse de 4,7%, après un recul de 4,4%, de la valeur ajoutée agricole et une amélioration de 5,5%, au lieu de 3,8%, de celle non agricole. Du côté de la demande, sa composante intérieure a marqué une contribution à la croissance de 9,9 points de pourcentage, alors que les exportations nettes en volume ont enregistré une nouvelle participation négative à hauteur de 4,4 points.

Au second semestre, le PIB devrait croître de 4,9% en moyenne après 4,6% un an auparavant. La valeur ajoutée non agricole progresserait de 4,6%, portée notamment par le dynamisme des activités touristiques, du BTP, du commerce et des secteurs non marchands, tandis que celle du secteur agricole devrait augmenter de 5,5%. Sur l'ensemble de l'année, la croissance se situerait en moyenne à 5% après 3,8% en 2024.

Sur le marché du travail, et après une faible création d'emplois au deuxième trimestre 2025, la dynamique observée depuis le troisième trimestre 2024 semble reprendre. L'économie nationale a ainsi enregistré, entre le troisième trimestre de 2024 et la même période de 2025, une hausse de l'emploi de 167 mille postes, après 213 mille un an auparavant. Hormis l'agriculture qui a accusé une perte de 47 mille emplois, les autres secteurs ont connu des créations s'élevant à 94 mille dans les services, 90 mille dans le BTP et 29 mille dans l'industrie. Tenant compte d'une entrée nette de 112 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a régressé de 0,3 point à 43,3% au niveau national et le taux de chômage a reculé de 13,6% à 13,1% globalement, de 17% à 16,3% dans les villes et de 7,4% à 6,9% dans les zones rurales.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

Au deuxième trimestre de 2025, la consommation des ménages s'est améliorée de 5,1%, après 3,3% un an auparavant, et sa contribution à la croissance est passée de 2 points à 3 points de pourcentage.

Les perspectives du second semestre indiquent un maintien de cette dynamique haussière, avec une croissance autour de 4,5% en moyenne. Elle serait soutenue par la modération de l'inflation, la reprise des activités agricoles et la consolidation des revenus non agricoles.

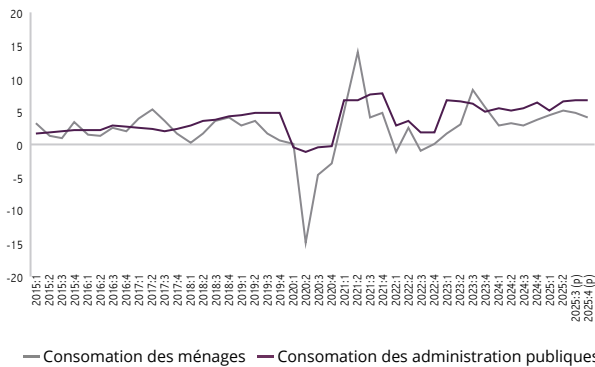
Sur l'ensemble de l'année, la consommation des ménages devrait s'accroître de 4,6% après 3,2% en 2024.

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, son rythme s'est

accéléré à 6,5% au deuxième trimestre de 2025 après 5,1% au même trimestre un an auparavant, et sa participation à la croissance est ainsi passée de 0,9 point de pourcentage à 1,2 point.

Au second semestre de 2025, ce rythme devrait s'accélérer à 6,8% après 5,9% à la même période une année auparavant, reflétant l'augmentation des dépenses de fonctionnement, qui sont en hausse de 17,3% entre juillet et octobre, contre 12,3% une année auparavant, ainsi que la progression des transferts aux collectivités territoriales, qui ont augmenté de 23,1% sur la même période, contre 13% l'année précédente.

Au total, la consommation finale des administrations publique devrait se renforcer de 6,3% en moyenne en 2025 après 5,6% en 2024.

Graphique 5.1 : Dépenses de consommation (variation en %)

Source : Données HCP et prévision BAM.

5.1.2 Investissement

Au deuxième trimestre de 2025, l'investissement a enregistré un rebond de 18,9% en glissement annuel, après une hausse de 14,3% au même trimestre de l'année précédente, contribuant ainsi à la croissance à hauteur de 5,6 points de pourcentage au lieu de 4 points.

Les indicateurs disponibles laissent prévoir une accélération de son rythme à 18,4% en moyenne au deuxième semestre de 2025, contre 12,1% un an auparavant. Cette dynamique est corroborée par plusieurs indicateurs, notamment des accélérations, au troisième trimestre de 2025, de 23,9% à 32,8% des importations de biens d'équipement en volume, de 11,7% à 22,4% des crédits à l'équipement et de 29,5% à 61,3% des recettes des IDE, ainsi qu'une amélioration de 77,5% à 79,5% du TUC.

Par ailleurs, les résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib au titre du troisième trimestre 2025 montrent que le climat des affaires a été qualifié de « normal » par 77% des entreprises et de « difficile » par 15% d'entre elles.

Sur l'ensemble de l'année, le rythme de l'investissement devrait s'accélérer, atteignant 18,3% après 10,9% en 2024.

5.2 Demande extérieure

Au deuxième trimestre de 2025, les exportations nettes de biens et services en volume ont contribué négativement à la croissance à hauteur de 4,4 points au lieu de 4,1 points une année auparavant. Le rythme d'accroissement s'est accéléré de 13,6% à 15,7% pour les importations et de 6,3% à 8,5% pour les exportations.

Au second semestre de cette année, la progression des exportations devrait décélérer à 7%, pâtissant d'un relatif ralentissement de la demande étrangère, notamment pour les phosphates et dérivés, ainsi que l'automobile. Parallèlement, la croissance des importations devrait atteindre 14,9%.

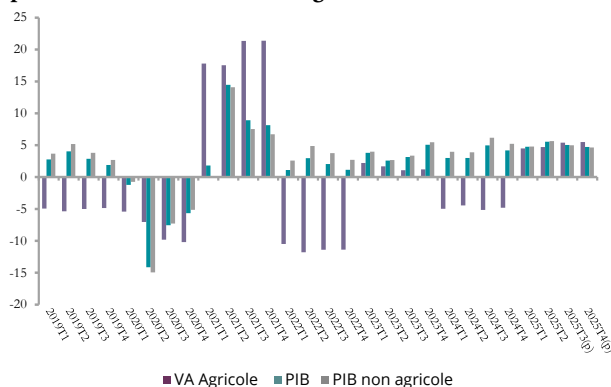
Sur l'ensemble de l'année 2025, les échanges extérieurs, en volume, devraient de nouveau contribuer négativement à la croissance à hauteur de 4,4 points au lieu de 2,5 points un an auparavant. Le rythme des exportations de biens et services devrait ralentir de 8,0% à 6,2% et celui des importations devrait s'accélérer de 11,6% à 14,0%.

5.3 Offre globale

Au deuxième trimestre 2025, le PIB s'est accru de 5,5% après 3% un an auparavant. Cette accélération traduit une hausse de la valeur ajoutée agricole de 4,7%, au lieu d'un recul de 4,4%, et une amélioration de 5,5%, après 3,8%, de celle des activités non agricoles.

Au second semestre, la croissance économique devrait croître de 4,9% en moyenne après 4,6%. La valeur ajoutée agricole augmenterait de 5,5%, contre un repli de 5%, à la faveur notamment de l'amélioration de la récolte des trois principales céréales de 38,9% à 43,1 millions de quintaux (MQx), tandis que celle non agricole enregistrerait un accroissement de 4,6% au lieu de 5,3%.

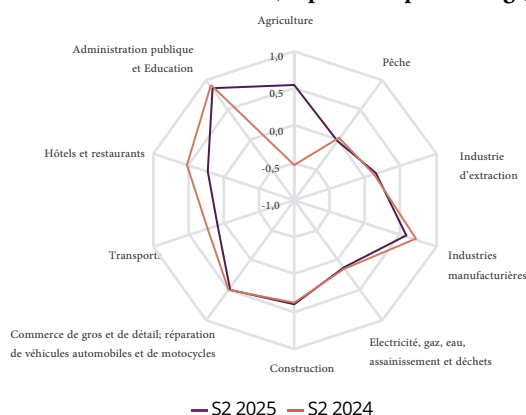
Graphique 5.2 : PIB par composante (aux prix de l'année précédente, variation en %, en glissement annuel, base 2014)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Pour le secteur secondaire, la valeur ajoutée devrait progresser de 4,8% en moyenne, après 5,3% un an auparavant. Cette évolution refléterait notamment des améliorations de 3,8% dans les industries manufacturières et de 7,3% dans le BTP.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Au niveau du secteur tertiaire, l'activité connaîtrait un renforcement de 4,5% au lieu de 5,2% à la même période de l'année précédente. En particulier, la valeur ajoutée devrait augmenter de 5,5% pour la branche « Activité d'hébergement et de restauration » et de 4,6% pour le commerce. De même, elle afficherait une amélioration dans les branches « Administration publique et défense,

sécurité sociale obligatoire » et « Education, santé humaine et activités d'action sociale » en lien avec les revalorisations salariales décidées dans le cadre du dialogue social.

Au total, la croissance s'établirait à 5% en moyenne sur l'ensemble de l'année après 3,8% en 2024.

5.4 Marché du travail et capacités de production

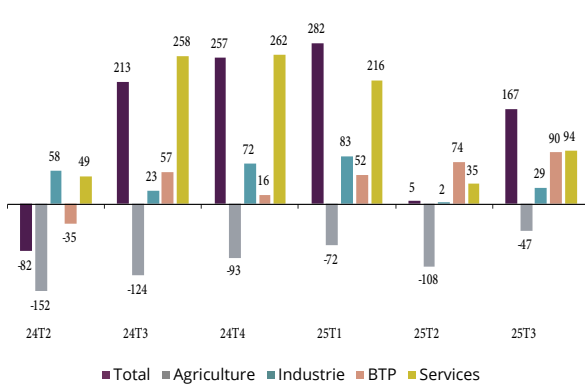
5.4.1 Activité et emploi

Entre le troisième trimestre 2024 et la même période de 2025, la situation du marché du travail a été marquée par une hausse du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus de 0,9% à 12,5 millions de personnes, résultat d'un accroissement de 1,7% dans les villes et d'un recul de 0,5% en milieu rural.

Tenant compte de l'évolution de la population en âge de travailler, le taux d'activité a de nouveau diminué de 0,3 point à 43,3% au niveau national, de 0,2 point à 42,3% en milieu urbain et de 0,5 point à 45,2% dans les zones rurales.

En parallèle, et après une faible création d'emplois au deuxième trimestre 2025, la dynamique observée depuis le troisième trimestre 2024 semble reprendre. L'économie nationale a créé 167 mille emplois, au lieu de 213 mille la même période de l'année précédente, et la population active occupée a augmenté ainsi de 1,6% à 10,8 millions de personnes, principalement dans le milieu urbain avec une hausse de 2,5% à 6,8 millions.

Hormis l'agriculture qui a accusé une perte de 47 mille emplois, les autres secteurs d'activité ont enregistré des créations s'établissant à 94 mille dans les services, à 90 mille dans le BTP et à 29 mille dans l'industrie.

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

Source : HCP.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

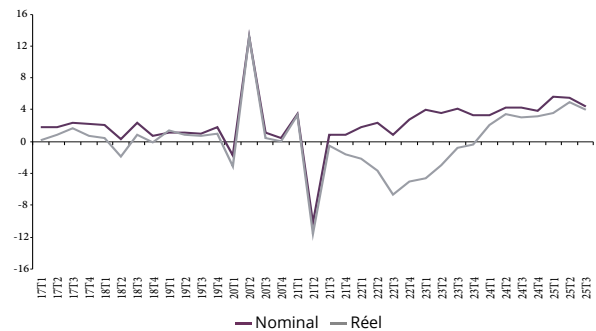
Le nombre de chômeurs a baissé de 3,2% à 1,6 million de personnes. Tenant compte de l'évolution de la population active, le taux de chômage a reculé de 13,6% à 13,1% au niveau national, de 17% à 16,3% en milieu urbain et de 7,4% à 6,9% en zones rurales. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux s'est replié, revenant de 39,5% à 38,4% globalement, de 50,3% à 48,2% dans les villes et de 24,7% à 24,3% dans les campagnes.

Parallèlement, la situation a été marquée par un accroissement du sous-emploi, dont le taux est passé de 10% à 11,1% au niveau national, de 8,8% à 9,5% en milieu urbain et de 12% à 13,8% en zones rurales.

5.4.3 Productivité et salaires

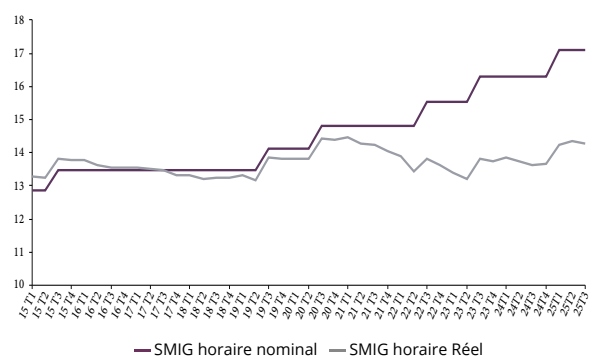
Dans les activités non agricoles, la productivité apparente du travail, appréhendée par le ratio de la valeur ajoutée à l'emploi, aurait enregistré une amélioration au troisième trimestre 2025 de 2,1% après 1,3% un an auparavant. Cette évolution traduirait une progression de 4,8%, au lieu de 5,7%, de la valeur ajoutée et de 2,6%, après 4,4%, des effectifs employés.

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

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

Sources : Données CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il s'est établi, en termes nominaux, à 17,1 dirhams au troisième trimestre 2025, en accroissement de 5% en glissement annuel. Tenant compte d'une hausse de 0,4% de l'indice des prix à la consommation, il aurait augmenté de 4,6% en termes réels.

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

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

Au total, l'output-gap devrait être positif aux deuxième semestre 2025.

Graphique 5.7 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T3 2024	T3 2025
Taux d'activité (en %)	43,6	43,3
Urbain	42,5	42,3
Rural	45,7	45,2
Taux de chômage (en %)	13,6	13,1
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	39,5	38,4
Urbain	17,0	16,3
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	50,3	48,2
Rural	7,4	6,9
Créations d'emplois (en milliers)	213	167
Urbain	231	164
Rural	-17	3
Secteurs		
- Agriculture, forêt et pêche	-124	-47
- Industrie	23	29
- BTP	57	90
- Services	258	94
Productivité apparente non agricole (variation en %)	1,3	2,1
Indice des salaires moyens (variation en %)		
Nominal	4,3	4,4
Réel	3,0	4,0

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

En ligne avec les prévisions publiées dans le RPM de septembre dernier, l'inflation est revenue de 0,5% en moyenne au deuxième trimestre 2025 à 0,4% au troisième trimestre. Elle a ensuite nettement ralenti à 0,1% en octobre, ramenant sa moyenne au titre des dix premiers mois de l'année à 0,8%. Cette décélération reflète principalement la baisse de l'indicateur de l'inflation sous-jacente de 0,3%, après une hausse de 0,6%. En revanche, le rythme de progression des prix des produits alimentaires à prix volatils s'est accéléré à 2,3%, au lieu de 1,6%, et le recul des prix des carburants et lubrifiants s'est atténué de 9,5% à 5,8%.

Au quatrième trimestre 2025, l'inflation devrait décélérer à 0,1% et sa moyenne au titre de l'ensemble de l'année ressortirait à 0,8%. Sa composante sous-jacente devrait s'établir à - 0,5% pour terminer l'année sur un taux moyen de 0,7%.

6.1 Evolution de l'inflation

Après s'être établie à 0,4% en moyenne au troisième trimestre, l'inflation a ralenti à 0,1% en octobre et sa moyenne au titre des dix premiers mois s'est établie à 0,8%. Cette décélération a été principalement tirée par la baisse de l'inflation sous-jacente de 0,3%, après une hausse de 0,6%. En revanche, la progression des prix des produits alimentaires à prix volatils s'est accélérée de 1,6% à 2,3% et la diminution des prix des carburants et lubrifiants s'est atténuée de 9,5% à 5,8%.

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

Les prix des produits alimentaires à prix volatils ont affiché une hausse, en glissement annuel, de 2,3% en octobre après celle de 1,6% au troisième trimestre. Cette accélération a été tirée principalement par l'atténuation de la baisse des prix des « fruits frais » de -8% à -0,3% ainsi que par l'accentuation de la progression des prix de 1,1% à 4% pour les « poissons frais » et de 13,8% à 21,6% pour les « agrumes ».

Par conséquent, la contribution de cette composante à l'inflation s'est située à 0,3 point de pourcentage au lieu de 0,2 point.

Tableau 6.1 : Inflation et ses composantes

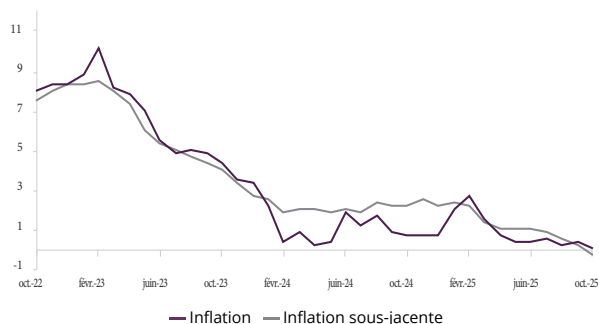
(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	août. 25	sept. 25	oct. 25	août. 25	sept. 25	oct. 25
Inflation	0,5	0,2	-0,6	0,3	0,4	0,1
- Produits alimentaires à prix volatils	3,5	1,3	-2,8	0,3	2,5	2,3
- Produits réglementés	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,5
- Carburants et lubrifiants	0,4	-2,2	-0,6	-9,1	-8,1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

1 Hors produits réglementés.

2 Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

Sources : Données HCP et calculs BAM.

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

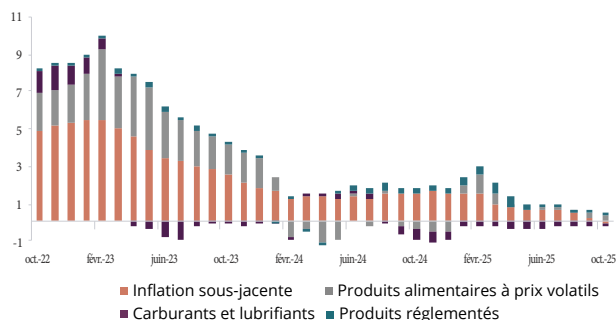


Sources : HCP et calculs BAM.

S'agissant des tarifs réglementés, ils ont progressé de 0,5% en octobre, soit un rythme quasi inchangé par rapport à celui enregistré au troisième trimestre.

Leur contribution à l'inflation s'est stabilisée à 0,1 point de pourcentage.

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



Sources : Données HCP et calculs BAM.

Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants ont enregistré une baisse mensuelle de 0,6% en octobre. Cette évolution s'inscrit dans un contexte marqué par une diminution des cours internationaux de produits pétroliers, le cours du Brent en particulier ayant reculé de 4,9%, ainsi que par la dépréciation de 1,6% du dirham vis-à-vis du dollar américain.

En glissement annuel, les prix des carburants et lubrifiants ont vu leur repli s'atténuer, passant de 9,5% en moyenne au troisième trimestre à 5,8% en octobre.

Par conséquent, les prix des carburants et lubrifiants ont contribué négativement à l'inflation à hauteur de 0,2 point de pourcentage, contre 0,3 point un trimestre auparavant.

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



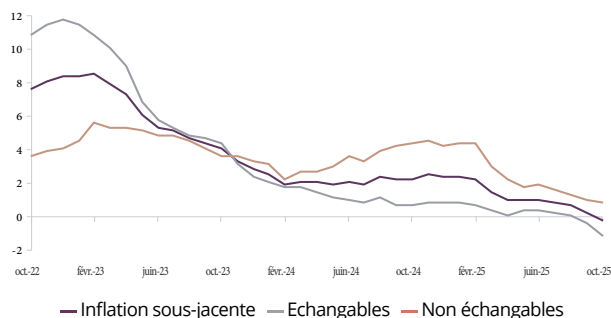
— Brent (en dirhams/bl) — Indice des prix des carburants et lubrifiants (axe de droite)

Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

6.1.2. Inflation sous-jacente

Pour sa part, l'inflation sous-jacente a baissé de 0,3% en octobre, après une hausse de 0,6% au cours du troisième trimestre. Cette décélération est tirée essentiellement par l'accentuation du repli des prix de sa composante alimentaire de -0,2% à -2,1%, avec notamment les reculs des prix des « huiles » de 10,8% après celui de 3,3% et des « viandes fraîches » de 2,2% après une hausse de 0,3%.

Concernant les prix des produits et services hors alimentation inclus dans l'indicateur de l'inflation sous-jacente, ils se sont accrus de 1% en octobre au lieu de 1,1% le trimestre précédent, tirés principalement par le recul de 0,4%, au lieu d'une hausse de 0,7%, des prix du « transport ».

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

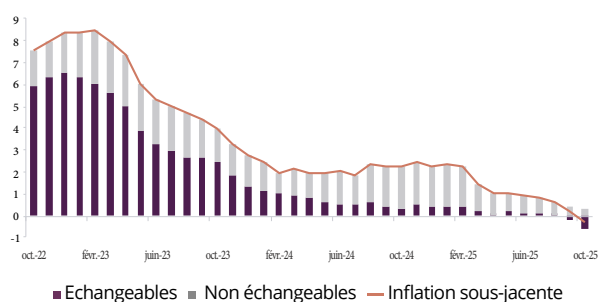
Sources : Données HCP et calculs BAM.

La décomposition de l'indicateur de l'inflation sous-jacente en produits échangeables et non échangeables indique que sa baisse a été tirée principalement par l'évolution des prix des biens et services échangeables. Ces derniers ont diminué de 1,1% en octobre au lieu de 0,1% au troisième trimestre. De même, le rythme d'accroissement des prix des biens non échangeables est revenu de 1,3% à 0,8%.

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

(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	août. 25	sept. 25	oct. 25	août. 25	sept. 25	oct. 25
Biens échangeables	0,0	-0,3	-0,5	0,0	-0,4	-1,1
Biens non échangeables	0,0	0,3	0,1	1,3	0,9	0,8
Inflation sous-jacente	0,0	0,0	-0,2	0,6	0,2	-0,3

Sources : Données HCP et calculs BAM.

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

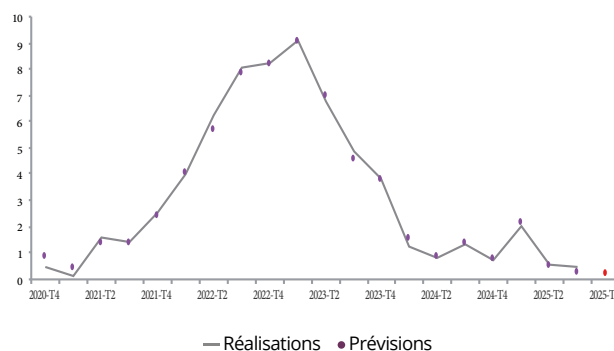
Sources : HCP et calculs BAM.

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

A court terme, l'inflation devrait s'établir à 0,1% au quatrième trimestre, contre 0,4% au troisième trimestre 2025. Cette évolution serait tirée principalement par la diminution de l'indicateur de l'inflation sous-jacente de 0,5%, au lieu d'une augmentation de 0,6%, tenant compte du net recul des prix des huiles.

En revanche, les prix des produits alimentaires à prix volatils ressortiraient en progression de 3,3% au quatrième trimestre, contre 1,6% au troisième trimestre.

De même, le repli des prix des carburants et lubrifiants devrait s'atténuer à 4,3% au cours du quatrième trimestre, contre 9,5% au troisième trimestre, en lien avec l'évolution prévue des cours internationaux des produits pétroliers.

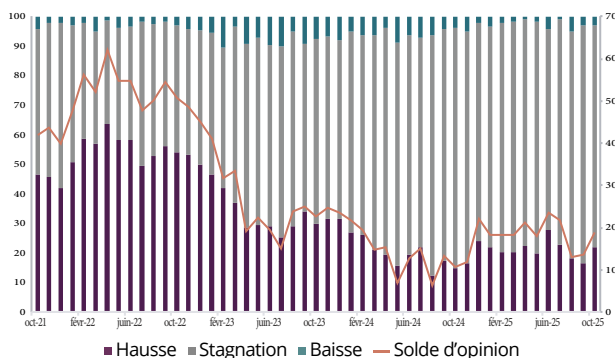
Graphique 6.6 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation (en %)

Source : Données HCP et prévisions BAM.

6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib auprès des industriels pour le mois d'octobre 2025 montrent que 75% des enquêtés s'attendent à une stabilisation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 22% anticipent une hausse, tandis que 3% d'entre eux tablent sur une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à 19%.

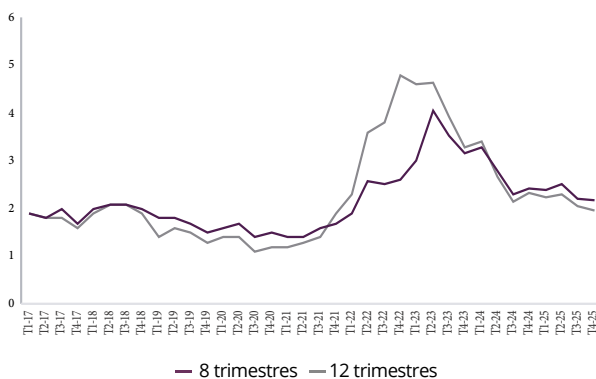
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises (en %)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

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

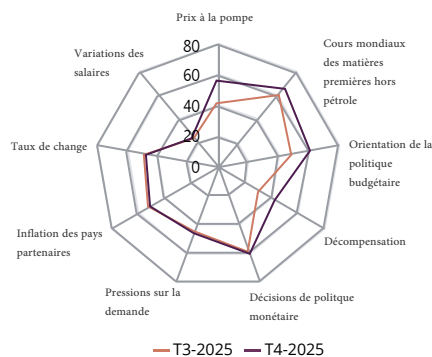
Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres (en%)



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

Les répondants estiment que l'évolution de l'inflation au cours des huit prochains trimestres dépendrait essentiellement des cours mondiaux des matières premières hors pétrole, des décisions de la politique monétaire, de l'orientation de la politique budgétaire et du prix à la pompe.

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



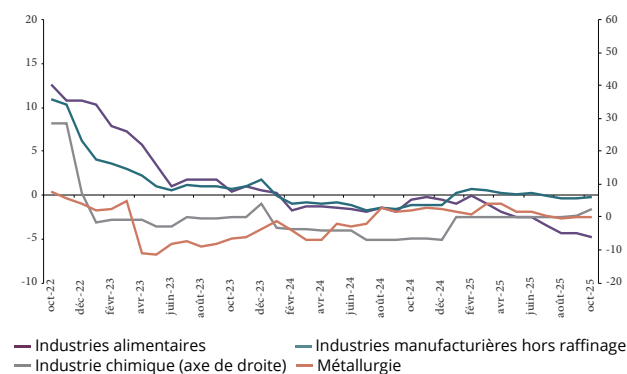
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4 Prix à la production

Les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole ont enregistré en octobre une progression mensuelle de 0,4%, portée exclusivement par la hausse de 2,1% des prix dans l'« industrie chimique ».

En comparaison annuelle, le repli des prix à la production hors raffinage s'est atténué pour s'établir à -0,2% en octobre au lieu de -0,3% en moyenne au troisième trimestre 2025.

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



Source : HCP.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

La croissance de l'économie mondiale devrait ralentir en 2025 et en 2026, les facteurs temporaires ayant soutenu sa résilience au premier semestre de cette année devant s'estomper.

Le rythme de l'activité économique mondiale devrait ainsi revenir de 3,2% en 2024 à 3,1% cette année puis à 2,7% en 2026. Aux Etats-Unis, la croissance atteindrait 1,9%, portée principalement par la résilience de la consommation des ménages et le dynamisme des investissements dans le domaine de l'intelligence artificielle, avant de marquer un léger fléchissement à 1,8% en 2026 comme en 2027. Dans la zone euro, l'économie poursuivrait sa croissance à un rythme modéré pour atteindre 1,4% en 2025, 1,2% en 2026 puis 1,5% en 2027, soutenue par la vigueur de la consommation privée et la reprise de l'investissement, en particulier dans les secteurs de la défense et des infrastructures.

Au Royaume-Uni, le rythme de l'activité afficherait une croissance de 1,4% en 2025, portée principalement par les dépenses publiques et par les exportations en anticipation des hausses tarifaires, avant de ralentir à 1,1% en 2026, puis reviendrait à 1,4% en 2027. Au Japon, le rythme de l'activité s'accélérerait à 1,4% cette année, tiré par la hausse de la consommation et de l'investissement, ainsi que par la bonne performance des exportations observée au premier semestre. La croissance se modérerait à 0,9% en 2026 et à 0,8% en 2027, à mesure que l'impact des droits de douane américains se fera sentir.

Dans les principales économies émergentes, l'économie chinoise reste sur la voie d'une croissance annuelle de 4,9% cette année, mais les dernières données indiquent des signes d'essoufflement de l'activité, notamment un repli des ventes au détail et des exportations, alors que l'investissement continuerait de pâtir des difficultés persistantes du secteur immobilier. Par la suite, la croissance devrait se situer à 4,4% en 2026 et à 4,6% en 2027. En Inde, le rythme de l'activité resterait vigoureux en 2025, avec une croissance à 7,3%, puis ralentirait à 6,1% en 2026 avant de s'établir à 6,7% en 2027. Quant au Brésil, la croissance décélérerait de 3% en 2024 à 2,4% en 2025, puis à 1,1% en 2026, en lien principalement avec l'orientation restrictive de la politique monétaire, et devrait rebondir à 2,3% en 2027. En Russie, la croissance enregistrerait une forte décélération à 0,7% en 2025, pénalisée notamment par les sanctions ciblant les compagnies pétrolières nationales et par la baisse des exportations de pétrole vers la Chine et l'Inde. Elle devrait ensuite ralentir à 0,5% en 2026 avant de se redresser à 1% en 2027.

Sur les marchés des matières premières, les cours du pétrole maintiendraient leur tendance baissière, en raison d'une offre importante émanant des pays de l'OPEP+ et d'une croissance toujours faible de la consommation. Le prix du Brent en particulier devrait revenir de 79,8 dollars le baril en moyenne en 2024 à 68,4 dollars en 2025 puis à 63,1 dollars en 2026. Pour ce qui est du phosphate et dérivés marocains, le cours du DAP Maroc devrait, selon les projections de la Commodities Research Unit, augmenter de 586 dollars la tonne en 2024 à 712 dollars en moyenne cette année avant de baisser à 694 dollars en 2026 et à 641 dollars en 2027. Celui du TSP passerait de 521 dollars la tonne en 2025, à 502 dollars en 2026 puis 487 dollars en 2027. Quant au phosphate brut, son prix diminuerait à 211 dollars la tonne en 2025, à 195 dollars en 2026 puis à 182 dollars en 2027. S'agissant des denrées alimentaires, après un

recul de 2% en 2024, l'indice FAO ressortirait en hausse de 4,8% en 2025, porté principalement par la progression des prix des huiles végétales et des viandes. Par la suite, il enregistrerait des augmentations plus modérées de 0,7% en 2026 et de 2% en 2027.

Dans ces conditions, l'inflation poursuivrait sa baisse à l'échelle mondiale, revenant de 3,7% en 2024 à 2,9% en 2025 et en 2026, avant de remonter à 3,1% en 2027. Dans la zone euro, malgré les hausses tarifaires et les perturbations des chaînes d'approvisionnement, l'inflation resterait autour de la cible de la BCE sur l'horizon de prévision, alors qu'aux Etats-Unis, elle resterait au-dessus de l'objectif de la Fed, passant de 3% en 2024 à 2,8% cette année, et à 3,1% en 2026, avant de décélérer à 2,7% en 2027.

Concernant l'orientation des politiques monétaires, la FED a réduit, à l'issue de sa réunion des 9 et 10 décembre, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [3,50%-3,75%], compte tenu de la hausse du chômage et de l'accentuation des risques baissiers pesant sur les perspectives de l'emploi. En revanche, la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 30 octobre, de maintenir inchangés ses trois taux d'intérêt directeurs, soit la troisième décision consécutive de statu quo après un total de huit baisses depuis juin 2024, indiquant que l'inflation se situe actuellement autour de l'objectif de 2%. Pour sa part, la Banque d'Angleterre a décidé, lors de sa réunion du 5 novembre, de maintenir inchangé pour la deuxième fois consécutive son taux directeur à 4% et ce, après un total de trois baisses depuis le début de 2025. Elle a indiqué que l'inflation est considérée comme ayant atteint son pic.

Au niveau national, l'année 2025 serait marquée par une accélération du rythme de progression des échanges de biens et services, reflétant essentiellement des hausses de 4,5% des exportations et de 7,7% des importations ainsi qu'une nette augmentation des recettes de voyages qui devraient terminer l'année avec une augmentation notable de 23% comparativement à 2024. Le déficit du compte courant devrait ainsi s'établir à 1,8% du PIB, après 1,2% en 2024. Par ailleurs, les recettes d'IDE culmineraient à l'équivalent de 3,4% du PIB contre 2,7% en 2024. Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 425,2 milliards de dirhams en 2025, soit l'équivalent de 5 mois et 16 jours d'importations de biens et services.

A moyen terme, les échanges commerciaux devraient continuer de se renforcer. Ainsi, portées par la dynamique prévue du segment de la construction automobile, les exportations augmenteraient de 8,4% en 2026 et de 7,9% en 2027. Les importations devraient, pour leur part, s'accroître de 6,1% en 2026 puis de 8% en 2027, reflétant en particulier une forte progression des acquisitions de biens d'équipement, en lien avec la dynamique de l'investissement. En parallèle, les recettes de voyages poursuivraient leur performance avec des hausses de 5,4% en 2026 et de 6,1% en 2027 pour atteindre 154,7 milliards. Concernant les transferts des MRE, ils devraient augmenter de 4,6% en 2026 et de 2,2% en 2027, pour s'établir à 130,2 milliards de dirhams. Ces évolutions se traduiraient par un déficit du compte courant à

1,5% du PIB en 2026 et à 1,9% en 2027. Les recettes d'IDE se situeraient, pour leur part, à l'équivalent de 3,5% du PIB à moyen terme.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve devraient se renforcer à 437,9 milliards à fin 2026 puis à 448,2 milliards à fin 2027, représentant une couverture de 5 mois et 10 jours puis 5 mois et demi d'importations de biens et services respectivement.

S'agissant des conditions monétaires, après son ralentissement à 2,6% en 2024, le rythme de progression du crédit bancaire au secteur non financier devrait connaître une accélération à 4,1% en 2025 et autour de 5% en 2026 et 2027. Pour sa part, le taux de change effectif réel poursuivrait son appréciation en 2025, mais devrait se déprécier en 2026 puis se stabiliser en 2027.

Au niveau des finances publiques, le déficit budgétaire s'atténuerait à 3,6% du PIB en 2025, avant de se stabiliser à 3,4% du PIB en 2026 et en 2027. Ces projections tiennent compte des données du PLF 2026, de la programmation budgétaire triennale (PBT) 2026-2028 et des nouvelles projections macroéconomiques de BAM. Elles intègrent également les actualisations des prévisions de clôture de l'exercice 2025 publiées par le MEF dans le document de la PBT de 2026-2028.

Pour ce qui est de l'activité économique, après une progression de 3,8% en 2024, la croissance marquerait une nette accélération pour se situer à 5% cette année, recouvrant, d'une part, une hausse de 5% de la valeur ajoutée agricole, et d'autre part, une amélioration de 5% de celle non agricole. A moyen terme, elle se consoliderait à 4,7% en 2026 puis à 4,3% en 2027, sous l'hypothèse d'un retour à des campagnes céréalières moyennes. Quant aux activités non agricoles, leur croissance se consoliderait à 4,8% en 2026 puis à 4,5% en 2027. Du côté de la demande, sa composante intérieure continuerait de tirer la croissance alors que la participation des exportations nettes resterait négative.

Dans ce contexte, l'inflation devrait ressortir à 0,8% en 2025 avant de s'accélérer graduellement à 1,3% en 2026 puis à 1,9% en 2027. Sa composante sous-jacente ralentirait à 0,7% en 2025 et devrait évoluer au même rythme en 2026, avant de remonter à 1,9% en 2027.

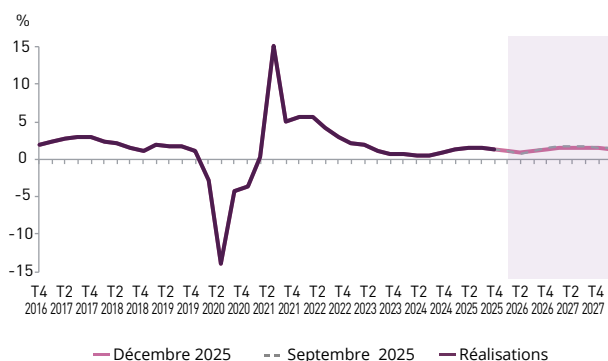
7.1 Hypothèses sous-jacentes

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

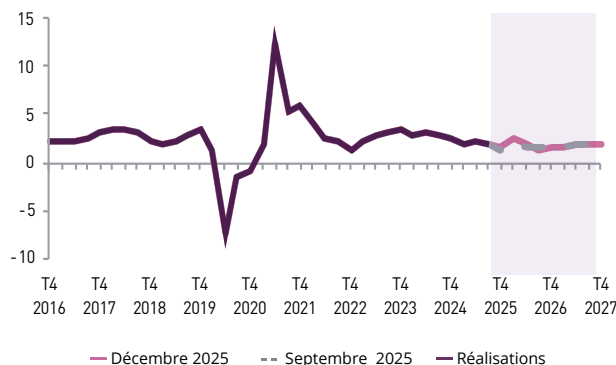
Aux Etats-Unis, la croissance atteindrait 1,9% cette année, portée principalement par la résilience de la consommation des ménages et le dynamisme des investissements dans le domaine de l'intelligence artificielle, avant de marquer un léger fléchissement à 1,8% en 2026 comme en 2027. Cette décélération serait le résultat de la conjonction de plusieurs facteurs défavorables, notamment le risque de nouveaux blocages budgétaires, des coûts d'emprunt élevés et les incertitudes entourant la politique tarifaire. Dans la zone euro, l'économie poursuivrait sa croissance à un rythme modéré pour atteindre 1,4% en 2025, 1,2% en 2026 puis 1,5% en 2027, soutenue par la vigueur de la consommation privée et la reprise de l'investissement, en particulier dans les secteurs de la défense et des infrastructures (ex. Allemagne). Cependant, ces perspectives demeurent fragiles, l'économie de la zone resterait exposée à des risques baissiers liées (i) à une faible demande extérieure ; (ii) à la hausse des tarifs douaniers ; et (iii) à l'incertitude politique persistante en France. Pour sa part, l'économie britannique afficherait une croissance de 1,4% en 2025, portée principalement par les dépenses publiques et par les exportations en anticipation des hausses tarifaires. L'activité ralentirait ensuite à 1,1% en 2026, les entreprises adoptant une attitude prudente, marquée par des intentions d'embauche limitées et des plans d'investissement réduits, dans un contexte empreint d'incertitude notamment vis-à-vis de l'effet des mesures budgétaires annoncées. La croissance se redresserait, par la suite, à 1,4% en 2027. Au Japon, le rythme de l'activité s'accélérait à 1,4% en 2025, tiré par la hausse de la consommation et de l'investissement, ainsi que par la bonne performance des exportations observée au premier semestre. La croissance se modérerait à 0,9% en 2026 et à 0,8% en 2027, à mesure que l'impact des droits de douane américains se fera sentir.

Pour ce qui est des principales économies émergentes, en Chine, l'économie reste sur la voie d'une croissance annuelle de 4,9% cette année, mais les dernières données montrent des signes d'essoufflement de l'activité, notamment un repli des ventes au détail et des exportations et ce, malgré la prolongation de la trêve tarifaire jusqu'à novembre 2026, alors que l'investissement continuerait de pâtir notamment des difficultés persistantes dans le secteur immobilier. La croissance devrait se situer à 4,4% en 2026 et 4,6% en 2027. En Inde, le rythme de l'activité resterait vigoureux, avec une croissance à 7,3% en 2025, à 6,1% en 2026 et à 6,7% en 2027. La hausse des droits de douane américains a pesé sur les exportations, qui n'ont été que partiellement réorientées des États-Unis vers d'autres marchés, et la consommation intérieure n'a bénéficié que d'un soutien partiel de la nouvelle réforme de la TVA dont l'impact ne se concrétiserait qu'à la fin de 2026. Au Brésil, la croissance décélérerait à 2,4% cette année puis à 1,1% en 2026, en lien principalement avec l'orientation restrictive de la politique monétaire. Par la suite, et avec la normalisation progressive de celle-ci à partir du début 2026, la demande se renforcerait graduellement, permettant un rebond à 2,3% en 2027. En Russie, la croissance enregistrerait une forte décélération à 0,7% en 2025, pénalisée notamment par les sanctions ciblant les compagnies pétrolières nationales et par la baisse des exportations de pétrole vers la Chine et l'Inde. Elle devrait ralentir à 0,5% en 2026, sous l'effet d'une politique monétaire restrictive, des sanctions persistantes et d'un investissement limité dans les secteurs non militaires, avant de se redresser à 1% en 2027.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : GPMN, novembre 2025.

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

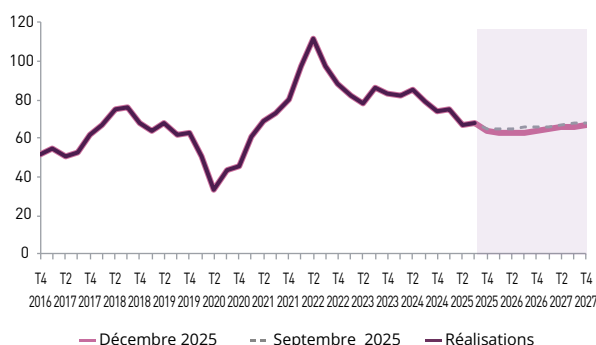
Sur le marché des matières premières, le repli des cours du pétrole se poursuivrait à court terme, le prix du Brent en particulier ressortant en baisse à 68,4 dollars en moyenne cette année, puis à 63,1 dollars en 2026, en raison d'une offre importante émanant des pays de l'OPEP+ et d'une croissance toujours faible de la demande mondiale, avant de remonter légèrement à 65,8 dollars en 2027. Pour le charbon, les cours se maintiendraient à des niveaux bas autour de 100 dollars la tonne en 2025 et en 2026, en lien avec l'affaiblissement de la demande mondiale, la stabilité de l'offre et la transition progressive vers les énergies renouvelables, avant d'augmenter légèrement à 104,3 dollars en 2027. Pour sa part, le prix du gaz naturel devrait, selon les projections de la Banque mondiale d'octobre 2025, ressortir en légère hausse cette année pour se situer à 12,1 dollars/mmbtu*, avant de reculer à 10,8 dollars en 2026 puis à 9,8 dollars en 2027, en raison d'une demande modérée et d'une plus grande disponibilité des importations de GNL.

Concernant le phosphate et dérivés, les cours des dérivés du phosphate ressortiraient en hausse cette année, en raison de la baisse de l'offre émanant notamment de la Chine avec la poursuite des restrictions sur les exportations du DAP. En revanche, le cours de la roche poursuivrait sa tendance baissière reflétant essentiellement l'amélioration de l'offre. Ainsi, les cours des dérivés d'origine marocaine termineraient l'année en progression à 712 dollars la tonne pour le DAP et à 521 dollars pour le TSP. Ils reculeraient ensuite à 694 dollars en 2026 puis à 641 dollars la tonne en 2027 pour le DAP, et à 502 dollars puis à 487 dollars pour le TSP sur la même période. Quant au phosphate brut, son prix diminuerait à 211 dollars la tonne en 2025, à 195 dollars en 2026 puis à 182 dollars en 2027.

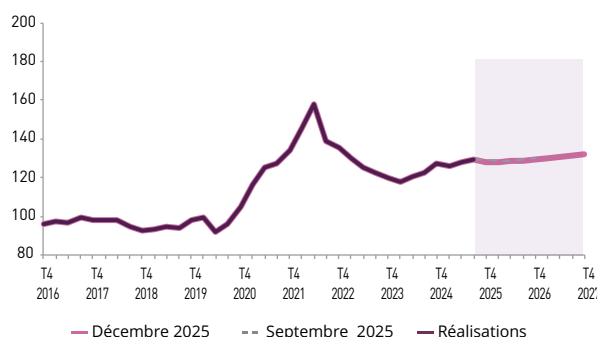
Pour ce qui est des prix des denrées alimentaires, après un recul de 2% en 2024, l'indice FAO ressortirait en hausse de 4,8% en 2025, porté principalement par la progression des prix des huiles végétales et des viandes. Par la suite, il enregistrerait des augmentations plus modérées de 0,7% en 2026 et de 2% en 2027. S'agissant en particulier du blé dur américain, son cours devrait afficher, selon les projections d'octobre 2025 de la Banque mondiale, une contraction de 7,3% cette année à la faveur d'une très bonne récolte, avant une progression de 3,5% aussi bien en 2026 qu'en 2027.

Dans ces conditions, l'inflation mondiale enregistrerait une baisse notable à 2,9% en 2025 et se stabiliserait à ce niveau en 2026, avant d'accélérer à 3,1% en 2027. Aux Etats-Unis, l'inflation resterait au-dessus de l'objectif de 2% de la Fed, l'impact des droits de douane n'étant plus absorbé par les chaînes d'approvisionnement et devant être répercuté sur les consommateurs. Ainsi, elle s'établirait à 2,8% en 2025 puis à 3,1% en 2026, avant de revenir à 2,7% en 2027. Dans la zone euro, malgré les hausses tarifaires et les perturbations des chaînes d'approvisionnement, l'inflation resterait autour de la cible de la BCE sur l'horizon de prévision, affichant un taux stable à 2,1% entre 2025 et 2027. En Chine, l'inflation évoluerait en territoire négatif, s'établissant à -0,1% en 2025, en lien principalement avec la baisse des prix alimentaires et une demande intérieure globale faible, avant de remonter graduellement à 0,9% en 2026 puis à 1,7% en 2027.

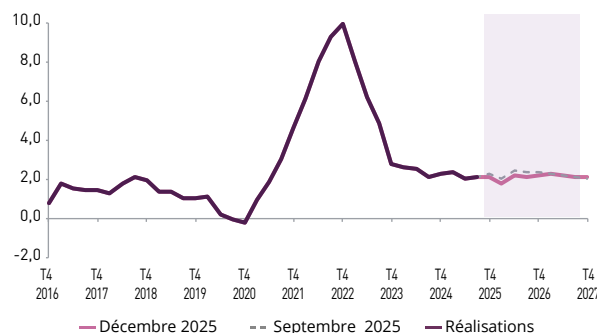
Graphique 7.3 : Prix du Brent



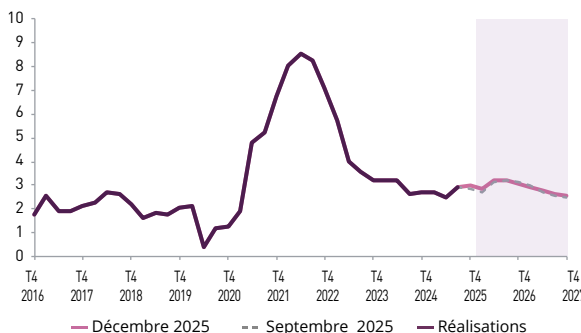
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2017= 100)



Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis



Source : GPMN, novembre 2025.

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

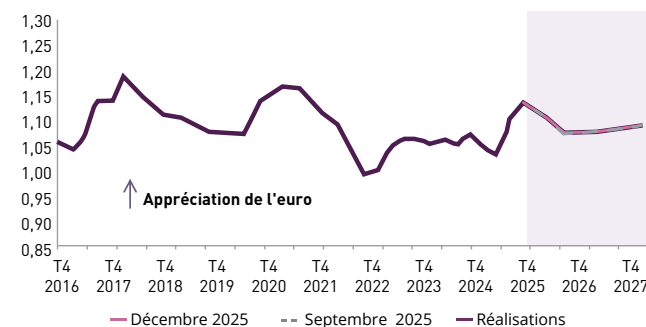
La BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 30 octobre, de maintenir ses taux inchangés, soit la troisième décision consécutive de statu quo après un total de huit baisses depuis juin 2024, en indiquant que l'inflation se situe actuellement autour de l'objectif à moyen terme de 2% et que les perspectives restent globalement inchangées. Elle a également 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, la FED a décidé, lors de sa réunion des 9 et 10 décembre, d'abaisser pour la troisième fois consécutive de 25 points de base la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [3,50%-3,75%], compte tenu de la hausse du chômage et de l'accentuation des risques baissiers pesant sur les perspectives de l'emploi. Elle a indiqué que l'activité économique a progressé à un rythme modéré. Les créations d'emplois ont ralenti cette année et le taux de chômage a légèrement s'est accru jusqu'à septembre. S'agissant de l'inflation, elle a augmenté depuis le début de l'année et demeure quelque peu élevée. Par ailleurs, la Fed a annoncé la reprise des achats de titres du Trésor à court terme afin de maintenir un approvisionnement suffisant en réserves.

Pour sa part, la Banque d'Angleterre a décidé, lors de sa réunion du 5 novembre, de maintenir inchangé pour la deuxième fois consécutive son taux directeur à 4%, et ce après un total de trois baisses depuis le début de 2025. Elle a indiqué que l'inflation est considérée comme ayant atteint son pic. Les progrès en matière de désinflation sous-jacente se poursuivent, soutenus par l'orientation encore restrictive de la politique monétaire

Sur le marché de change international, l'euro ressortirait en appréciation vis-à-vis du dollar américain en 2025, en raison principalement du différentiel de taux entre la BCE et la FED, avec notamment l'anticipation d'une nouvelle baisse de 25 pb de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux en décembre. La monnaie européenne devrait, par la suite, se déprécier en 2026, compte tenu notamment du tassement attendu de ce différentiel et des difficultés économiques structurelles de la zone euro. Au total, l'euro enregistrerait une appréciation de 4,1% face au dollar à 1,12 dollar en moyenne en 2025, avant de se déprécier de 1,5% à 1,11 dollar en 2026 et se stabiliserait à ce niveau en 2027.

Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, novembre 2025.

Production céréalière de 43,1 MQx pour la campagne agricole 2024/2025 et hypothèse de récoltes moyennes de 50 MQx pour celles de 2025/2026 et 2026/2027

En 2025, la récolte des trois principales céréales s'est située à 43,1 millions de quintaux (MQx), en progression de 38,9% par rapport à la campagne précédente et en baisse de 15,7% comparativement à la moyenne des cinq dernières années. Pour les autres cultures végétales, la production a augmenté de 53,4% pour les cultures sucrières, de 8,5% pour le maraîchage et de 1,2% pour l'arboriculture. En revanche, elle s'est contractée de 38,5% pour les cultures oléagineuses. Dans ces conditions, la valeur ajoutée agricole connaîtrait une hausse de 5%, prévision inchangée par rapport à l'exercice de septembre 2025.

Pour la campagne 2025/2026, sous l'hypothèse d'une récolte céréalière moyenne de 50 MQx¹, et tenant compte des hausses prévisionnelles de la production de 111%² pour les olives, de 55%² pour les dattes et de 24%² pour les agrumes, la valeur ajoutée agricole augmenterait de 4% au lieu de 3,2% prévue dans l'exercice précédent.

Pour la campagne 2026/2027, et sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 50 MQx¹ et d'une évolution moyenne des autres cultures, la valeur ajoutée agricole progresserait de 2%.

7.2 Projections macroéconomiques

Poursuite de la dynamique des échanges extérieurs de biens et maintien des recettes de voyages à des niveaux élevés à moyen terme

Tenant compte des nouvelles hypothèses relatives à l'environnement international, de l'actualisation des prévisions macroéconomiques ainsi que des réalisations à fin octobre 2025, le déficit du compte courant devrait terminer l'année à 1,8% du PIB, après 1,2% en 2024, avant de se situer à 1,5% du PIB en 2026 puis revenir à 1,9% en 2027.

En 2025, les exportations augmenteraient de 4,5%, portées essentiellement par les ventes de phosphates et dérivés qui devraient enregistrer une hausse de 24,2% à 108,2 milliards, reflétant un accroissement aussi bien des prix à l'export que des volumes expédiés. S'agissant des importations, elles afficheraient une progression de 7,7%, tirée en particulier par celle de 14% des acquisitions de biens d'équipement. En revanche, sous l'effet de la poursuite du recul des cours internationaux, la facture énergétique devrait s'alléger de 10,9% à 101,4 milliards de dirhams. En parallèle, tenant compte du niveau élevé réalisé à fin octobre et de l'impact attendu de l'organisation de la Coupe d'Afrique du Football au Maroc entre décembre 2025 et janvier 2026, les recettes de voyages devraient enregistrer une performance exceptionnelle de 23% pour atteindre 138,4 milliards de dirhams. De même, les transferts des MRE s'accroîtraient de 2,4% à 121,8 milliards en 2025. S'agissant des recettes d'IDE, elles se situeraient à l'équivalent de 3,4% du PIB, après 2,7% du PIB en 2024, soit un montant de 57,6 milliards de dirhams.

Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserve (AOR) termineraient l'année 2025 à 425,2 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 5 mois et 16 jours d'importations de biens et services.

A moyen terme, le rythme des exportations s'accélérait à 8,4% en 2026 et à 7,9% en 2027, avec la reprise prévue du segment de la construction automobile dont les expéditions en valeur devraient se renforcer de 19,6% et 17,5% respectivement pour atteindre 83,4 milliards à l'horizon de 2027. En outre, reflétant principalement de la baisse prévue des prix du DAP, les ventes de phosphates et dérivés devraient connaître une progression de 3,9% en 2026, avant de quasiment se stabiliser en 2027 à 112,1 milliards de dirhams. Les importations devraient s'accroître de 6,1% en 2026 puis de 8% en 2027, avec en particulier des progressions de 11% annuellement des acquisitions de biens d'équipement. La facture énergétique devrait, pour sa part, s'alléger de 8,4% en 2026 avant de s'accroître de 8,2% en 2027 à 100,5 milliards de dirhams. En parallèle, la progression des recettes de voyages devrait se consolider sur les deux prochaines années, avec des hausses de 5,4% en 2026 puis de 6,1% en 2027, pour atteindre 154,7 milliards de dirhams en 2027. Les transferts des MRE devraient augmenter de 4,6% en 2026 et de 2,2% en 2027, pour atteindre 130,2 milliards de dirhams. S'agissant des recettes d'IDE, les projections tablent sur un flux équivalent à 3,5% du PIB à moyen terme.

¹ Cette hypothèse est basée sur la moyenne des cinq dernières récoltes observées.

² Présentation du budget sectoriel du ministère de l'Agriculture, de la Pêche Maritime, du Développement Rural et des Eaux et Forêts, PLF 2026.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les AOR devraient se renforcer à 437,9 milliards à fin 2026 puis à 448,2 milliards à fin 2027, représentant une couverture autour de 5 mois et 10 jours puis 5 mois et 14 jours d'importations de biens et services.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

Variation (en %), sauf indication contraire	Réalizations							Prévisions			Ecart (déc./sept.)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2025	2026
Exportations de biens (FAB)	10,7	3,3	-7,5	25,2	30,1	0,4	6,1	4,5	8,4	7,9	-1,8	-0,9
Importations de biens (CAF)	9,9	2,0	-13,9	25,0	39,5	-2,9	6,4	7,7	6,1	8,0	0,3	-0,9
Recettes voyages	1,2	7,8	-53,7	-5,1	171,5	14,6	4,6	23,0	5,4	6,1	11,7	0,6
Transferts des MRE	-1,5	0,1	4,8	40,1	16,0	4,0	3,3	2,4	4,6	2,2	1,7	-0,2
Solde du compte courant (en % PIB)	-4,9	-3,4	-1,2	-2,3	-3,5	-1,0	-1,2	-1,8	-1,5	-1,9	0,5	0,5
Avoirs officiels de réserve en mois d'importations de biens et services	5,4	6,9	7,1	5,3	5,4	5,4	5,2	5,5	5,3	5,5	0,2	-0,2

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

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

Le besoin de liquidité bancaire devrait se creuser pour ressortir à 132,1 milliards de dirhams à fin 2025, à 146,8 milliards en 2026 et à 158 milliards en 2027, en lien notamment avec la progression des billets et monnaies en circulation. Après un accroissement de 7,6% en 2024, celles-ci devraient augmenter de 14,6% en 2025 avant de revenir à des rythmes de progression de 8,4% en 2026 et 7% 2027. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte des réalisations, de l'évolution prévue de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, il connaîtrait une accélération à 4,1% en 2025 et autour de 5% en 2026 et 2027. Dans ces conditions, et en ligne avec l'évolution prévue des autres contreparties de la masse monétaire, l'agrégat M3 devrait augmenter de 7,2% en 2025, de 5,5% en 2026 et de 3,8% en 2027.

Pour sa part, le taux de change effectif devrait poursuivre son appréciation en termes réels avec un taux de 2,2%, résultat d'une appréciation de sa valeur en termes nominaux, contrebalancée par un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux. En 2026, cette tendance devrait s'inverser avec une dépréciation de 2,8%, qui se modérerait à 0,5% en 2027.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations					Prévisions			Ecart (déc./sept.)	
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2025	2026
Crédit bancaire au secteur non financier	4,2	2,9	7,8	2,9	2,6	4,1	5,0	4,9	-1,8	-0,9
M3	8,4	5,1	8,0	3,9	8,0	7,2	5,5	3,8	-0,5	-0,7
Besoin de liquidité, en MMDH	-67,0	-64,4	-86,6	-111,4	-128,0	-132,1	-146,8	-158,0	-16,8	-14,0

Le déficit budgétaire devrait connaître une stabilisation à moyen terme

Après s'être établi à 3,9% du PIB en 2024, le déficit budgétaire devrait s'atténuer à 3,6% en 2025, avant de s'alléger à 3,4% du PIB en 2026 et en 2027. Ces projections se basent sur les données du PLF 2026 et de la PBT 2026-2028, y compris les prévisions de clôture de l'exercice 2025 publiées par le MEF, ainsi que sur les perspectives macroéconomiques actualisées de BAM.

En 2025, les recettes fiscales se renforceraient de 16,1%, reflétant des accroissements de 18,7% du produit des impôts indirects et de 17,3% de celui des impôts directs. Les rentrées non fiscales, quant à elles, enregistreraient un rebond de 14,7%, impactées essentiellement par les hausses de la rubrique des « autres recettes » non fiscales de 15,2% et des produits en provenance des établissements et entreprises publics (EEP) de 47%. Les recettes issues des mécanismes de financement innovants devraient se stabiliser à 35 milliards. En regard, les dépenses ordinaires s'alourdiraient de 15,6%, avec notamment un accroissement de 16,2% de celles au titre des biens et services. La masse salariale augmenterait de 9,5% et les charges des autres biens et services de 29%. De même, les paiements d'intérêts de la dette devraient progresser de 25,7%. En revanche, les dépenses de compensation sont prévues en recul de 25,7% et celles d'investissement devraient augmenter de 4,5% à 122,6 milliards, ou 7,3% du PIB.

En 2026, le produit fiscal devrait s'améliorer de 7% d'une année à l'autre, avec des hausses de 3,6% des rentrées des impôts directs et de 9,7% de celles des impôts indirects. Pour leur part, les recettes non fiscales régresseraient de 25,3%, avec notamment un recul de celles des mécanismes de financement innovants à 20 milliards au lieu de 35 milliards en 2025 et une baisse de 44,2% des autres recettes non fiscales. En parallèle, les dépenses ordinaires devraient s'alourdir de 7,7%, tirées principalement par la progression de 11,4% de celles de biens et services. La masse salariale s'accroîtrait de 8,4% et les dépenses au titre des autres biens et services de 16,4%. Les charges en intérêts de la dette, quant à elles, baisseraient de 2,5%. Les dépenses de compensation devraient s'alléger de 26,8% à 13,9 milliards et celles d'investissement de 6,4% à 114,8 milliards.

En 2027, les recettes fiscales se raffermiraient de 5,5%, reflétant des accroissements de 6,1% des collectes des impôts directs et de 5,1% des rentrées des impôts indirects. S'agissant des recettes non fiscales, elles devraient diminuer de 12,3%, avec des régressions de 25% à 15 milliards des rentrées des mécanismes de financement innovants, en révision de 10 milliards par rapport au montant programmé dans la PBT 2025-2027, et de 7,2% des recettes provenant des EEP. En regard, les dépenses ordinaires augmenteraient de 3,1%, en liaison notamment avec les alourdissements de 3,6% des dépenses de biens et services. La masse salariale et les dépenses au titre des autres biens et services s'accroîtraient de 3,6% chacune. Les charges en intérêts de la dette et celles de compensation baisseraient de 0,2% et 7,7% respectivement. Pour leur part, les dépenses d'investissement augmenteraient de 2,9% à 118,1 milliards, soit l'équivalent de 6,2% du PIB.

Croissance soutenue des activités non agricoles à moyen terme

Après une progression de 3,8% en 2024, la croissance de l'économie nationale connaîtrait une nette accélération à 5% en 2025 au lieu de 4,6% prévu en septembre. Cette révision tient compte d'une dynamique plus vigoureuse qu'attendu des activités non agricoles au deuxième trimestre. Leur croissance s'accroîtrait de 5%, portée principalement par les secteurs de la construction et du tourisme. S'agissant des activités agricoles, leur valeur ajoutée augmenterait de 5%, tenant compte d'une récolte céréalière de 43,1 MQx au titre de la campagne agricole 2024-2025. Du côté de la demande, la contribution de sa composante intérieure devrait se renforcer, portée principalement par l'amélioration attendue des revenus non agricoles et par une nette progression de l'investissement. En revanche, la contribution des exportations nettes demeurerait négative.

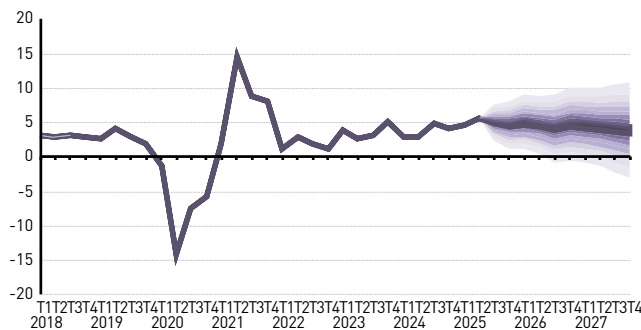
À moyen terme, la croissance devrait se consolider à 4,7% en 2026 puis à 4,3% en 2027, portée principalement par la poursuite du dynamisme des activités non agricoles, dont la croissance progresserait de 4,8% en 2026 puis de 4,5% en 2027. Parallèlement, la valeur ajoutée agricole s'améliorerait de 4% en 2026 et de 2% en 2027, sous l'hypothèse d'un retour à des campagnes agricoles moyennes. Du côté de la demande, la croissance resterait portée par la demande intérieure qui maintiendrait sa vigueur, à la faveur notamment de la forte dynamique de l'investissement dans les infrastructures. Les exportations nettes continueraient, pour leur part, d'afficher une contribution négative à la croissance, bien que celle-ci s'atténuerait d'une année à l'autre.

Tableau 7.3 : Croissance économique

Variation en %	Réalizations						Prévisions			Ecart (déc./sept.)	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2025	2026
Croissance nationale	2,9	-7,2	8,2	1,8	3,7	3,8	5,0	4,7	4,3	0,4	0,3
VA agricole	-5,0	-8,1	19,5	-11,3	1,5	-4,8	5,0	4,0	2,0	0,0	0,8
PIB non agricole	3,8	-7,1	6,9	3,5	3,9	4,8	5,0	4,8	4,5	0,5	0,3

Sources : Données du HCP et prévisions BAM.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l’horizon de prévision (T3 2025-T4 2027), en glissement annuel



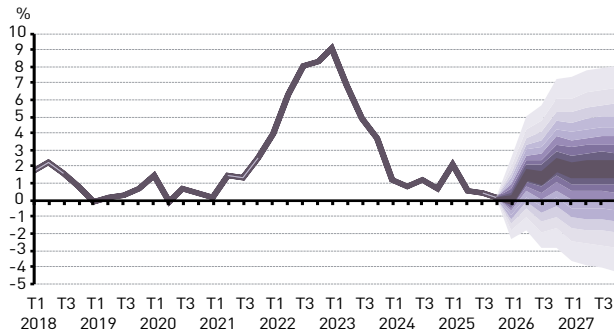
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.
Sources : Données du HCP, calculs et prévisions BAM.

Inflation modérée sur l'horizon de prévision

Après un taux de 0,9% en 2024, l'inflation aurait évolué au même rythme en moyenne cette année, se situant à 0,8%. Cette projection ressort en révision à la baisse de 0,2 point de pourcentage (pp) comparativement à celle de septembre, résultat d'une hausse moins importante que prévu de sa composante sous-jacente et des prix des produits réglementés. En effet, l'inflation sous-jacente aurait décéléré à 0,7% en moyenne en 2025, contre 2,2% en 2024, en révision à la baisse de 0,4 pp par rapport à septembre. De même, les tarifs réglementés auraient affiché un accroissement de 1,3% en 2025, moins important qu'attendu en septembre, tenant compte de la non-application de la hausse programmée du prix du gaz butane. Concernant les prix des carburants et lubrifiants, ils auraient enregistré un repli de 9,5% en moyenne en 2025 après une baisse de 3,4% une année auparavant, en ligne avec l'évolution des cours internationaux du pétrole. Quant aux prix des produits alimentaires à prix volatils, ils auraient augmenté de 2,6% en moyenne cette année après une baisse de 2,9% en 2024, ressortant ainsi en révision à la hausse comparativement aux projections de septembre en lien principalement avec les dernières réalisations.

Sur le reste de l'horizon de prévision, l'inflation devrait s'accélérer graduellement, passant à 1,3% en 2026 puis à 1,9% en 2027. Sa composante sous-jacente se maintiendrait inchangée par rapport au rythme enregistré en 2025, soit 0,7% en 2026 puis s'accélérerait à 1,9% en 2027. Pour les autres composantes, les tarifs réglementés évolueraient de 0,9% en 2026 et de 2,2% en 2027. Pour ce qui est des carburants et lubrifiants, leurs prix devraient se stabiliser en 2026 avant d'augmenter en 2027, en ligne avec les perspectives d'évolution des prix internationaux des produits pétroliers. Quant aux produits alimentaires à prix volatils, une hausse est attendue en 2026, avant une quasi-stabilité en 2027.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T4 2025 - T4 2027)*

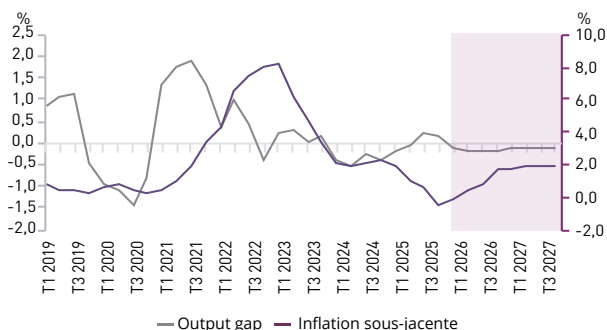
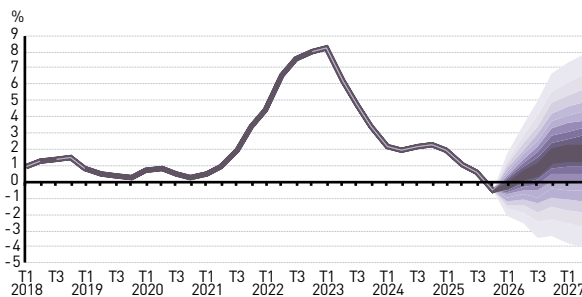


* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente

	Réalizations						Prévisions				Ecart (déc./sept.)	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Horizon de prévision T4-2025 - T3-2027	2025	2026
Inflation	0,2	0,7	1,4	6,6	6,1	0,9	0,8	1,3	1,9	1,4	-0,2	-0,6
Inflation sous-jacente	0,5	0,5	1,7	6,6	5,6	2,2	0,7	0,7	1,9	1,0	-0,4	-1,3

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

Graphique 7.10 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap**Graphique 7.11: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T4 2025 - T4 2027)***

* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.
Sources : Données du HCP, calculs et prévisions BAM.

7.3 Balance des risques

Malgré la relative atténuation des tensions commerciales, les incertitudes entourant les perspectives de l'économie mondiale demeurent élevées et risquent de freiner le commerce international, de perturber les chaînes d'approvisionnement et, in fine, d'impacter l'inflation et de peser sur la croissance mondiale. À ces facteurs s'ajoutent les difficultés persistantes du secteur immobilier en Chine, l'alourdissement de la dette publique mondiale, ainsi que la persistance de pressions inflationnistes dans certaines grandes économies, notamment les Etats-Unis. Enfin, la persistance des conflits au Moyen-Orient et de la guerre en Ukraine pourrait fragiliser davantage l'activité économique mondiale et accentuer les tensions sur les chaînes d'approvisionnement, en particulier énergétiques.

Au niveau national, les principaux risques pesant sur l'activité économique restent liés à la récurrence des sécheresses et à l'aggravation du stress hydrique. En revanche, les chantiers lancés ou programmés dans le cadre de l'accueil de manifestations sportives internationales pourraient générer des effets d'entraînement plus importants et engendrer un rythme plus rapide de la croissance. Concernant l'inflation, bien qu'elle ait enregistré un repli au cours des derniers mois, les risques demeurent orientés à la hausse. Outre les facteurs externes, des conditions climatiques défavorables pourraient entraîner un renchérissement des denrées alimentaires.

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

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

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1 : Evolution de quelques indicateurs avancés de l'activité aux Etats-Unis et dans la zone euro.....	19
Graphique 1.2 : Evolution du taux de change euro/dollar	21
Graphique 1.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	21
Graphique 1.4 : Evolution du VIX et du VSTOXX.....	22
Graphique 1.5 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans	22
Graphique 1.6 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	22
Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent et du Gaz naturel-Europe.....	23
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie.....	23
Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés	23
Graphique 1.10 : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	24
Graphique E.1.1.1 : Balance commerciale des biens des Etats-Unis	25
Graphique E.1.1.2 : Taux effectif moyen des droits de douanes américains	25
Graphique E.1.1.3 : Indice de l'incertitude commerciale mondiale.....	27
Graphique 2.1 : Exportations du secteur automobile à fin octobre	28
Graphique 2.2 : Evolution mensuelle des recettes de voyages	30
Graphique 2.3 : Evolution mensuelle des transferts des MRE.....	30
Graphique 3.1 : Taux interbancaire.....	32
Graphique 3.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire.....	33
Graphique 3.3 : Coût de financement des banques	33
Graphique 3.4 : Taux de change effectifs en termes nominaux et réels	34
Graphique 3.5 : Taux de change du dirham	34
Graphique 3.6 : Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire en glissement annuel	35
Graphique 3.7 : Crédit bancaire	
Graphique 3.8 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit	36
Graphique 3.9 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme	36
Graphique 3.10 : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières.....	37
Graphique 3.11 : Evolution de l'indice MASI	37
Graphique 3.12 : Evolution des indices sectoriels au mois de novembre par rapport au troisième trimestre 2025	37
Graphique 3.13 : Evolution des levées des bons du Trésor	38
Graphique 3.14 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	38
Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances	40
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances	41
Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires	41
Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin octobre.....	41
Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin octobre	42
Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin octobre	42
Graphique 4.7 : Endettement du Trésor	43

Graphique 5.1 : Dépenses de consommation	45
Graphique 5.2 : PIB par composante	46
Graphique 5.3 : Contributions de certaines branches d'activité à la croissance	46
Graphique 5.4: Créations d'emplois par secteur.....	47
Graphique 5.5 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé	47
Graphique 5.6 : SMIG horaire en termes nominaux et réels	47
Graphique 5.7 : Output-gap global	48
Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente.....	50
Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	50
Graphique 6.3 : Cours du Brent et indice des prix des carburants et lubrifiants	50
Graphique 6.4 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables	51
Graphique 6.5 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	51
Graphique 6.6 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	51
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises	52
Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres.....	52
Graphique 6.9 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier	52
Graphique 6.10 : Principaux indices des prix à la production industrielle	52
Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro.....	57
Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis.....	57
Graphique 7.3 : Prix du Brent	58
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires	58
Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro	58
Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis	58
Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR	59
Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision, en glissement annuel	63
Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision	64
Graphique 7.10 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap	65
Graphique 7.11: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision	65

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel.....	19
Tableau 1.2 : Evolution du taux de chômage.....	19
Tableau 1.3 : Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés, en glissement annuel	24
Tableau 2.1 : Exportations par secteur	29
Tableau 2.2 : Importations par groupement d'utilisation de produits	30
Tableau 2.3 : Balance des services	30
Tableau 2.4 : Investissements directs	31
Tableau 3.1 : Taux des bons du Trésor sur le marché primaire	33

Tableau 3.2 : Taux créditeurs	33
Tableau 3.3 : Taux débiteurs	34
Tableau 4.1 : Recettes ordinaires	40
Tableau 4.2 : Exécution des dépenses publiques	41
Tableau 4.3 : Financement du déficit	42
Tableau 4.4 : Endettement du Trésor	43
Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail	48
Tableau 6.1 : Inflation et ses composantes	49
Tableau 6.2 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables	51
Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements	61
Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire	61
Tableau 7.3 : Croissance économique	63
Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente	64

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1 : Le choc tarifaire américain de 2025 : une politique commerciale à portée mondiale	25
--	----