



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

Janvier 2026



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

Janvier 2026

بنك المغرب

Table des matières

Vue d'ensemble	5
I. Environnement international	10
Croissance et inflation dans les principaux pays partenaires	13
Principales mesures de politique monétaire	14
Marchés mondiaux des matières premières	15
II. Comptes extérieurs	16
Balance commerciale.....	17
Autres composantes du compte extérieur.....	19
III. Production, demande et marché du travail.....	20
Comptes nationaux	22
Agriculture	24
Industrie	25
Mines ..	26
Energie	27
Principaux indicateurs des activités sectorielles	28
Marché du travail	29
IV. Finances publiques	30
Situation des charges et ressources du Trésor à fin novembre 2025.....	32
V. Monnaie, taux d'intérêt et liquidité.....	34
Taux d'intérêt	36
Monnaie, crédits et placements liquides	37
VI. Marché des changes.....	41
Cotation des devises	42
Opérations sur le marché des changes	42
VII. Marchés des Actifs	43
Indices boursiers	44
Activité	45
Cours...	46
Gestion d'actifs	47
Marchés de la datte.....	48
VIII. Evolution de l'inflation	50
Evolution de l'inflation et ses composantes	51
Prix à la production industrielle.....	55

بنات المغرب

VUE D'ENSEMBLE

L'économie mondiale a fait preuve de résilience en 2025 malgré les tensions commerciales et géopolitiques. Elle aborde néanmoins l'année 2026 dans un contexte d'incertitudes persistantes, marqué par de nouvelles tensions géopolitiques, notamment à la suite de l'intervention militaire américaine au Venezuela le 3 janvier.

Selon les données disponibles à fin 2025, la croissance a globalement ralenti dans les principales économies avancées et émergentes, à l'exception notable de certains grands pays tels que les États-Unis et l'Inde, où l'activité est restée relativement robuste au troisième trimestre. Cette évolution s'est accompagnée d'une modération progressive des tensions inflationnistes, en particulier dans la zone euro. Parallèlement, les marchés du travail des économies avancées ont continué de montrer des signes de détente, comme en atteste le net ralentissement des créations d'emplois aux Etats-Unis. Dans ces conditions, les principales banques centrales des pays avancés ont, lors de leurs dernières réunions, privilégié des orientations de politique monétaire plus accommodantes ou des statu quo.

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 2,9% à 2,8% en Espagne, s'est stabilisée à 0,3% en Allemagne et s'est accélérée de 0,8% à 0,9% en France et de 0,5% à 0,6% en Italie. Aux Etats-Unis, elle a affiché une hausse à 2,3% après 2,1% un trimestre auparavant, portée par la consommation des ménages, le net rebond des exportations et la poursuite des investissements dans l'intelligence artificielle. Pour les autres économies avancées, le rythme de l'activité a ralenti en particulier de 1,9% à 0,7% 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, de 4,9% à 3,7% en Turquie et de 1,1% à 0,6% en Russie, alors qu'en Inde, elle s'est accélérée de 7,8% à 8,2%.

Sur les **marchés du travail** des économies avancées, les données du mois de décembre font ressortir une légère baisse du taux de chômage aux États-Unis à 4,4%, après 4,5% en novembre, avec toutefois un ralentissement des créations d'emplois de 56 mille à 50 mille postes. Dans la zone euro, le taux de chômage est ressorti en légère diminution à 6,3% en novembre après 6,4% le mois précédent, avec des évolutions divergentes entre les pays membres. Il est resté inchangé à 7,7% en France et à 3,8% en Allemagne, tandis qu'il a reculé de 5,8% à 5,7% en Italie et de 10,5% à 10,4% en Espagne. Au Royaume-Uni, les données du mois d'octobre indiquent une hausse modérée du taux de chômage à 5,1%.

S'agissant des **marchés boursiers** des principales économies avancées, ils ont affiché des performances positives en décembre. Le Dow Jones Industrials a ainsi augmenté de 2,4%, l'Eurostoxx de 1,7% et le FTSE 100 de 0,9%, alors que le Nikkei 225 est resté quasi-stable d'un mois à l'autre. Ces évolutions se sont accompagnées d'une atténuation de la volatilité, aussi bien sur les marchés européens qu'américains, le VSTOXX ayant diminué de 19,7 à 15,4 entre novembre et décembre, et le VIX de 19,8 à 15,5 sur la même période. Au niveau des économies émergentes,

l'indice MSCI EM est resté, en décembre, au même niveau que le mois précédent, avec notamment une baisse de 2,7% pour le sous-indice chinois et de 1% pour celui de l'Inde.

Pour leur part, les **rendements obligataires souverains** sont demeurés globalement inchangés entre novembre et décembre. Ainsi, le taux à 10 ans est resté stable à 4,1% pour les Etats-Unis, à 2,9% pour l'Allemagne, à 3,5% pour la France, à 3,3% pour l'Espagne et à 3,5% pour l'Italie. Concernant les principales économies émergentes, ce taux a stagné à 1,8% pour la Chine, à 13,7% pour le Brésil et à 6,6% pour l'Inde, tandis qu'il a diminué de 177 points de base (pb) à 28,4% pour la Turquie.

Sur les **marchés de change**, l'euro s'est apprécié de 1,3% d'un mois à l'autre en décembre vis-à-vis du dollar américain et de 1,8% face au yen japonais, alors qu'il s'est légèrement déprécié de 0,6% par rapport à la livre sterling. Quant aux monnaies des principales économies émergentes, elles ont affiché des évolutions disparates face au dollar, avec des gains de 1% pour la livre turque, de 1,3% pour la roupie indienne et de 2,3% pour le real brésilien, contre une perte de 0,9% pour le renminbi chinois.

Sur le **marché des matières premières**, le cours du Brent a poursuivi sa trajectoire baissière, enregistrant un recul de 1,4% à 62,7 dollars le baril entre novembre et décembre, et de 15,8% en glissement annuel, du fait notamment de l'augmentation de la production des pays de l'OPEP+. De même, le prix du gaz naturel sur le marché européen a reculé, d'un mois à l'autre, de 9% à 9,48 \$/mmBTU, et de 31,6% en glissement annuel. Pour leur part, les produits hors énergie ont vu leur cours progresser de 1,3%, recouvrant en particulier une hausse de 5,3% des prix des métaux et minéraux et une diminution de 0,4% de ceux des produits agricoles. En comparaison annuelle, ils ressortent globalement quasi-stables, recouvrant notamment la hausse de 19,2% des prix des métaux et minéraux et le repli de 8,8% de ceux des produits agricoles. S'agissant du phosphate et dérivés, les cours ont diminué, en glissement mensuel, de 11,4% à 627,5 dollars la tonne pour le DAP et de 15,4% à 538,5 dollars pour le TSP, alors que ceux du phosphate brut sont restés stables à 152,5 dollars. En glissement annuel, les prix ressortent en appréciation de 10,4% pour le DAP et de 12,8% pour le TSP, tandis que ceux du phosphate brut sont restés inchangés.

Dans ce contexte, l'**inflation** a affiché une légère décélération dans la zone euro à 2% en décembre, après 2,1% un mois auparavant, recouvrant notamment celles de 2,6% à 2% en Allemagne, de 0,8% à 0,7% en France et de 3,2% à 3% en Espagne, tandis qu'une accélération de 1,1% à 1,2% a été enregistrée en Italie. Aux Etats-Unis, elle s'est stabilisée à 2,7%. Dans les autres principales économies avancées, l'inflation a ralenti de 3,6% en octobre à 3,2% en novembre au Royaume-Uni et de 3% à 2,9% au Japon.

Concernant les **décisions de politique monétaire**, la **BCE** a décidé, à l'issue de sa réunion des 17 et 18 décembre, de maintenir inchangés, pour la quatrième fois d'affilée et après 8 baisses opérées depuis juin 2024, ses trois taux directeurs, indiquant que l'inflation devrait se stabiliser au niveau de l'objectif de 2% à moyen terme. En revanche, à l'issue de sa réunion des 9 et 10 décembre, la **FED** a réduit, pour la troisième fois consécutive, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 25 pb à [3,50%-3,75%], invoquant notamment l'affaiblissement des créations d'emplois et une modération du rythme de progression de l'activité économique. De même, la **Banque d'Angleterre** a décidé, lors de sa réunion du 18 décembre, d'abaisser son taux directeur de 25 pb à 3,75%, soit la quatrième baisse sur l'année 2025 et ce, après deux décisions consécutives de statu

quo. Elle a indiqué que l'inflation, bien qu'elle demeure supérieure à l'objectif de 2%, devrait s'en rapprocher plus rapidement à court terme.

Au niveau national, les données des comptes nationaux relatifs au troisième trimestre 2025 indiquent un ralentissement de la croissance économique à 4%, au lieu de 5% la même période de l'année précédente. Cette évolution reflète une décélération de 5,7% à 3,8% du rythme d'accroissement de la valeur ajoutée non agricole et une hausse de 4,4%, après un recul de 5,1%, de celle agricole.

Le déroulement de la campagne agricole 2025/2026 est marqué par des conditions climatiques très favorables. Plus particulièrement, à partir de la deuxième décade de novembre, des précipitations importantes et généralisées ont été enregistrées, ce qui devrait favoriser les travaux d'emblavement du sol. Le cumul pluviométrique a atteint 194,1 mm au 31 décembre 2025, en hausse de 159,1% par rapport à la campagne précédente et de 115,9% par rapport à la moyenne des cinq dernières années. Dans ces conditions, le taux de remplissage des barrages s'est inscrit dans une tendance haussière, pour se situer à 46,6% au 16 janvier 2026 au lieu de 28,2% un an auparavant.

Pour les industries manufacturières, leur valeur ajoutée s'est accrue de 2,6% au troisième trimestre, après 6,6% un an auparavant, reflétant essentiellement un repli de 3% pour la branche « fabrication de textiles, d'articles d'habillement, de cuir et d'articles de cuir », et des décélérations de 15,8% à 3,2% pour la « fabrication de produits chimiques » et de 8,5% à 5,6% pour la « fabrication de matériel de transport ». Les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie réalisée par Bank Al-Maghrib font ressortir une amélioration du TUC, en comparaison annuelle, de 1,3 point à 79,6% en moyenne aux mois d'octobre et novembre.

Concernant le secteur du BTP, sa valeur ajoutée a connu un ralentissement au troisième trimestre à 5,6%, au lieu de 6,8% à la même période de 2024. Cette décélération se serait poursuivie au quatrième trimestre, comme le laisse indiquer la progression de 2,1% des ventes de ciment¹, contre 16,5% un an auparavant. Quant aux industries extractives, leur valeur ajoutée s'est accrue de 5,2% au troisième trimestre, après 14% un an auparavant ; et au cours des mois d'octobre et novembre, la production marchande de phosphate brut a baissé de 9,2%.

S'agissant de la branche « électricité, gaz, eau, assainissement et déchets », sa valeur ajoutée a marqué une hausse de 5,9% au troisième trimestre après 4,6% un an auparavant. Cette dynamique se serait poursuivie au quatrième trimestre, comme l'indique l'augmentation de 5,8% de la production d'électricité en moyenne en octobre et novembre.

Pour ce qui est des « activités d'hébergement et de restauration », leur valeur ajoutée s'est accrue de 7,4% au troisième trimestre après 12,3% un an auparavant. Cette dynamique se serait maintenue, avec une hausse des arrivées touristiques de 15,3% au cours du quatrième trimestre et de 23,4% durant le mois de décembre. Sur l'ensemble de l'année 2025, les arrivées touristiques ont progressé de 14% pour atteindre un niveau record de 19,8 millions, dépassant ainsi l'objectif de 17,5 millions prévu en 2026 dans le cadre de la feuille de route gouvernementale du tourisme.

Sur le **marché de travail**, l'économie nationale a créé 167 mille emplois entre le troisième trimestre de 2024 et la même période de 2025, après 213 mille un an auparavant. A l'exception de l'agriculture qui a accusé une perte de 47 mille emplois, les autres secteurs ont enregistré des créations s'élevant

¹ Cette évolution serait due en partie à l'abondance des précipitations enregistrée au cours des derniers mois du trimestre.

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 actifs, le taux d'activité a diminué de 0,3 point à 43,3%, de 0,5 point à 45,2% dans les campagnes et de 0,2 point à 42,3% en milieu urbain. Dans ces conditions, le taux de chômage a reculé de 0,5 point à 13,1% au niveau national, de 0,7 point à 16,3% dans les villes et de 0,5 point à 6,9% dans les zones rurales.

Au niveau **des comptes extérieurs**, les données relatives aux onze 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 amélioration des transferts des MRE. Ainsi, les importations ont augmenté de 9,2% à 752,3 milliards de dirhams et les exportations de 1,8% à 423,5 milliards. Le déficit commercial s'est, en conséquence, creusé de 20,4% à 328,8 milliards, et le taux de couverture s'est replié par rapport à fin novembre 2024 de 4,1 points à 56,3%.

Les importations ont été tirées principalement par les hausses de 15% des biens d'équipement, de 12,9% des produits finis de consommation et de 5,9% des demi-produits, tandis que la facture énergétique s'est allégée de 5,3% à 98,7 milliards. Quant aux exportations, leur progression reflète essentiellement celle de 13,8% des ventes de phosphate et dérivés, les expéditions du secteur automobile s'étant, en revanche, contractées de 3,1% à 141,3 milliards. S'agissant des recettes de voyages, elles se sont élevées à 124,1 milliards, en hausse de 18,7% par rapport à la même période de 2024 et de 44,9% par rapport au flux de décembre 2024, et les dépenses au même titre se sont accrues de 12,7% à 30,2 milliards. Quant aux transferts des MRE, ils ont progressé de 1,6% à 111,5 milliards de dirhams. En ce qui concerne les principales opérations financières, les recettes d'IDE ont augmenté de 25,9% à 50,6 milliards, alors que les dépenses des investissements directs marocains à l'étranger ont diminué de 22,4% à 18,9 milliards.

A fin novembre 2025, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est établi à 434,1 milliards de dirhams, avant d'atteindre 443,3 milliards en décembre, représentant l'équivalent de 5 mois et 23 jours d'importations de biens et services.

Sur le plan des finances publiques, l'exécution budgétaire à fin novembre 2025 s'est soldée par un déficit global, hors produit de cession des participations de l'Etat, de 71,6 milliards de dirhams, en creusement de 19,2 milliards comparativement à la même période en 2024. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 14,7% à 400,8 milliards, portées principalement par des hausses de 15,2% des rentrées fiscales et de 13% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 15% à 360,8 milliards, traduisant essentiellement des accroissements de 17,7% de celles de biens et services et de 21% de celles en intérêts de la dette, alors que les charges de compensation se sont repliées de 26,8%. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 40 milliards, au lieu de 35,8 milliards un an auparavant. Pour sa part, l'investissement a progressé de 16,9% à 100,4 milliards, portant les dépenses globales à 461,2 milliards, en hausse de 15,4%. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il est ressorti négatif à 11,2 milliards, au lieu de 2,3 milliards un an auparavant. Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 18 milliards de dirhams, le déficit de caisse s'est creusé à 89,6 milliards, contre 57,6 milliards à fin novembre 2024. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures nettes de 56,1 milliards et par un flux net extérieur positif de 33,6 milliards.

Sur le plan monétaire, l'agrégat M3 a enregistré une hausse annuelle de 8,3% à fin novembre. Par principales composantes, les dépôts à vue auprès des banques ont augmenté de 11,2% et la circulation fiduciaire de 13,1%. Pour les titres d'OPCVM monétaires, ils ont connu une expansion

de 17,6% et les comptes sur carnet un accroissement de 1,9%, alors que les dépôts à terme se sont repliés de 4%. Quant au crédit bancaire au secteur non financier, il a progressé de 4,2% globalement, de 3,4% pour les prêts accordés aux ménages, de 2,3% pour ceux aux entreprises privées et de 10,8% pour les concours aux entreprises publiques.

S'agissant de la liquidité bancaire, le besoin s'est accentué à 135,7 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire en décembre 2025, contre 129,1 milliards un mois auparavant. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté le volume global de ses injections à 154,4 milliards de dirhams. Sur le marché interbancaire, le volume quotidien moyen des échanges s'est élevé à 6 milliards de dirhams en décembre et le taux moyen pondéré s'est situé à 2,25%.

Pour ce qui est des taux créditeurs assortissant les dépôts bancaires, ils ont enregistré en novembre une baisse de 47 points de base (pb) à 2,31% pour ceux à 6 mois et de 11 pb à 2,60% pour ceux à un an. Quant au taux de rémunération des comptes sur carnet, il a été fixé à 1,61% pour le premier semestre de 2026 après 1,91% au deuxième semestre de 2025. 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 baissé 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. S'agissant des taux appliqués aux crédits aux entreprises non financières, ils ont enregistré une augmentation de 2 pb à 4,74%, avec une hausse de 8 pb à 4,72% pour les facilités de trésorerie et des reculs de 34 pb à 4,48% pour les prêts à l'équipement et de 10 pb à 5,37% pour les crédits à la promotion immobilière.

Au niveau du **marché des bons du Trésor**, les taux ont connu de légères hausses en décembre, aussi bien sur le compartiment primaire que secondaire. Les émissions ont totalisé 7,6 milliards de dirhams en décembre, après 20,1 milliards un mois auparavant. Tenant compte des remboursements de 14,7 milliards à fin décembre, l'encours des bons du Trésor est ressorti à 787,3 milliards, en progression de 4,5% depuis le début de l'année.

Sur le **marché boursier**, le MASI est ressorti en appréciation de 27,6% sur l'ensemble de l'année 2025, après celles de 22,2% une année auparavant et de 12,8% en 2023. Cette évolution a concerné la quasi-totalité des secteurs, avec en particulier une hausse de 18,8% pour les « Banques », de 77,2% pour les « Services de transport » et de 33,8% pour les « Bâtiments et matériaux de construction ». Concernant le volume des échanges, il a enregistré une augmentation de 62,7% à 161,1 milliards, réalisé principalement sur le marché central.

S'agissant de **l'inflation**, elle s'est établie à -0,3% en novembre, au lieu de 0,1% en octobre, maintenant sa moyenne au cours des onze premiers mois de l'année à 0,8%. Sa composante sous-jacente est ressortie à -1% contre -0,3% un mois auparavant, traduisant, d'une part, la décélération du rythme de progression des prix des biens non échangeables de 0,8% à 0,6%, et de l'autre, l'accentuation de la baisse des prix des biens échangeables de -1,1% à -2,2%.

I. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

L'économie mondiale a fait preuve de résilience en 2025 malgré les tensions commerciales et géopolitiques. Elle aborde néanmoins l'année 2026 dans un environnement marqué par une incertitude persistante, de nouvelles tensions géopolitiques, notamment à la suite de l'intervention militaire américaine au Venezuela le 3 janvier.

Selon les données disponibles à fin 2025, la croissance a globalement ralenti dans les principales économies avancées et émergentes, à l'exception notable de certains grands pays tels que les États-Unis et l'Inde, où l'activité est restée relativement robuste au troisième trimestre. Cette évolution s'est accompagnée d'une modération progressive des tensions inflationnistes, en particulier dans la zone euro. Parallèlement, les marchés du travail des économies avancées ont continué de montrer des signes de détente, comme en atteste le net ralentissement des créations d'emplois aux Etats-Unis. Dans ces conditions, les principales banques centrales des pays avancés ont, lors de leurs dernières réunions, privilégié des orientations de politique monétaire plus accommodantes ou le statu quo.

Aux États-Unis, les données relatives au troisième trimestre 2025 font ressortir une hausse de la croissance à 2,3%, après 2,1% un trimestre auparavant, portée par une consommation dynamique des ménages, un net rebond des exportations et la poursuite des investissements dans l'intelligence artificielle. En revanche, dans la zone euro, le rythme de l'activité a décéléré à 1,4% au troisième trimestre contre 1,6% le trimestre précédent, avec toutefois des évolutions disparates entre les pays membres. Il s'est ainsi légèrement accéléré de 0,8% à 0,9% en France et de 0,5% à 0,6% en Italie, s'est stabilisé à 0,3% en Allemagne, tandis qu'il a décéléré de 2,9% à 2,8% en Espagne. Dans les autres grandes économies avancées, la croissance a ralenti à 1,3% au Royaume-Uni au troisième trimestre, après 1,4% un trimestre auparavant, et est revenue de 1,9% à 0,7% au Japon, sur la même période.

Au sein des économies émergentes, le rythme de l'activité a décéléré au troisième trimestre en Chine à 4,8% après 5,2% au deuxième trimestre, en raison principalement d'une faible consommation des ménages, une contraction du secteur immobilier et un fléchissement de l'investissement. De même, il est revenu du deuxième au troisième trimestre de 2,4% à 1,8% au Brésil, de 1,1% à 0,6% en Russie et de 4,9% à 3,7% en Turquie, tandis qu'il s'est accéléré de 7,8% à 8,2% en Inde.

Concernant les indicateurs avancés de l'activité, l'indice PMI composite de la zone euro s'est replié de 52,8 en novembre à 51,5 en décembre. De même, l'ISM manufacturier américain a reculé de 48,2 à 47,9 sur la même période.

Sur les **marchés du travail**, les données de décembre font ressortir une légère baisse du taux de chômage aux États-Unis à 4,4%, après 4,5% en novembre, et un ralentissement des créations d'emplois de 56 mille à 50 mille postes. Dans la zone euro, le taux de chômage est ressorti en diminution à 6,3% en novembre après 6,4% le mois précédent, avec des évolutions divergentes entre les pays membres. Ainsi, il est demeuré inchangé à 3,8% en Allemagne et à 7,7% en France, tandis qu'il a légèrement reculé à 10,4% en Espagne et à 5,7% en Italie. Au Royaume-Uni, les données d'octobre indiquent une hausse modérée à 5,1%.

Sur le **marché des matières premières**, l'année 2025 a été globalement marquée par un repli de 6,5% de l'indice de la Banque mondiale, reflétant principalement la baisse marquée de 11,3% des prix des produits énergétiques, tandis que ceux des produits hors énergie ont progressé de 2,4%. Sur le marché pétrolier, le cours du Brent a poursuivi sa trajectoire baissière, enregistrant en décembre un recul de 1,4% en glissement mensuel pour s'établir à 62,7 dollars le baril en moyenne, portant ainsi sa diminution sur l'ensemble de l'année à 15,8%. Cette évolution reflète notamment une offre excédentaire liée principalement aux augmentations soutenues de la production des pays membres de l'OPEP+. Pour sa part, le cours du gaz naturel sur le marché européen a marqué une baisse de 9% d'un mois à l'autre, revenant à 9,48 \$/mmBTU en décembre, soit une contraction de 31,6% en glissement annuel.

En revanche, les prix des produits hors énergie ont augmenté en décembre de 1,3% en rythme mensuel, recouvrant notamment une progression de 5,3% de ceux des métaux et minéraux et une diminution de 0,4% pour les produits agricoles. En comparaison annuelle, ils ressortent globalement quasi stables, avec notamment un accroissement de 19,2% des cours des métaux et minéraux et un repli de 8,8% de ceux des produits agricoles. En particulier, le prix de l'or, qui continue de bénéficier de son statut de valeur refuge, a poursuivi sa tendance haussière, atteignant 4309 dollars l'once en décembre, soit un bond de 5,4% en rythme mensuel et de 62,7% en glissement annuel. Pour ce qui est du phosphate et dérivés, les prix sont restés quasi stables, d'un mois à l'autre, en décembre, à 152,5 \$/t en moyenne pour la roche, alors qu'ils ont diminué de 11,4% à 627,5 \$/t pour le DAP et de 15,4% à 538,5 \$/t pour le TSP. Sur une base annuelle, les prix ont enregistré une augmentation de 10,4% pour le DAP et de 12,8% pour le TSP et une stabilité pour le phosphate brut.

S'agissant de l'**inflation**, elle a légèrement décéléré dans la zone euro pour s'établir à 2% en décembre après 2,1% en novembre. Cette évolution recouvre notamment des décélérations de 2,6% à 2% en Allemagne, de 0,8% à 0,7% en France et de 3,2% à 3% en Espagne, tandis qu'une accélération de 1,1% à 1,2% a été enregistrée en Italie. Aux Etats-Unis, l'inflation s'est stabilisée à 2,7% en décembre. Dans les autres principales économies avancées, elle est revenue à 3,2% en novembre après 3,6% en octobre au Royaume-Uni et à 2,9% après 3% au Japon, sur la même période. Concernant les principales économies émergentes, les évolutions demeurent contrastées, avec des accélérations de 0,7% en novembre à 0,8% en décembre en Chine, soit la troisième hausse consécutive, et de 0,7% à 1,3% sur la même période en Inde, contre des ralentissements de 4,5% en novembre à 4,3% en décembre au Brésil et de 7,7% en octobre à 6,6% en novembre en Russie.

Concernant les **décisions de politique monétaire**, la BCE a maintenu inchangés, à l'issue de sa réunion des 17 et 18 décembre, ses trois taux directeurs, soit la quatrième décision consécutive de statu quo après un total de huit baisses depuis juin 2024, indiquant que l'inflation devrait se stabiliser au niveau de l'objectif de 2% à moyen terme. 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 s'est légèrement 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. De même, la **Banque d'Angleterre** a décidé, le 18 décembre, d'abaisser de 25 pb son taux directeur à 3,75%, soit la quatrième baisse sur l'année 2025 et ce, après deux décisions consécutives de statu quo. Elle a également indiqué que l'inflation, bien qu'elle demeure supérieure à l'objectif de 2%, devrait se rapprocher plus rapidement de cet objectif à court terme.

Dans ce contexte marqué par une amélioration du sentiment des investisseurs favorisée par des données économiques plus favorables et des conditions financières accommodantes en particulier aux Etats-Unis, les **marchés boursiers** des principales économies avancées ont affiché des performances positives en décembre. Le Dow Jones Industrials a ainsi augmenté de 2,4%, l'Eurostoxx de 1,7%, le FTSE 100 de 0,9%, alors que le Nikkei 225 est resté quasiment stable d'un mois à l'autre. Ces évolutions se sont accompagnées d'une atténuation de la volatilité sur les marchés européens et américains, avec des diminutions de 19,7 en novembre à 15,4 en décembre pour le VSTOXX et de 19,8 à 15,5 pour le VIX. Pour ce qui est des économies émergentes, l'indice MSCI EM est resté, en décembre, au même niveau que le mois précédent, avec notamment une baisse de 2,7% pour le sous-indice chinois et de 1% pour celui de l'Inde.

Pour leur part, les **rendements obligataires souverains** des économies avancées et émergentes sont restés globalement inchangés entre novembre et décembre. Ainsi, le taux à 10 ans est demeuré stable à 4,1% pour les Etats-Unis, à 2,9% pour l'Allemagne, à 3,5% pour la France, à 3,3% pour l'Espagne et à 3,5% pour l'Italie. S'agissant des économies émergentes, ce taux a stagné à 1,8% pour la Chine, à 13,7% pour le Brésil et à 6,6% pour l'Inde, alors qu'il a diminué de 177 pb à 28,4% pour la Turquie. Sur le marché interbancaire, le SOFR à trois mois a baissé de 16 pb entre novembre et décembre pour s'établir à 4,1%, tandis que l'Euribor de même maturité s'est maintenu à 2,1% sur la même période. S'agissant du crédit bancaire, son rythme de progression s'est accéléré à 5,4% en décembre contre 4,9% le mois précédent aux Etats-Unis, et à 3,3% après 3% dans la zone euro.

Sur les **marchés de change**, l'euro s'est apprécié de 1,3% en décembre vis-à-vis du dollar américain et de 1,8% face au yen japonais, alors qu'il s'est légèrement déprécié de 0,6% par rapport à la livre sterling. Quant aux monnaies des principales économies émergentes, elles ont affiché, entre novembre et décembre, des évolutions disparates face au billet vert, avec des gains de 1% pour la livre turque, de 1,3% pour la roupie indienne et de 2,3% pour le real brésilien, contre une perte de 0,9% pour le renminbi chinois.

CROISSANCE ET INFLATION DANS LES PRINCIPAUX PAYS PARTENAIRES

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

	2023		2024			2025			
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Economies avancées									
Etats-Unis	3,2	3,4	2,9	3,1	2,8	2,4	2,0	2,1	2,3
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	0,8	0,9
Allemagne	-0,9	-0,8	-0,5	-0,6	-0,6	-0,2	0,2	0,3	0,3
Italie	0,5	0,9	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	2,9	2,8
Royaume-Uni	0,1	-0,5	0,3	0,8	1,3	1,9	1,8	1,4	1,3
Japon	0,0	0,1	-1,2	-1,2	0,8	0,7	1,6	1,9	0,7
Economies émergentes									
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	0,6

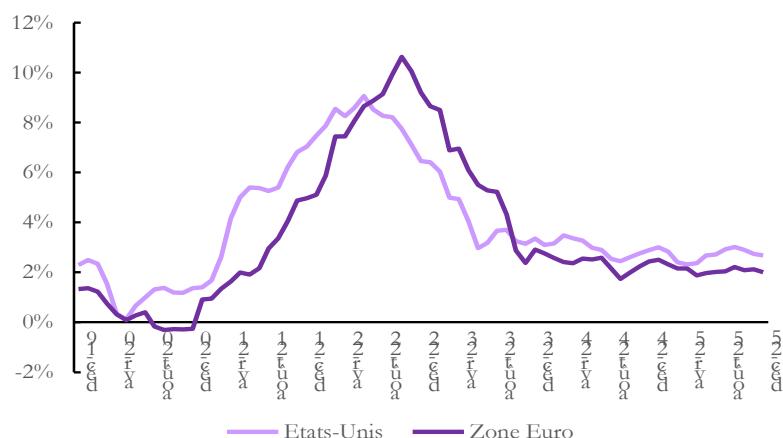
Source : Eurostat et Thomson Reuters Eikon

Evolution du taux de chômage (en %)

	2023	2024	2025		
			Octobre	Novembre	Décembre
Etats-Unis	3,6	4	N.D	4,5	4,4
Zone euro	6,6	6,4	6,4	6,3	N.D
France	7,3	7,4	7,7	7,7	N.D
Allemagne	3,1	3,4	3,8	3,8	N.D
Italie	7,7	6,5	5,8	5,7	N.D
Espagne	12,2	11,4	10,5	10,4	N.D
Royaume-Uni	4,1	4,3	5,1	N.D	N.D

Source : Thomson Reuters Eikon, Eurostat et US BLS

Inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro



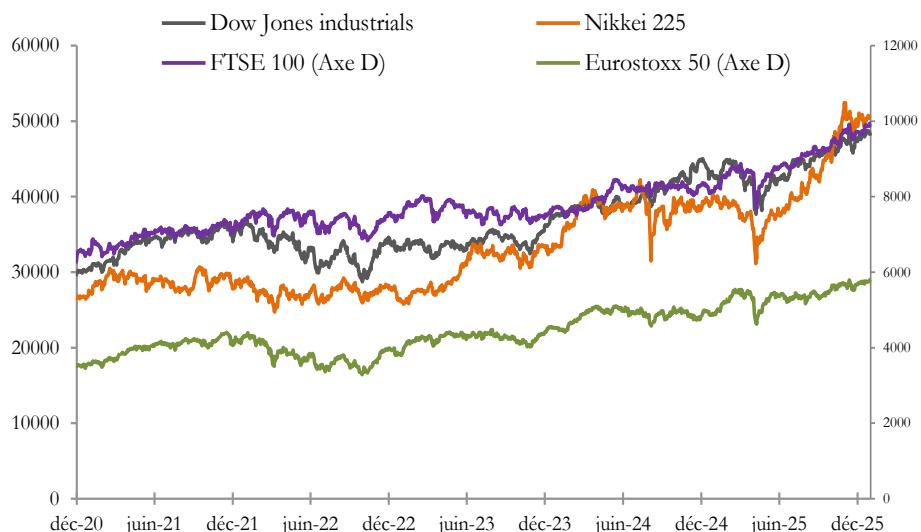
Sources : Thomson Reuters et Eurostat

PRINCIPALES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Banques centrales	Taux directeurs (en %)		Dernière décision
	Décembre 2025	Novembre 2025	
Banque centrale européenne	2,0%	2,0%	17-18 décembre 2025
Banque d'Angleterre	3,75%	4%	18 décembre 2025
Réserve fédérale américaine	[3,50%-3,75%]	[3,75%-4%]	9-10 décembre 2025

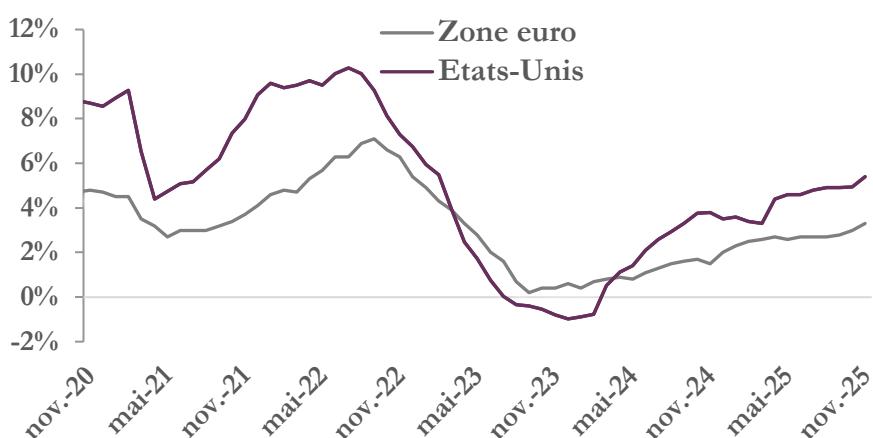
CONDITIONS FINANCIERES

Evolution des principaux indices boursiers dans les économies avancées



Source : Thomson Reuters

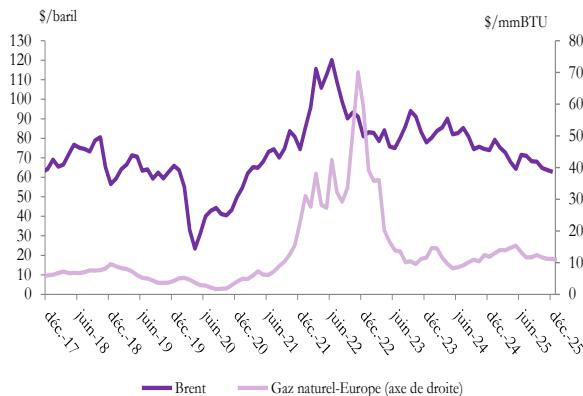
Evolution du crédit au secteur privé aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)



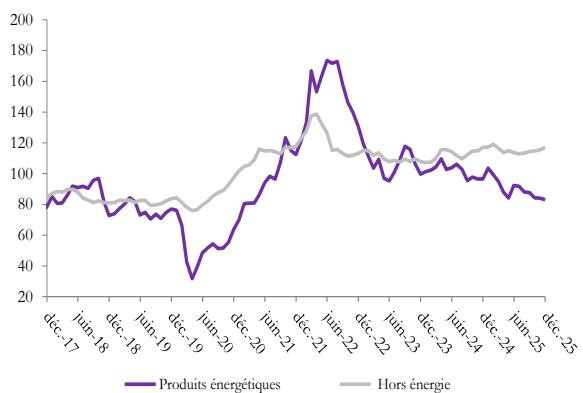
Sources : FED & BCE

MARCHES MONDIAUX DES MATIÈRES PREMIÈRES

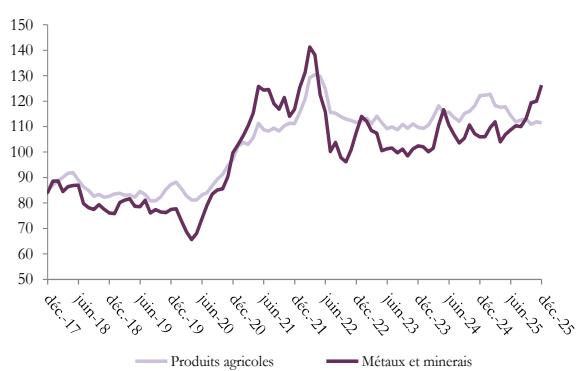
Évolution du cours du Brent et du Gaz naturel Europe



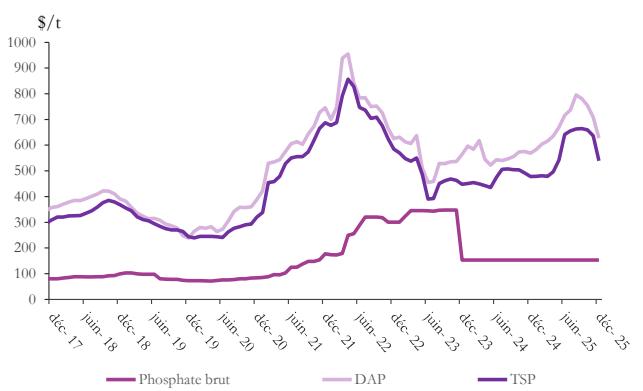
Évolution des indices des prix des produits énergétiques et hors énergie 2010=100



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



Evolution des prix du phosphate brut et dérivés



Source : Banque mondiale

II. COMPTES EXTERIEURS

Les données du commerce extérieur à fin novembre 2025 font ressortir une poursuite de la dynamique des échanges de biens et services avec des augmentations de 9,2% des importations à 752,3 milliards de dirhams et de 1,8% des exportations à 423,5 milliards. Le déficit commercial s'est, en conséquence, creusé de 20,4%, comparativement à la même période une année auparavant, pour s'établir à 328,8 milliards, et le taux de couverture s'est replié de 4,1 points à 56,3%.

L'évolution des exportations recouvre des dynamiques contrastées selon les secteurs. Les expéditions de phosphates et dérivés se sont accrues de 13,8% à 87,1 milliards de dirhams, tirées principalement par leur renchérissement sur le marché international. Cette évolution reflète, en grande partie, une hausse de 11,7% à 63,1 milliards des expéditions d'« engrais naturels et chimiques » et, dans une moindre mesure, celle de 28,9% à 9,1 milliards du « phosphate brut ». Dans le même sens, les ventes du secteur aéronautique ont enregistré une amélioration de 8,5% à 26,3 milliards, soutenues par un accroissement de 8,8% à 17,2 milliards de celles du segment de l'assemblage. Quant aux exportations du secteur « agricole et agroalimentaire », elles ont connu une quasi-stagnation à 78,8 milliards, l'augmentation de 4,4% à 37,8 milliards des ventes de produits agricoles ayant été contrebalancée par une contraction de 4% à 38,4 milliards de celles de l'industrie alimentaire. En revanche, les expéditions du secteur automobile ont accusé un repli de 3,1% à 141,3 milliards, en lien avec une diminution de 15% à 55 milliards de celles du segment de la « construction », les ventes du « câblage » ayant à l'inverse progressé de 6,1% à 53,3 milliards. De même, les exportations du « textile et cuir » ont fléchi de 4,7% à 41,1 milliards, dont 26,9 milliards pour les « vêtements confectionnés ». S'agissant des ventes du secteur « électronique et électricité », elles ont baissé de 8,7% à 15,1 milliards, avec en particulier un recul de 39,5% à 4,2 milliards pour les « composants électroniques ».

La hausse des importations a concerné l'ensemble des principaux groupements de produits, à l'exception de ceux énergétiques dont la facture s'est allégée de 5,3% à 98,7 milliards de dirhams, reflétant principalement un repli de 9,6% à 47 milliards des approvisionnements en « gas-oils et fuel-oils ». Les acquisitions de biens d'équipement se sont accrues de 15% à 181,1 milliards, avec en particulier des expansions de 69,3% à 9,8 milliards des importations de voitures utilitaires et de 45,1% à 21 milliards de celles d'avions et de leurs parties. Quant aux importations de biens de consommation, elles ont connu une progression de 12,9% à 186,2 milliards, avec des augmentations de 39,7% des achats de « voitures de tourisme » et de 17,4% de ceux des « médicaments et autres produits pharmaceutiques ». De même, les importations de demi-produits se sont renforcées de 5,9% à 158 milliards, et les achats de produits bruts ont augmenté de 34,9% à 40,5 milliards, traduisant essentiellement une hausse de 79,6% des acquisitions de « soufres bruts et non raffinés », sous l'effet d'un doublement de leurs prix à l'import. S'agissant des importations de produits alimentaires, elles ont affiché une augmentation de 4,3% à 86,1 milliards, en lien notamment avec un accroissement de 30,4% à 6,3 milliards des achats d'« animaux vivants », tandis que les approvisionnements en blé ont, à l'inverse, diminué de 4% à 15,7 milliards tirés par un repli de 8,3% du prix à l'import.

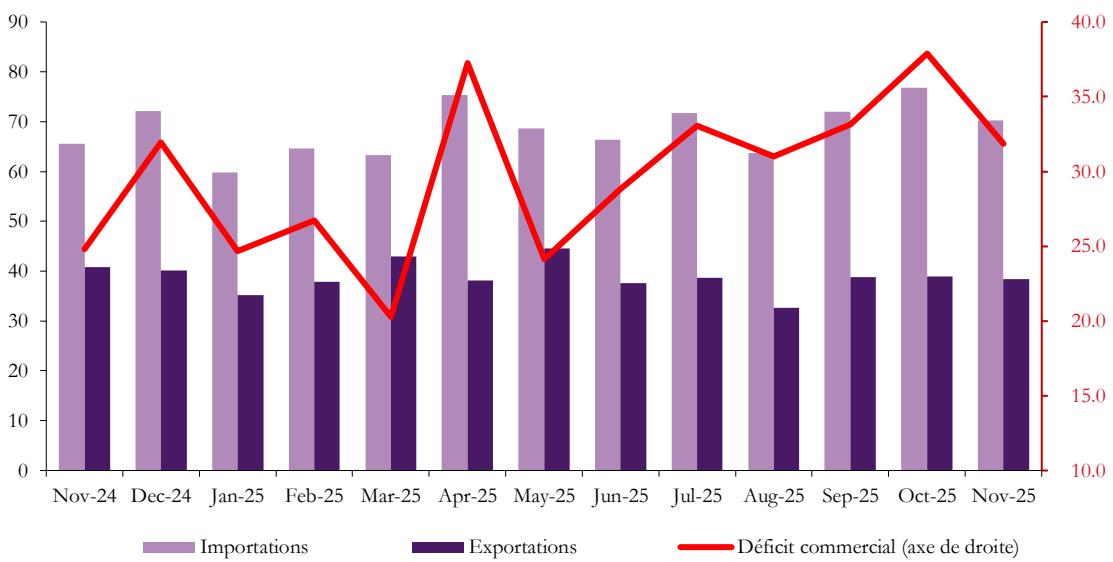
S'agissant de la balance des services, son solde excédentaire s'est accru de 15,1% à fin novembre 2025, comparativement à la même période de l'année précédente, pour atteindre 147 milliards, résultat de progressions de 11,4% des exportations et de 7,8% des importations. Concernant les recettes de voyages, elles ont poursuivi leur dynamique avec une expansion de leur flux en glissement annuel en novembre de 44,9%. Leur cumul sur les onze premiers mois est ainsi ressorti à 124,1 milliards, en augmentation de 18,7% et les dépenses de voyages se sont, pour leur part, accrues de 12,7% à 30,2 milliards. De même, les transferts des MRE ont progressé de 1,6% à 111,5 milliards de dirhams.

Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux net des IDE s'est établi à 26,7 milliards de dirhams contre 22,9 milliards à fin novembre 2024, résultat de hausses de 25,9% des recettes à 50,6 milliards et de 38,5% des cessions. En revanche, les dépenses des investissements directs marocains à l'étranger se sont repliées de 22,4% à 18,9 milliards.

A fin novembre 2025, l'encours des avoirs officiels de réserve a atteint 434,1 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 19 jours d'importations de biens et services. Ainsi, les données à fin décembre 2025 font ressortir une nette hausse à 443,3 milliards de dirhams, couvrant 5 mois et 23 jours d'importations de biens et services.

BALANCE COMMERCIALE

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



Source : Office des Changes.

**Evolution des exportations
(en millions de dirhams)**

	Janvier - Novembre		Variation	
	2025	2024	en valeur	en %
Exportations				
Phosphates et dérivés				
Engrais naturels et chimiques	423 541	416 149	7 392	1,8
Phosphates	87 148	76 600	10 548	13,8
Acide phosphorique	63 138	56 531	6 607	11,7
	9 078	7 041	2 037	28,9
	14 932	13 028	1 904	14,6
Aéronautique	26 263	24 201	2 062	8,5
Assemblage	17 170	15 775	1 395	8,8
Système d'interconnexion de câblage électrique	9 000	8 323	677	8,1
Agriculture et Agro-alimentaire	78 807	78 927	-120	-0,2
Industrie alimentaire	38 366	39 983	-1 617	-4,0
Pêche, aquaculture	1 429	1 538	-109	-7,1
Agriculture, sylviculture, chasse	37 771	36 172	1 599	4,4
Autres extractions minières	4 503	4 982	-479	-9,6
Minerai de cuivre	1 260	1 386	-125	-9,0
Minerai de plomb	844	778	65	8,4
Sulfate de baryum	1 049	1 027	22	2,1
Électronique et Électricité	15 137	16 585	-1 448	-8,7
Composants électroniques	4 232	6 992	-2 760	-39,5
Appareils électr. pr téléphonie ou télégraphie par fil	1 701	1 780	-79	-4,4
Fils et câbles	6 065	5 110	955	18,7
Textile et Cuir	41 105	43 113	-2 008	-4,7
Vêtements confectionnés	26 940	27 985	-1 045	-3,7
Artides de bonneterie	7 822	8 543	-721	-8,4
Textile de maison	364	429	-65	-15,2
Automobile	141 279	145 856	-4 577	-3,1
Construction	54 991	64 720	-9 729	-15,0
Intérieur véhicules et sièges	9 070	8 548	522	6,1
Câblage	53 307	50 262	3 045	6,1
Autres industries	29 299	25 885	3 414	13,2
Métallurgie et travail des métaux	8 519	6 968	1 551	22,3
Industrie plastique et du caoutchouc	2 136	1 398	738	52,8
Industrie pharmaceutique	1 337	1 352	-15	-1,1

Source : Office des Changes.

Evolution des exportations de phosphates et dérivés (en glissement annuel, en %)

	Janv -nov 25/24		
	Valeur	Quantité	Prix
Phosphate brut	28,9	6,3	21,3
Engrais naturels et chimiques	11,7	2,8	8,6
Acide phosphorique	14,6	2,7	11,6

Source : Office des Changes.

Evolution des importations (en millions de dirhams)

	Janvier - Novembre		Variation	
	2025	2024	en valeur	en %
Importations				
Biens d'équipement				
Voitures utilitaires	181 137	157 452	23 685	15,0
Avions et autres véhicules aériens ou spatiaux	9 771	5 773	3 998	69,3
Parties d'avions et d'autres véhicules aériens	5 502	2 197	3 305	150,4
15 449	12 240	3 209	26,2	
Produits finis de consommation				
Voitures de tourisme	186 164	164 915	21 249	12,9
Médicaments et autres produits pharmaceutiques	35 985	25 764	10 221	39,7
Appareils récepteurs radio et télévision	11 537	9 830	1 707	17,4
4 025	3 090	935	30,3	
Produits bruts				
Soufres bruts et non raffinés	40 490	30 025	10 465	34,9
Ferraille, déchets et autres minerais	14 374	8 003	6 371	79,6
Huile de soja brute ou raffinée	5 017	3 946	1 071	27,1
6 061	5 197	864	16,6	
Demi produits				
Produits chimiques	157 953	149 116	8 837	5,9
Fils , barres et profilés en cuivre	16 605	14 693	1 912	13,0
Matières plastiques et ouvrages divers en plastique	10 811	9 480	1 331	14,0
20 841	19 724	1 117	5,7	
Produits alimentaires				
Animaux vivants	86 147	82 606	3 541	4,3
Maïs	6 318	4 846	1 472	30,4
Tabacs	6 873	5 887	986	16,7
Blé	2 686	2 232	454	20,3
15 683	16 345	-662	-4	
Produits énergétiques				
98 698	104 251	-5 553	-5,3	
Gas-oils et fuel-oils	46 964	51 980	-5 016	-9,6
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	17 984	19 368	-1 384	-7,1
Energie électrique	2 116	1 648	468	28,4

Source : Office des Changes.

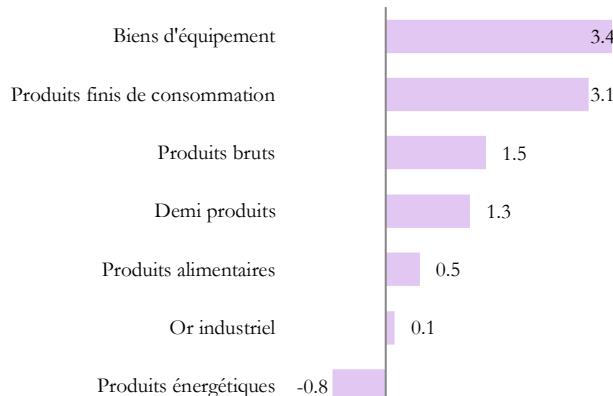
Evolution des principaux produits énergétiques à l'import (en glissement annuel, en %)

	Janv -nov 25/24		
	Valeur	Quantité	Prix
Gas-oils et fuel-oils	-9,7	6,3	-15,0
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	-7,1	1,8	-8,8
Houilles; cokes et combustibles solides similaires	2,3	10,6	-7,5
Huiles de pétrole et lubrifiants	0,1	19,3	-16,1

Source : Office des Changes.

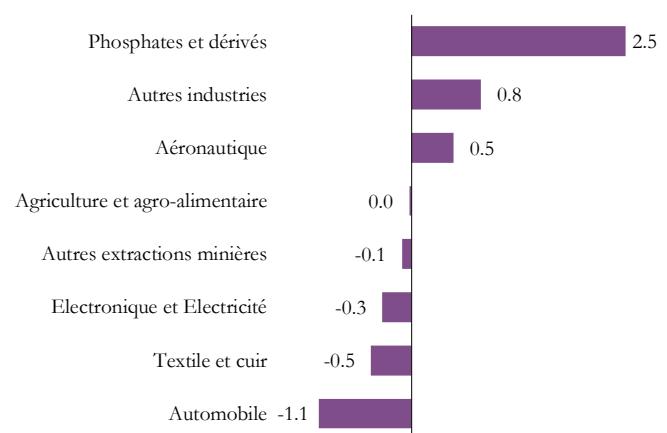
Contributions des groupes de produits et secteurs d'activité à l'évolution des importations et des exportations

**Contributions des groupes de produits à l'évolution des importations à fin novembre 2025
(en points de %)**



Source : Office des Changes.

**Contributions des secteurs d'activité à l'évolution des exportations à fin novembre 2025
(en points de %)**



Source : Office des Changes.

AUTRES COMPOSANTES DU COMPTE EXTERIEUR

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

	Janvier - Novembre		Variation	
	2025	2024	en valeur	en %
Recettes voyages	124 141	104 548	19 593	18,7
Transferts MRE	111 533	109 809	1 724	1,6
Investissements directs étrangers	26 662	22 914	3 748	16,4
Recettes	50 618	40 212	10 406	25,9
Dépenses	23 956	17 298	6 658	38,5
Investissements des marocains à l'étranger	6 092	6 029	63	1,0
Dépenses	18 943	24 396	-5 453	-22,4
Recettes	12 851	18 367	-5 516	-30,0

Source : Office des Changes.

III. PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHE DU TRAVAIL

Au troisième trimestre 2025, la croissance économique a ralenti à 4%, au lieu de 5% à la même période de l'année précédente, résultat d'un accroissement de 3,8%, contre 5,7%, de la valeur ajoutée non agricole et d'une hausse de 4,4%, après un recul de 5,1%, de celle agricole. Pour le dernier trimestre de l'année, la dynamique de l'activité serait restée soutenue, tirée par les activités liées au tourisme et les services non marchands.

Au niveau sectoriel, le déroulement de la campagne agricole 2025/2026 est marqué par des conditions climatiques très favorables. Plus particulièrement à partir de la deuxième décade de novembre, des précipitations importantes et généralisées ont été enregistrées, ce qui devrait encourager les travaux d'emblavement du sol. Le cumul pluviométrique a atteint 194,1 mm au 31 décembre 2025, en hausse de 159,1% par rapport à la campagne précédente et de 115,9% par rapport à la moyenne des cinq dernières années. Dans ces conditions, le taux de remplissage des barrages s'est inscrit dans une tendance haussière, pour se situer à 46,6% au 16 janvier 2026 au lieu de 28,2% la même date de l'année précédente.

Pour les industries manufacturières, leur valeur ajoutée s'est accrue de 2,6% au troisième trimestre 2025, après 6,6% un an auparavant. Ce ralentissement reflèterait notamment un repli de 3% pour la branche « Fabrication de textiles, d'articles d'habillement, de cuir et d'articles de cuir », ainsi que des décélérations de 15,8% à 3,2% pour « Fabrication de produits chimiques » et de 8,5% à 5,6% pour « Fabrication de matériel de transport ». Au quatrième trimestre, les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib font ressortir une hausse du TUC, en comparaison annuelle, de 1,3 point aux mois d'octobre et novembre à 79,6% en moyenne.

Dans le secteur du BTP, la croissance de l'activité a connu un ralentissement au troisième trimestre, à 5,6% au lieu de 6,8% à la même période de 2024. Cette décélération se serait poursuivie au quatrième trimestre, comme le laisse indiquer la progression de 2,1% des ventes de ciment, contre 16,5% un an auparavant. Cette évolution serait due en partie à l'abondance des précipitations enregistrée au cours des derniers mois du trimestre.

De même, la valeur ajoutée des industries extractives s'est accrue de 5,2% au troisième trimestre, contre 14% un an auparavant. Pour le dernier trimestre, les données disponibles attestent d'une baisse de 9,2% de la production marchande de phosphate brut en octobre et novembre.

Concernant la branche « Electricité, gaz, eau, assainissement et déchets », sa valeur ajoutée a connu une hausse de 5,9% au troisième trimestre 2025 après 4,6% un an auparavant. Cette dynamique se serait poursuivie au quatrième trimestre, reflétant une augmentation moyenne de 5,8% de la production d'électricité en octobre et novembre. Par source, la production a progressé de 65,3% pour le solaire, de 8,5% pour l'éolien et de 3,4% pour le thermique, alors qu'elle a reculé de 29,9% pour l'hydraulique. Parallèlement, la demande, appréhendée par les livraisons du réseau de transport, s'est améliorée de 18,8% et le solde des échanges extérieurs d'électricité est resté déficitaire, les importations s'étant accrues de 33,8% et les exportations ayant diminué de 42,2%.

Quant aux activités d'hébergement et de restauration, leur valeur ajoutée a enregistré une hausse de 7,4% au troisième trimestre après 12,3% un an auparavant. Cette dynamique se serait poursuivie, avec un bond des arrivées touristiques de 15,3% au cours du quatrième trimestre et de 23,4% durant le mois de décembre. Sur l'ensemble de l'année 2025, les arrivées touristiques ont progressé de 14% pour atteindre un niveau record de 19,8 millions, dépassant ainsi l'objectif de 17,5 millions prévu en 2026 dans le cadre de la feuille de route du tourisme.

Pour les services de transport et d'entreposage, le rythme de croissance de leur valeur ajoutée a ralenti à 3,5% au troisième trimestre, après 7,5% la même période de l'année précédente. Pour le quatrième trimestre, les données disponibles indiquent un accroissement de 11,6%, au lieu de 23,6%, du trafic aérien de passagers.

Pour ce qui est de la demande intérieure, sa contribution à la croissance est ressortie à 8,3 points de pourcentage au troisième trimestre au lieu de 6,5 points au même trimestre une année auparavant. En effet, la consommation finale des ménages a augmenté de 3,9%, celle des administrations publiques de 7,4% et l'investissement de 15%. A l'inverse, les échanges extérieurs de biens et services en volume ont de nouveau contribué négativement à la croissance à hauteur de -4,3 points de pourcentage, les exportations de biens et services en volume ayant progressé de 8,2% et les importations de 15,3%.

Sur le marché du travail, l'économie nationale a créé 167 mille emplois, entre le troisième trimestre de 2024 et la même période de 2025, après 213 mille un an auparavant. Hormis l'agriculture qui a accusé une perte de 47 mille emplois, les autres secteurs ont enregistré 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 actifs, le taux d'activité a affiché une diminution de 0,3 point à 43,3%, de 0,5 point à 45,2% dans les campagnes et de 0,2 point à 42,3% en milieu urbain. Dans ces conditions, le taux de chômage a reculé de 0,5 point à 13,1% au niveau national, de 0,7 point à 16,3% dans les villes et de 0,5 point à 6,9% dans les zones rurales. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux a baissé de 1,1 point à 38,4% globalement, de 2,1 points à 48,2% en milieu urbain et de 0,4 point à 24,3% dans les campagnes.

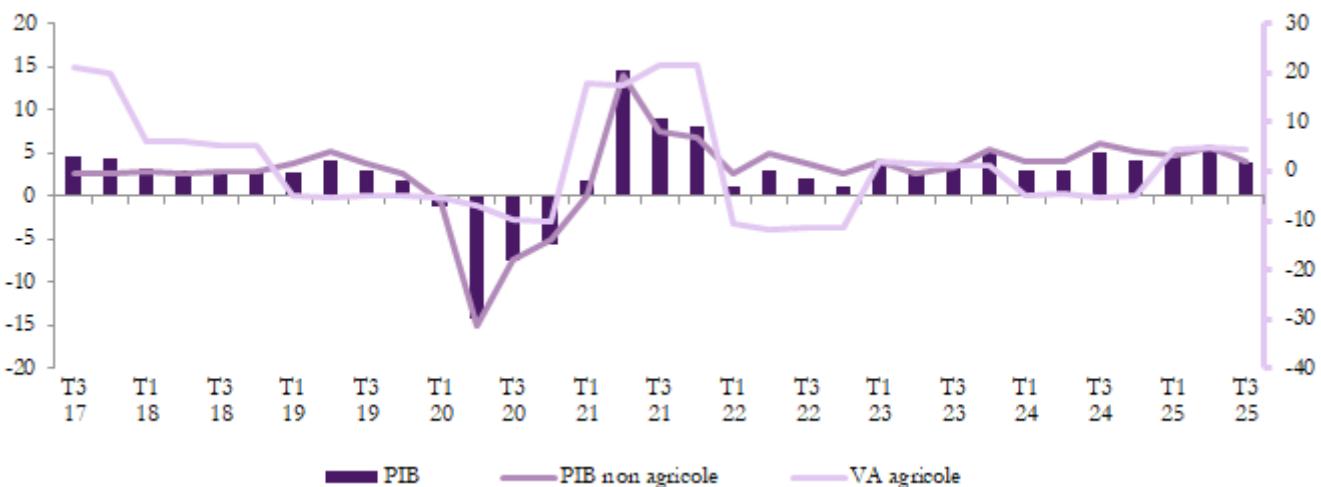
COMPTES NATIONAUX

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

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

Source : HCP.

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



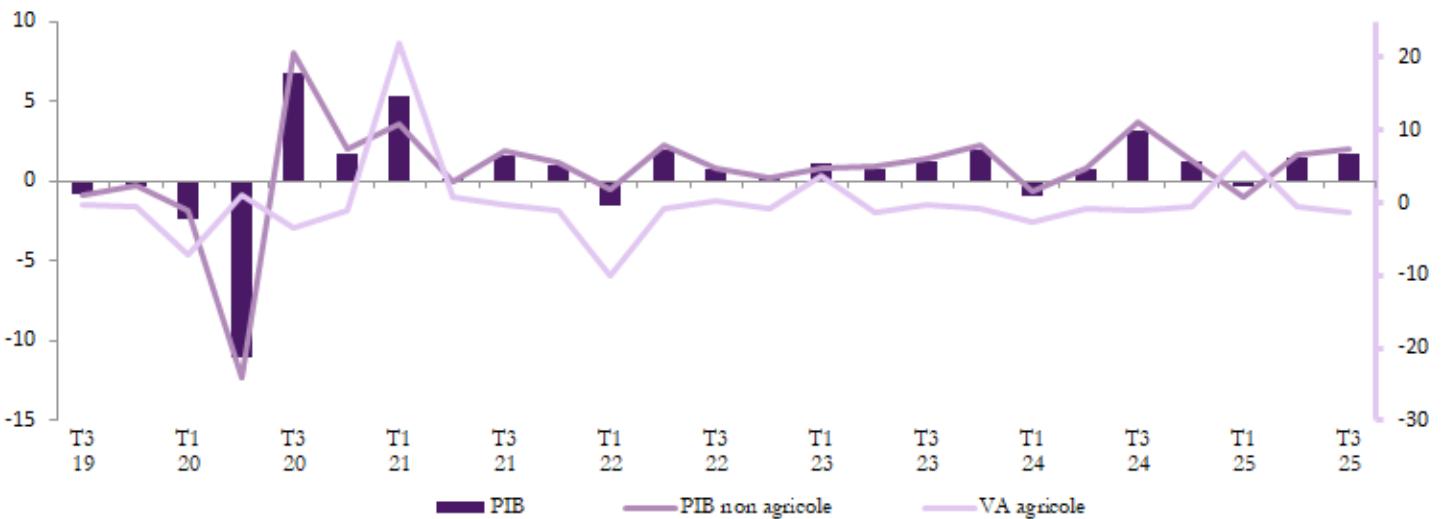
Source : HCP.

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

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

Sources : HCP, calculs BAM.

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



Source : HCP.

Comptes nationaux trimestriels : principaux agrégats à prix courants

A prix courants	2019				2020				2021				2022				2023				2024				2025		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2																					
PIB	305,0	314,5	311,8	308,5	302,3	267,7	285,8	296,7	312,2	312,6	321,3	330,4	320,7	330,6	338,4	343,9	358,6	365,9	375,3	380,7	383,1	390,4	407,9	415,4	409,7	420,8	431,0
(En %)	3,2	5,4	3,9	2,4	-0,9	-14,9	-8,4	-3,8	3,3	16,8	12,4	11,4	2,7	5,8	5,3	4,1	11,8	10,5	10,9	10,7	6,8	6,9	8,7	9,1	6,9	7,8	5,7
VA agricole	29,6	33,1	33,9	31,3	29,1	28,7	28,2	31,1	35,8	35,9	36,4	35,9	28,9	30,5	32,0	33,0	37,1	39,0	39,5	41,7	39,9	39,1	40,3	41,0	43,1	42,3	42,2
(En %)	-6,5	4,4	5,3	-0,8	-1,5	-13,3	-16,9	-0,6	22,9	25,1	29,4	15,2	-19,3	-15,0	-12,1	-8,2	28,3	27,8	23,5	26,6	7,7	0,3	1,9	-1,7	8,0	8,3	4,8
PIB non agricole	275,4	281,5	278,0	277,1	273,2	259,1	257,6	265,5	276,5	276,7	284,9	294,6	291,8	300,1	306,4	310,9	321,5	326,2	335,8	339,0	345,2	351,3	367,6	374,3	366,6	378,5	388,8
(En %)	4,4	5,5	3,8	2,8	-0,8	-15,1	-7,3	-4,2	1,2	15,8	10,6	10,9	5,5	8,5	7,6	5,6	10,2	8,7	9,6	9,0	6,7	7,7	9,5	10,4	6,8	7,7	5,8
VA non agricole	242,6	249,0	246,0	245,1	241,1	214,8	229,3	233,8	242,8	246,6	253,5	258,4	260,0	269,8	275,3	275,8	287,3	290,3	297,0	302,4	303,7	309,1	321,1	325,9	322,5	330,5	336,1
(En %)	4,0	5,5	3,9	2,9	-0,6	-13,8	-6,8	-4,6	0,7	14,8	10,6	10,5	7,1	9,4	8,6	6,7	10,5	7,6	7,9	9,6	5,7	6,5	8,1	7,8	6,2	6,9	4,7
Impôts sur les produits nets des subventions	32,9	32,5	32,0	32,0	32,0	24,3	28,4	31,7	33,6	30,1	31,4	36,1	31,8	30,3	31,1	35,1	34,2	35,9	38,8	36,6	39,5	42,2	46,5	48,5	44,1	48,0	52,7
(En %)	6,8	4,9	2,7	2,5	-2,5	-25,1	-11,2	-1,0	5,0	23,8	10,6	13,9	-5,5	0,7	-0,9	-2,8	7,6	18,4	24,8	4,3	15,6	17,7	19,8	32,5	11,4	13,7	

Source : HCP.

AGRICULTURE

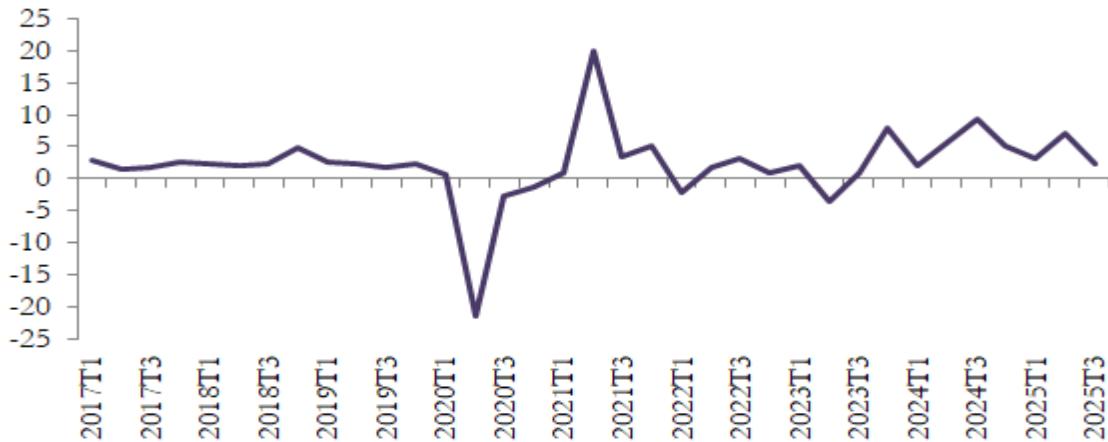
Quelques caractéristiques des campagnes agricoles 2026-2025 et 2025-2024

	2026-2025 (1)	2025-2024 (2)	Variations en % (1)/(2)
Indicateurs pluviométriques			
Cumul pluviométrique (en mm) au 31 décembre 2025	194,1	74,9	159,1
Taux de remplissage des barrages (en %) au 16 janvier 2026	46,6	28,2	-

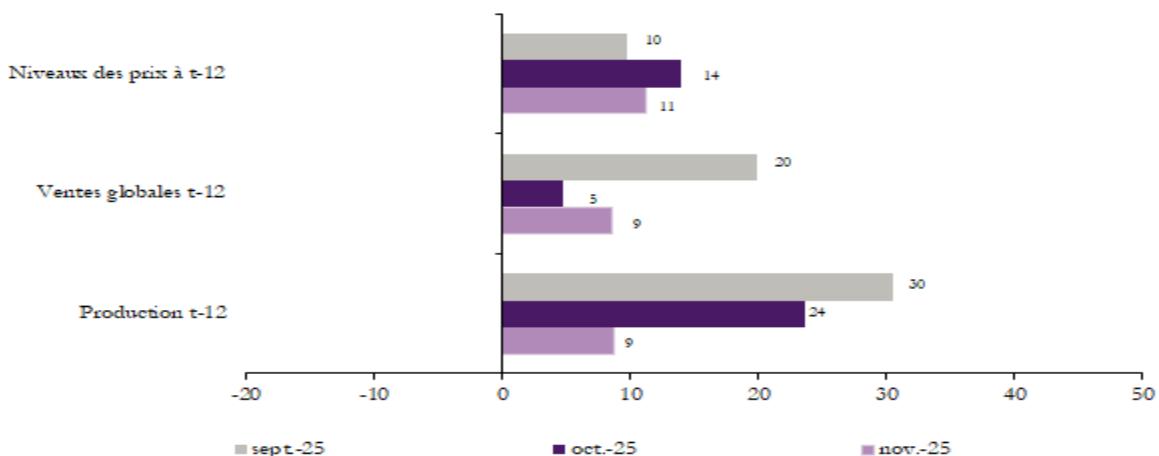
Sources : - Direction de la Météorologie Nationale.
- Ministère de l'Équipement et de l'Eau.

INDUSTRIE

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

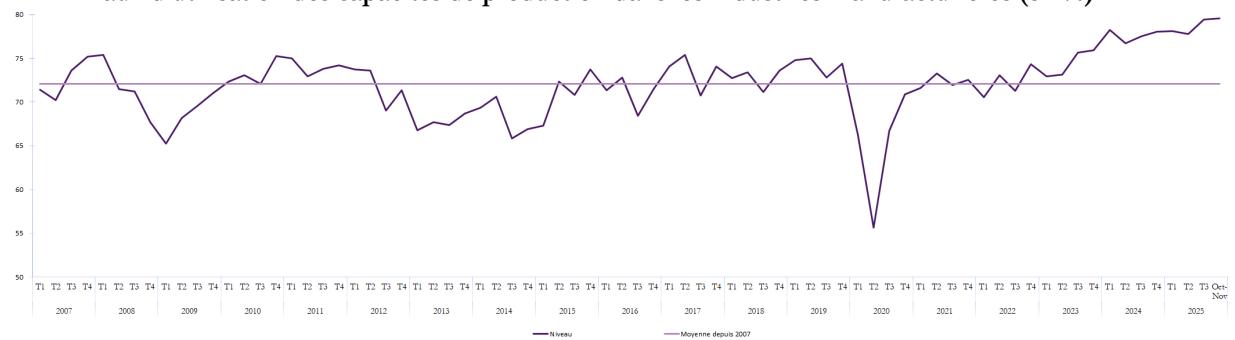


Résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de BAM dans l'industrie
(soldes d'opinion* en %)



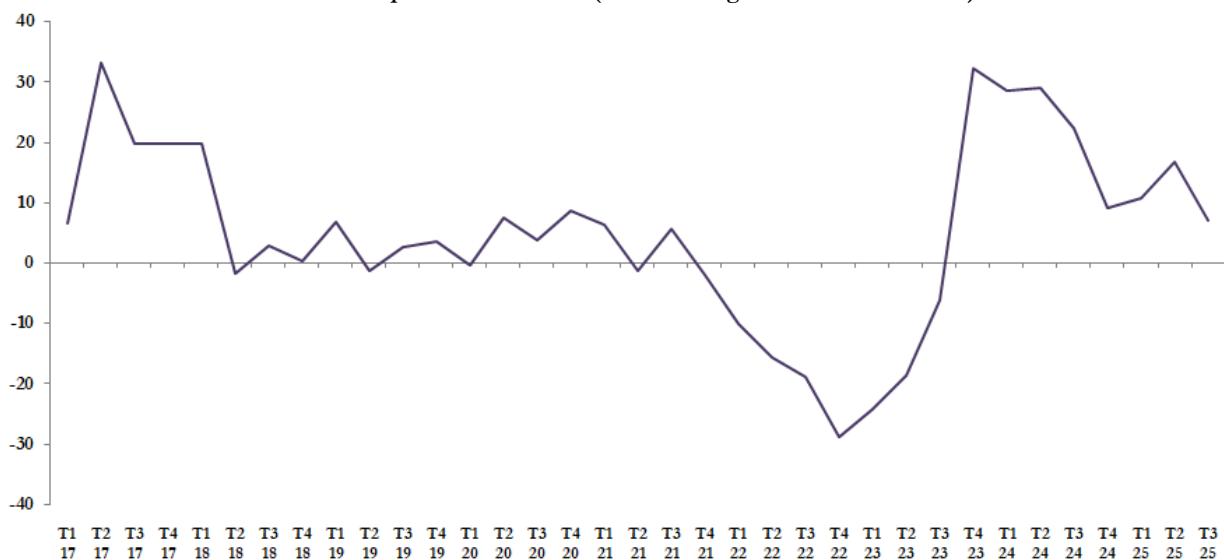
* Différence entre les pourcentages des entreprises qui déclarent une amélioration et celles qui indiquent une baisse.
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM dans l'industrie.

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



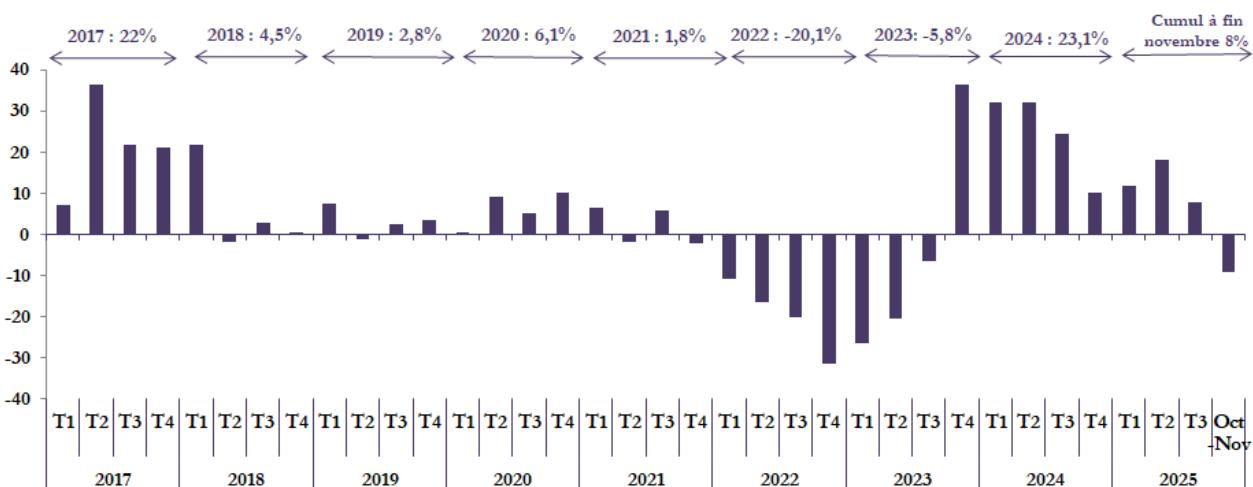
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM dans l'industrie.

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



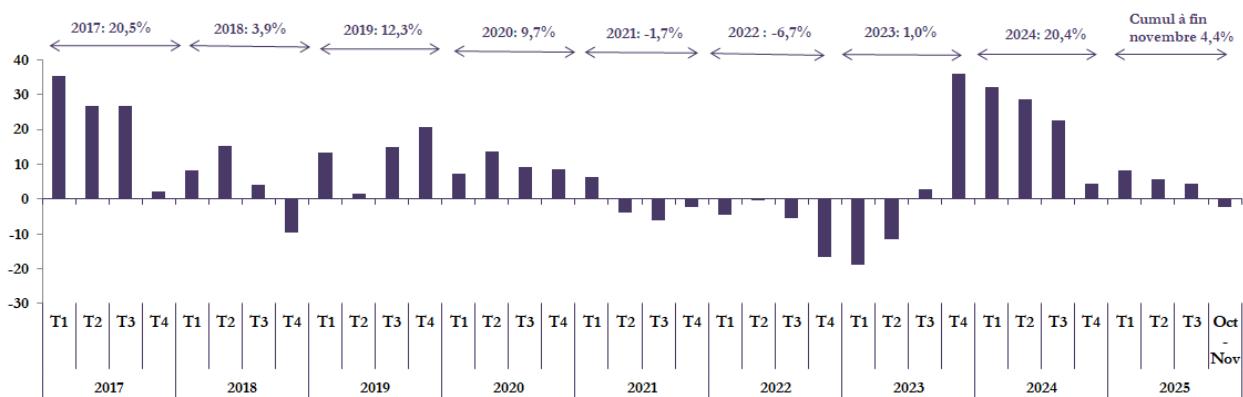
Source : HCP.

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



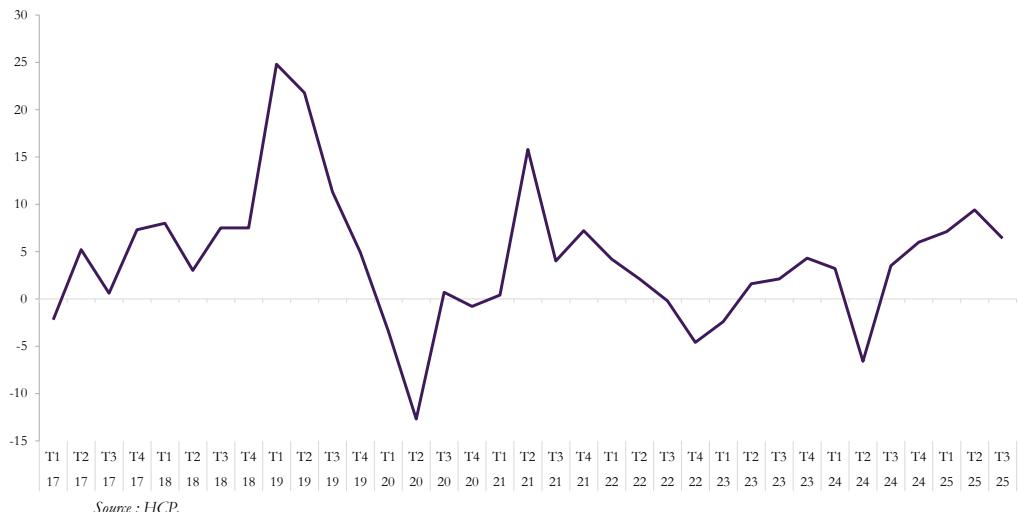
Source : OCP.

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

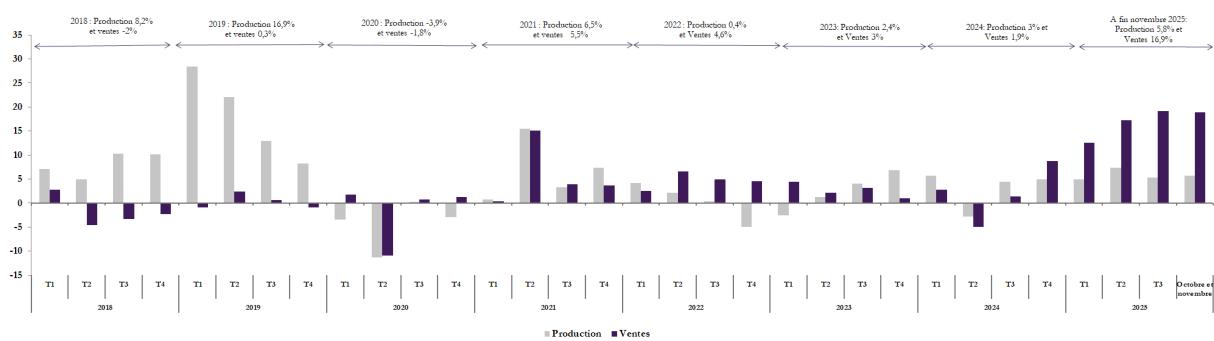


ENERGIE

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



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



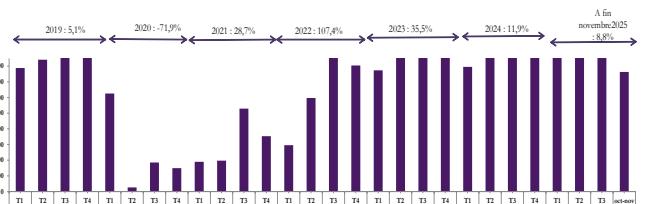
Source : ONEE.

TOURISME

Arrivées touristiques (en milliers)



Nuitées dans les EHTC (en milliers)



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

PRINCIPAUX INDICATEURS DES ACTIVITES SECTORIELLES

Pêche côtière et artisanale

	Quatrième trimestre		
	2024	2025	Variation en %
- Volume des débarquements (en milliers de tonnes)	399,7	318,1	-20,4
- Valeur des débarquements (en millions de dirhams)	2 088,5	1 912,7	-8,4

Energie

	Octobre et novembre		
	2024	2025	Variation en %
Electricité (en millions de kWh)			
- Production nette	7 139,8	7 550,7	5,8
Thermique	5 622,9	5 813,2	3,4
Eolien	1 160,4	1 258,8	8,5
Hydraulique	132,0	92,6	-29,9
Solaire	204,7	338,3	65,3
- Ventes	6 035,7	7 172,3	18,8
- Importations	545,1	729,6	33,8

Mines

	Octobre et novembre		
	2024	2025	Variation en %
Phosphate (en milliers de tonnes)			
- Production du phosphate brut	6 432,5	5 838,6	-9,2
- Production d'acide phosphorique	1 303,1	1 203,5	-7,6
- Production des engrains phosphatés	2 223,4	2 237,9	0,7

Construction

	Quatrième trimestre		
	2024	2025	Variation en %
Ventes de ciment (en milliers de tonnes)	3 874,3	3 956,7	2,1
Novembre			
Crédits immobiliers (en milliards de dhs)	310,3	319,7	3,0
- Habitat	247,8	255,6	3,2
- Promoteurs immobiliers	57,6	59,8	3,9

Tourisme

	Quatrième trimestre		
	2024	2025	Variation en %
Flux touristiques (en millions)	4,3	5,0	15,3
Octobre et novembre			
Nuitées dans les établissements classés (en millions)	7,1	7,6	7,9

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

MARCHE DU TRAVAIL

Indicateurs d'activité et de chômage

	T3 2024			T3 2025		
	Urbain	Rural	Ensemble	Urbain	Rural	Ensemble
Activité et emploi (15 ans et plus)						
Population active (en milliers)	8 045	4 304	1 2349	8 180	4 281	12 461
Taux d'activité (en %)	42,5	45,7	43,6	42,3	45,2	43,3
. Selon le sexe						
Hommes	66,4	72,8	68,6	65,9	72,3	68,1
Femmes	20,1	17,3	19,2	20,2	16,8	19,1
. Selon le diplôme						
Sans diplôme	33,3	47,0	39,5	33,0	46,4	39,0
Ayant un diplôme	48,4	43,3	47,2	48,1	43,2	47,0
Population active occupée (en milliers)	6 681	3 985	10 666	6 845	3 987	10 833
Taux d'emploi (en %)	35,3	42,3	37,6	35,4	42,1	37,6
Part de l'emploi rémunéré dans l'emploi total (en %)	97,8	79,1	90,8	98,0	80,4	91,5
Population active en chômage (en milliers)	1364	319	1683	1 335	294	1 629
Taux de chômage (en %)	17,0	7,4	13,6	16,3	6,9	13,1
. Selon le sexe						
Hommes	14,0	7,4	11,6	13,0	6,3	10,6
Femmes	26,1	7,6	20,8	26,3	9,5	21,6
. Selon l'âge						
15 - 24 ans	50,3	24,7	39,5	48,2	24,3	38,4
25 - 34 ans	25,9	9,0	20,9	25,6	9,3	20,8
35 - 44 ans	9,3	4,2	7,7	8,7	2,9	6,9
45 ans et plus	5,1	2,6	4,1	4,6	2,0	3,6
. Selon le diplôme						
Sans diplôme	7,2	4,0	5,5	6,4	3,1	4,7
Ayant un diplôme	21,3	14,0	19,8	20,5	13,5	19,0

Source : HCP.

IV. FINANCES PUBLIQUES

L'exécution budgétaire à fin novembre 2025 s'est soldée par un déficit global, hors produit de cession des participations de l'Etat, de 71,6 milliards de dirhams, en creusement de 19,2 milliards par rapport à la même période en 2024. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 14,7% à 400,8 milliards, traduisant principalement des hausses de 15,2% des rentrées fiscales et de 13% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 15% à 360,8 milliards, reflétant des augmentations de 17,7% de celles de biens et services et de 21% de celles en intérêts de la dette, tandis que les charges de compensation ont reculé de 26,8%. Le solde ordinaire est ressorti ainsi excédentaire à 40 milliards au lieu de 35,8 milliards à fin novembre 2024 permettant de couvrir en partie les dépenses d'investissement qui ont progressé de 16,9% à 100,4 milliards. Au total, les dépenses globales se sont accrues de 15,4% à 461,2 milliards. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il est ressorti négatif à 11,2 milliards au lieu de 2,3 milliards un an auparavant.

Du côté des recettes fiscales, celles des impôts directs se sont améliorées de 21,7% à 140,4 milliards. Cette évolution est le résultat, d'une part, de l'augmentation de 28,9% à 75,5 milliards du produit de l'IS, à la faveur principalement de la hausse de 6,9 milliards du complément de régularisation et de 10,7 milliards au titre des trois premiers acomptes et, d'autre part, du renforcement de 14,6% à 60,5 milliards des rentrées de l'IR, dont 3,8 milliards proviennent de l'opération de régularisation fiscale volontaire des personnes physiques, 2 milliards des recettes issues de l'action de l'Administration fiscale et 957 millions de dirhams de celles générées par l'IR retenu à la source sur les profits de cession de valeurs mobilières. S'agissant des impôts indirects, ils ont drainé des recettes de 166,5 milliards, en accroissement de 12,9%, traduisant des renforcements de 12,9% à 129,8 milliards des rentrées de la TVA et de 13% à 36,8 milliards pour la TIC. L'évolution de cette dernière reflète en particulier des progressions de 17,2% à 19,2 milliards de la TIC sur les produits énergétiques et de 8% à 13,9 milliards de celle sur les tabacs. Concernant la performance du produit de la TVA, elle découle des hausses de 17,5% à 44,9 milliards de celle à l'intérieur et de 10,6% à 84,9 milliards de celle à l'importation. L'évolution de la TVA à l'intérieur tient compte des remboursements d'un montant de 19,6 milliards, au lieu de 17,8 milliards un an auparavant. Pour leur part, les rentrées des droits de douane ont baissé de 5,5% à 15,5 milliards, alors que celles des droits d'enregistrement et de timbre se sont accrues de 10,4% à 21,1 milliards.

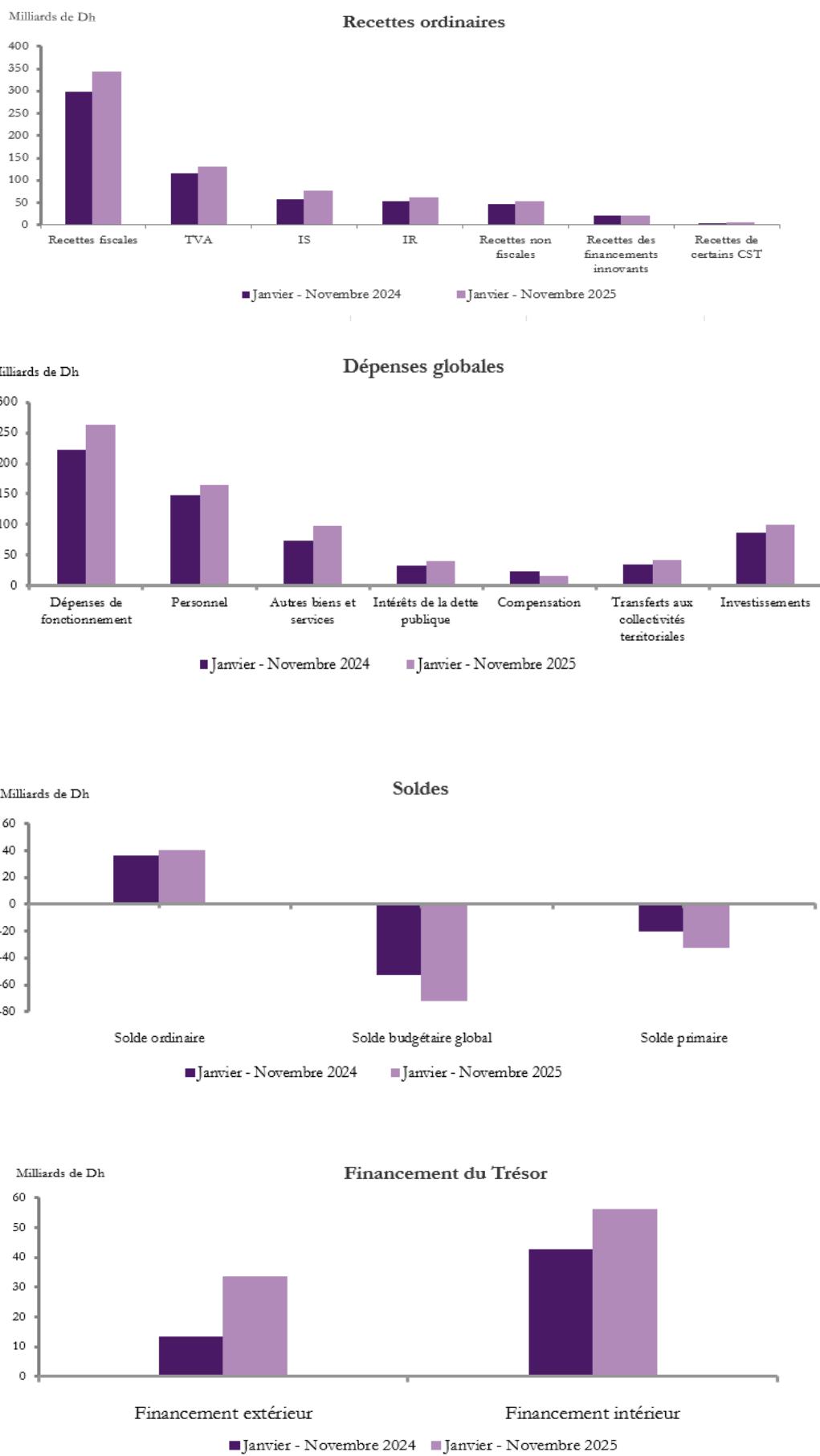
S'agissant des rentrées non fiscales, celles provenant des établissements et entreprises publics (EEP) sont passées de 14,5 milliards à 18,9 milliards, dont 6,2 milliards versés par l'OCP, 5 milliards par l'Agence Nationale de la Conservation Foncière et 4,2 milliards par Bank Al-Maghrib. Pour leur part, les autres recettes non fiscales ont rapporté 34,2 milliards, en augmentation de 5%, dont 19,6 milliards au titre des mécanismes de financement innovants contre 21,8 milliards un an auparavant.

Du côté des dépenses, celles de biens et services ont progressé de 17,7% à 262,7 milliards, avec des accroissements de 10,4% à 164,2 milliards des dépenses de personnel et de 32,1% à 98,4 milliards de celles des autres biens et services. Ces dernières reflètent notamment des bonds de 9,3 milliards à 46,6 milliards des transferts au profit des EEP et de 13,3 milliards à 24,9 milliards des versements aux comptes spéciaux du Trésor. La partie de la masse salariale servie par la Direction des Dépenses de Personnel s'est accrue de 10,3% à 139,5 milliards, résultat d'une augmentation de 14,8% de sa composante structurelle et d'un recul de 39,6% des rappels. Pour leur part, les charges en intérêts de la dette se sont alourdies de 21% à 39,6 milliards de dirhams, avec une progression de 34,1% à 31,1 milliards de dirhams de celles sur la dette intérieure et un repli de 10,7% à 8,6 milliards de celles sur la dette extérieure.

S'agissant des charges de compensation, elles se sont allégées de 26,8% à 17 milliards de dirhams, reflétant principalement des baisses de 2,5 milliards des subventions allouées au gaz butane, de 1,5 milliard de celles au sucre et de 0,6 milliard de celles à la farine nationale de blé tendre. Le repli de la charge de compensation résulte également de la non-reconduction de la subvention en faveur des professionnels du secteur du transport routier, dont le montant accordé à la même période en 2024 avait atteint 1,7 milliard de dirhams.

Compte tenu de la réduction de 18 milliards de dirhams des opérations en instance, la situation des charges et ressources du Trésor a dégagé un déficit de caisse de 89,6 milliards, au lieu de 57,6 milliards à fin novembre 2024. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 56,1 milliards et par un flux net extérieur positif de 33,6 milliards. Les tirages extérieurs bruts ont atteint 44,5 milliards, dont 20,9 milliards mobilisés sur le marché financier international et 12,1 milliards auprès de la Banque mondiale. Le recours au marché des adjudications a permis, pour sa part, de mobiliser 40,8 milliards, contre 59,4 milliards un an auparavant, portant ainsi l'encours de la dette intérieure, selon la TGR, à 796,2 milliards, en hausse de 5,5% par rapport à son niveau de fin décembre 2024.

Situation des charges et ressources du Trésor à fin novembre 2025



Charges et ressources du Trésor à fin novembre 2025

	En millions de dirhams			
	Janvier - Novembre 2024	Janvier - Novembre 2025	Variations en valeurs	Variations en %
Recettes ordinaires¹	349 504	400 800	51 296	14,7
Recettes fiscales	298 250	343 459	45 209	15,2
Dont TVA	114 924	129 755	14 831	12,9
IS	58 597	75 531	16 934	28,9
IR	52 767	60 460	7 693	14,6
Recettes non fiscales	47 063	53 160	6 097	13,0
y.c. Mécanismes de financement innovants	21 844	19 639	-2 205	-10,1
Recettes de certains CST	4 192	4 182	-10	-0,2
Dépenses globales	399 642	461 233	61 591	15,4
Dépenses ordinaires	313 735	360 838	47 103	15,0
Dépenses de biens et services	223 223	262 650	39 427	17,7
Personnel	148 705	164 233	15 528	10,4
Autres biens et services	74 518	98 417	23 899	32,1
Intérêts de la dette publique	32 755	39 630	6 875	21,0
Compensation	23 280	17 037	-6 243	-26,8
Transferts aux collectivités territoriales	34 477	41 521	7 044	20,4
Solde ordinaire	35 769	39 962	4 193	11,7
Dépenses d'investissement	85 907	100 395	14 488	16,9
Solde des CST	-2 319	-11 175	-8 856	
Solde budgétaire global	-52 457	-71 608	-19 151	
Solde primaire	-19 702	-31 978	-12 276	
Variation des opérations en instance ²	-5 158	-18 007	-12 849	
Besoin ou excédent de financement	-57 615	-89 615	-32 000	
Financement extérieur	13 321	33 556	20 235	
Tirages	33 788	44 535	10 747	
Amortissements	-20 467	-10 979	9 488	
Financement intérieur	42 593	56 059	13 466	
Cession des participations de l'Etat	1 700	0	-1 700	

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

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

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

V. MONNAIE, TAUX D'INTERET ET LIQUIDITE

En décembre 2025, le besoin de liquidité bancaire s'est accentué à 135,7 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, après 129,1 milliards un mois auparavant. Ainsi, Bank Al-Maghrib a porté le volume global de ses injections à 154,5 milliards, réparti entre 72,1 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 47 milliards à travers les opérations de pension livrée à 1 et 3 mois et 35,5 milliards destinés au refinancement via les prêts garantis à long terme. Au niveau du marché interbancaire, le volume quotidien moyen des échanges s'est élevé à 6 milliards en décembre et le taux moyen pondéré s'est situé à 2,25%.

Sur le marché des bons du Trésor, les taux ont connu de légères hausses en décembre aussi bien sur le compartiment primaire que secondaire. Pour ce qui est des taux créditeurs, ils ont accusé en novembre une baisse de 47 points de base (pb) à 2,31% pour ceux à 6 mois et de 11 pb à 2,60% pour ceux à un an. Quant au taux de rémunération des comptes sur carnet, il a été fixé à 1,61% pour le premier semestre de 2026 après 1,91% au deuxième semestre de 2025. 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 baissé de 6 pb à 5,71%, avec notamment un repli de 4 pb à 4,64% pour ceux à l'habitat et une quasi-stabilité à 6,89% de ceux à la consommation. S'agissant des taux appliqués aux crédits aux entreprises non financières, ils ont enregistré une hausse de 2 pb à 4,74%, recouvrant une augmentation de 8 pb à 4,72% pour les facilités de trésorerie et des reculs de 34 pb à 4,48% pour les prêts à l'équipement et de 10 pb à 5,37% pour les crédits à la promotion immobilière. Par taille d'entreprises, les taux ont diminué de 3 pb à 4,64% pour les grandes entreprises et de 2 pb à 5,41% pour les TPME.

S'agissant de la masse monétaire, l'agrégat M3 s'est accru de 8,3% en novembre. Par principales composantes, les dépôts à vue auprès des banques ont augmenté de 11,2%, avec des hausses de 9,2% et 15,8% pour ceux des ménages et des entreprises non financières privées respectivement. La circulation fiduciaire a, quant à elle, progressé de 13,1%, les titres d'OPCVM monétaires ont connu une expansion de 17,6% et les comptes sur carnet un accroissement de 1,9%. En revanche, les dépôts à terme ont accusé un repli de 4%, reflétant des baisses de 4,4% pour ceux des ménages et de 14,9% pour ceux des entreprises non financières privées, et les dépôts en devises se sont contractés de 3%.

Concernant les contreparties de la masse monétaire, le crédit bancaire a enregistré une hausse de 6,2% en novembre avec des accroissements de 16,9% des prêts au secteur financier et de 4,2% de ceux accordés au secteur non financier. Par secteur institutionnel, les prêts aux ménages ont augmenté de 3,4%, traduisant des accroissements de 3,2% de ceux à l'habitat et de 4,6% de ceux à la consommation. De même, les concours aux entreprises non financières privées se sont accrus de 2,3%, résultat des hausses de 16,8% des crédits à l'équipement et de 4,7% de ceux à la promotion immobilière qui ont plus que compensé le repli de 6,6% des facilités de trésorerie. Quant aux crédits aux entreprises publiques, ils se sont renforcés de 10,8%, avec des progressions de 15,2% des prêts à l'équipement et de 11,5% des facilités de trésorerie. Concernant les créances en souffrance, elles se sont accrues de 5,8%, avec des augmentations de 5,6% pour les entreprises non financières privées et de 5,3% pour les ménages. Leur ratio à l'encours du crédit bancaire s'est situé à 8,7% globalement, à 13,3% pour les entreprises non financières privées et à 10,7% pour les ménages.

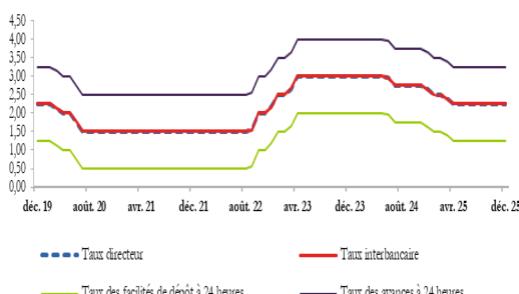
Pour ce qui est des avoirs officiels de réserve, ils se sont améliorés de 17,4% en novembre à 434,1 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 5 mois et 19 jours d'importations de biens et services.

Quant aux créances nettes sur l'administration centrale, elles se sont accrues de 6,3%, résultat notamment des hausses de 5,9% des détentions des banques en bons du Trésor et de 79% de celles des OPCVM monétaires.

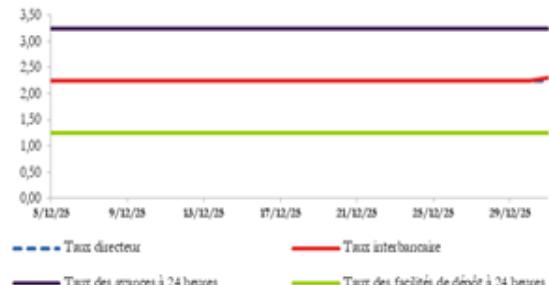
En ce qui concerne les agrégats de placements liquides, ils ont connu une hausse de 11,7%, reflétant des accroissements des encours de 19,4% pour les titres d'OPCVM obligataires, de 39,6% pour les titres d'OPCVM actions et diversifiés et de 0,4% pour les bons du Trésor.

Taux d'intérêt

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



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



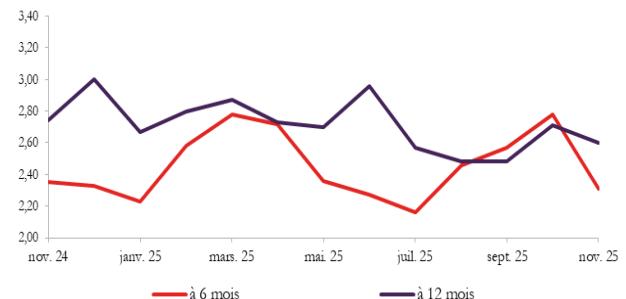
Taux débiteurs appliqués par les banques (en %)

	T2-25	T3-25	Variation (en pb)
Taux débiteur moyen (en %)	4,84	4,85	1
Crédits aux particuliers	5,77	5,71	-6
Crédits immobiliers	4,68	4,64	-4
Crédits à la consommation	6,88	6,89	1
Crédits aux entreprises	4,72	4,74	2
Par objet économique			
Facilités de trésorerie	4,64	4,72	8
Crédits à l'équipement	4,82	4,48	-34
Promotion immobilière	5,47	5,37	-10
Crédits aux entrepreneurs individuels	5,72	5,79	7

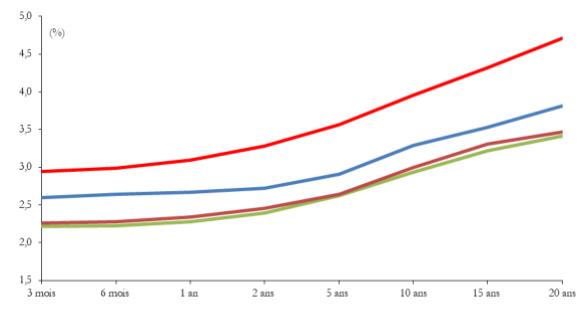
Taux moyens pondérés des bons du Trésor émis par adjudication (en %)

	décembre-25	Dernières émissions	
		Taux	Date
13 semaines	-	1,68	sept.-25
26 semaines	2,15	2,07	nov.-25
52 semaines	-	2,22	nov.-25
2 ans	2,54	2,41	nov.-25
5 ans	-	2,59	nov.-25
10 ans	-	2,74	nov.-25
15 ans	-	3,13	oct.-25
20 ans	-	3,30	sept.-25
30 ans	-	3,75	oct.-25

Taux moyens pondérés des dépôts à terme (en %)



Courbe des taux du marché secondaire (en %)



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

	2 ^{er} semestre 2025	1 ^{er} semestre 2026
Comptes sur carnets auprès des banques ¹	1,91	1,61

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

	avril 24 - mars 25	avril 25 - mars 26
--	--------------------	--------------------

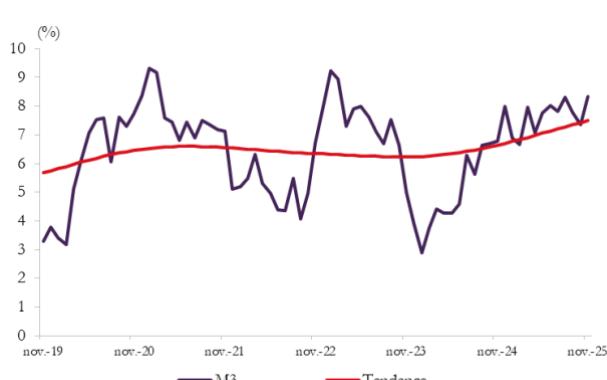
Taux maximum des intérêts conventionnels (TMIC)* (en %)	avril 24 - mars 25	avril 25 - mars 26
---	--------------------	--------------------

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

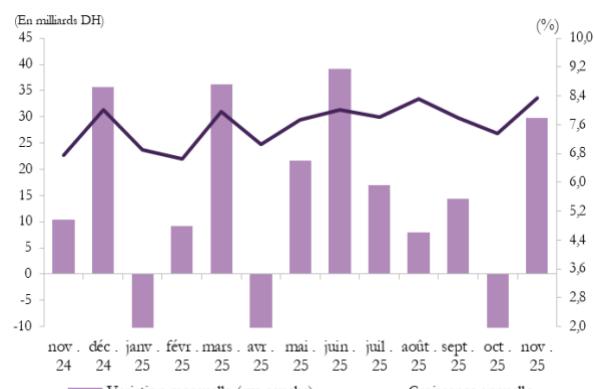
MONNAIE, CREDIT ET PLACEMENTS LIQUIDES

M3 et ses composantes

Croissance de M3 (en glissement annuel)



Evolution mensuelle de l'agrégat M3



Evolution des agrégats monétaires

	Encours* à fin novembre-25	Variation mensuelle (en %)	Taux de croissance annuels						
			sept.-24	déc.-24	mars-25	juin-25	sept.-25	oct.-25	nov.-25
Monnaie fiduciaire	485,0	2,0	10,2	5,2	9,2	7,0	9,8	11,7	13,1
Monnaie scripturale	1 032,7	1,6	9,2	10,6	10,3	10,7	9,2	9,3	10,2
M1	1 517,7	1,7	9,5	9,0	9,9	9,5	9,4	10,1	11,1
Placements à vue	192,1	0,1	3,5	2,7	2,4	1,8	2,0	1,9	1,9
M2	1 709,8	1,5	8,7	8,2	9,0	8,6	8,5	9,1	10,0
Autres actifs monétaires¹	301,5	1,3	-3,3	7,1	2,4	4,9	4,1	-1,4	0,0
Dont : Dépôts à terme	113,8	-4,2	1,6	3,5	-0,7	3,2	-1,1	1,4	-4,0
OPCVM monétaires	99,7	5,8	-16,5	21,0	17,7	6,3	24,1	8,5	17,6
M3	2 011,3	1,5	6,6	8,0	8,0	8,0	7,8	7,3	8,3

Evolution des dépôts inclus dans la masse monétaire

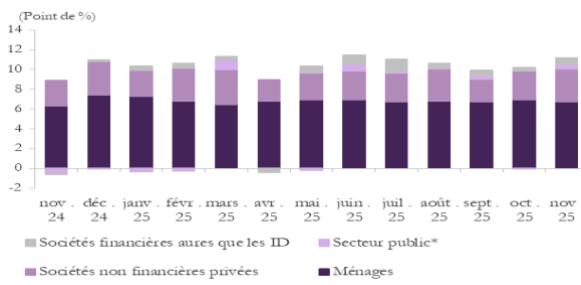
	Encours* à fin novembre-25	Variation mensuelle (en %)	Taux de croissance annuels						
			sept.-24	déc.-24	mars-25	juin-25	sept.-25	oct.-25	nov.-25
Dépôts à vue auprès des banques	952,2	1,8	10,2	11,6	11,4	11,7	10,1	10,2	11,2
Placements à vue	192,1	0,1	3,5	2,7	2,4	1,8	2,0	1,9	1,9
Dépôts à terme	113,8	-4,2	1,6	3,5	-0,7	3,2	-1,1	1,4	-4,0
Dépôts en devises ¹	47,4	4,1	8,0	7,9	-14,9	3,0	-4,0	-1,4	-3,0
Autres dépôts ²	6,9	7,0	7,6	-14,7	36,1	51,8	16,5	27,9	88,3
Total des dépôts	1315,0	1,2	8,1	9,1	8,4	9,5	7,3	7,1	7,3

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

² Emprunts contractés par les banques auprès des sociétés financières.

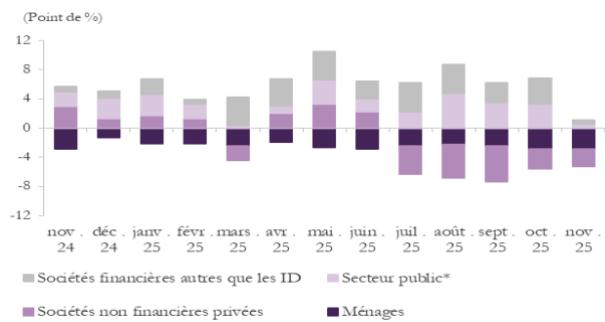
* Encours en milliards de DH.

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

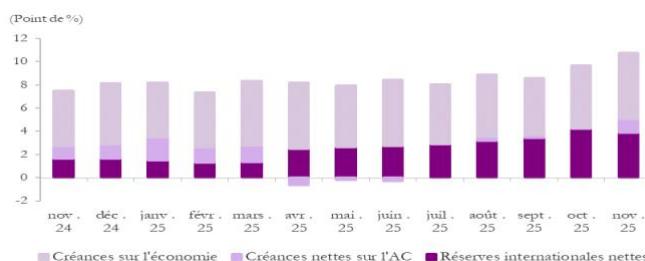


* Sociétés non financières publiques, administrations locales et de sécurité sociale

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



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

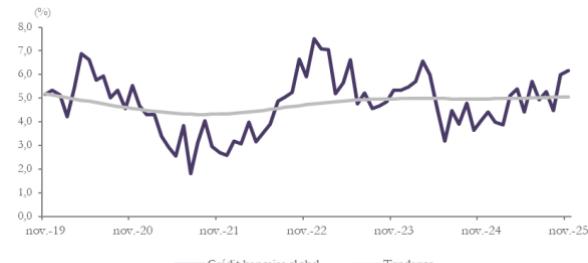


Crédit bancaire

Contributions des différentes catégories de crédit à sa croissance annuelle



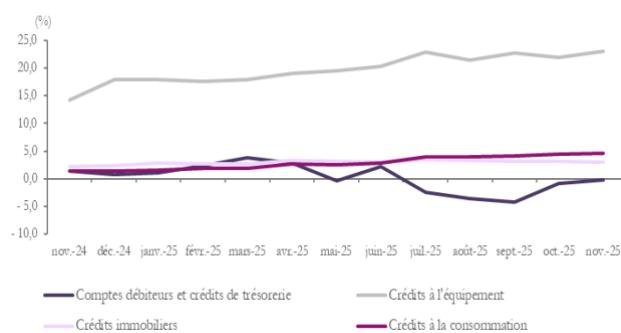
Croissance du crédit bancaire (en glissement annuel)



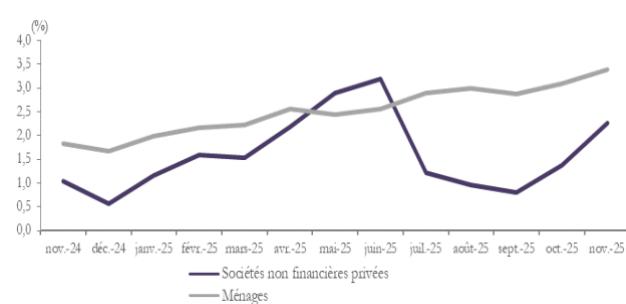
Ventilation du crédit par objet économique et par secteur institutionnel

	Encours à fin	Variation mensuelle	Taux de croissance annuels (en %)					
	novembre-25	(en %)	déc.-24	mars-25	juin-25	sept.-25	oct.-25	nov.-25
Crédit bancaire	1191,8	0,3	4,4	5,1	5,7	4,5	6,0	6,2
Crédit au secteur non financier	986,5	0,6	2,6	3,9	4,2	3,0	3,6	4,2
Crédit aux entreprises publiques	88,3	1,3	6,9	15,7	7,5	6,4	11,0	10,8
Crédit aux entreprises privées	457,4	0,7	0,6	1,5	3,2	0,8	1,4	2,3
Facilités de trésorerie	173,6	1,0	-4,0	-2,9	-3,5	-9,3	-9,0	-6,6
Crédits à l'équipement	141,7	2,1	10,2	9,2	11,7	15,9	17,0	16,8
Crédits à la promotion immobilière	56,5	-0,9	6,9	6,4	7,4	5,4	5,2	4,7
Crédit aux ménages	395,0	0,4	1,7	2,2	2,6	2,9	3,1	3,4
Crédits à la consommation	61,1	0,2	1,5	2,1	2,9	4,2	4,5	4,6
Crédits immobiliers	258,2	0,3	1,8	2,2	2,4	3,0	3,2	3,1
Crédits à l'habitat	255,6	0,3	1,7	2,2	2,5	3,1	3,3	3,2
Crédits aux promoteurs immobiliers	1,3	55,8	-17,0	-10,4	-3,7	5,3	17,5	26,9
Créances en souffrances	103,8	1,6	2,8	5,0	7,1	3,8	3,7	5,8
Sociétés non financières privées	60,8	1,8	0,9	2,9	7,4	4,0	3,5	5,6
Ménages	42,2	1,5	5,7	7,2	5,8	2,9	3,2	5,3
Ratio des créances en souffrances	-	-	8,4	8,6	8,8	8,6	8,6	8,7

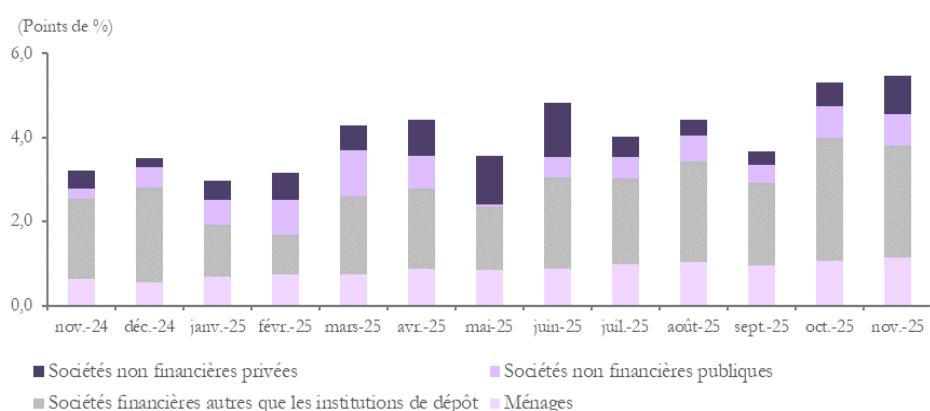
Evolution des principales catégories de crédit (en glissement annuel)



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



Contributions des secteurs institutionnels à la croissance annuelle du crédit



Autres sources de création monétaire

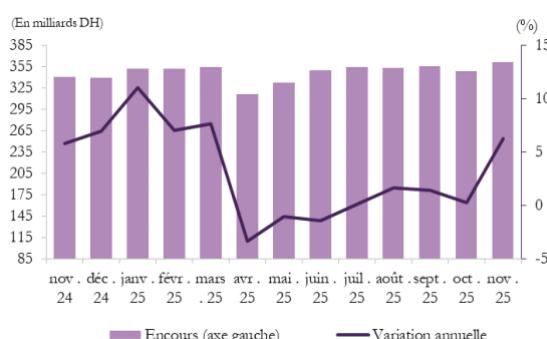
Evolution des avoirs officiels de réserve



Avoirs officiels de réserve en novembre 2025

Avoirs officiels de réserves	Encours en milliards DH		Variations en %			
			mensuelle		glissement annuel	
	oct.-25	nov.-25	oct.-25	nov.-25	oct.-25	nov.-25
Avoirs officiels de réserves	431,2	434,1	2,7%	0,7%	19,6%	17,4%

Evolution des créances nettes sur l'Administration Centrale



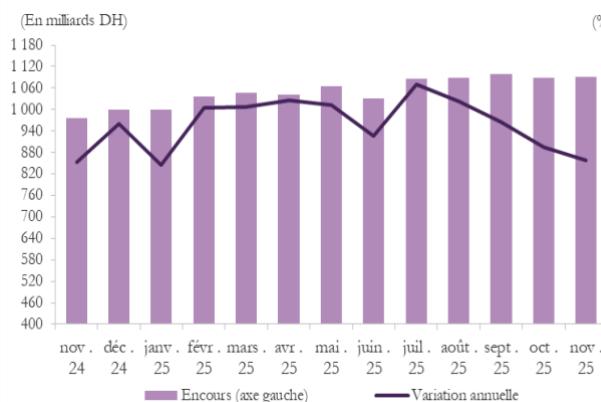
Créances nettes sur l'Administration centrale en novembre 2025

Créances nettes sur l'AC	Encours en milliards de DH		Variations en %			
			mensuelle		glissement annuel	
	oct.-25	nov.-25	oct.-25	nov.-25	oct.-25	nov.-25
Créances nettes sur l'AC	348,3	361,7	-2,2	3,8	0,3	6,3
. Créances nettes de BAM	-3,1	-0,4	81,6	-87,9	-172,7	-105,6
. Créances nettes des AID*	351,4	362,1	-1,8	3,0	2,4	8,5

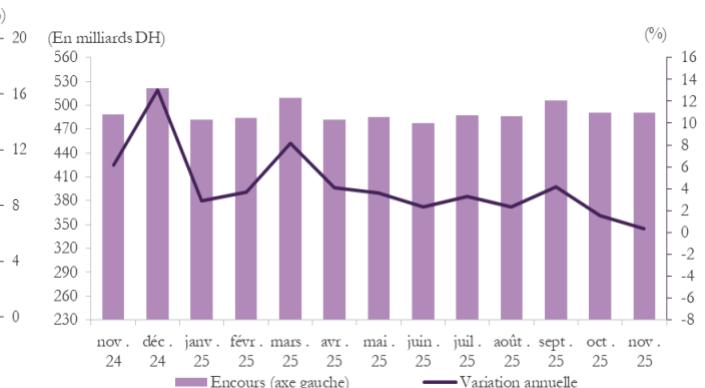
*Autres Institutions de Dépôts

Agrégats de placements liquides

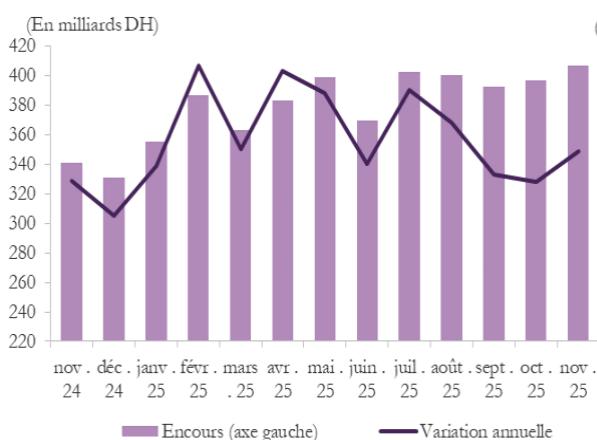
Evolution des agrégats de placements liquides (PL)



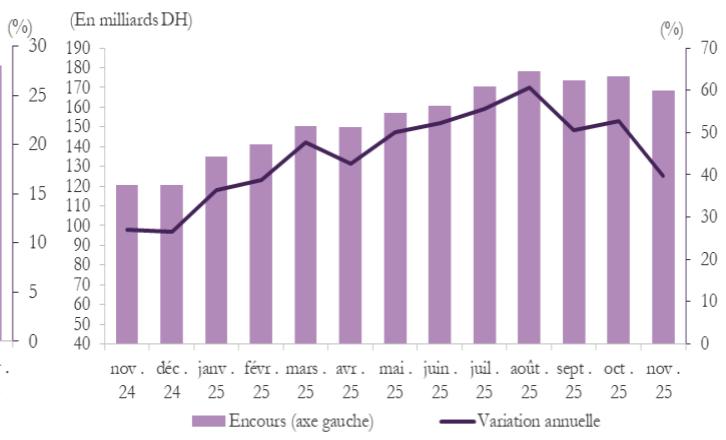
Evolution des bons du Trésor négociables inclus dans l'agrégat PL1



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



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



VI. MARCHE DES CHANGES

Entre les mois de novembre et de décembre 2025, l'euro s'est apprécié de 1,3% par rapport au dollar américain*. Sur le marché des changes domestique, le dirham s'est apprécié de 1% vis-à-vis du dollar américain et s'est déprécié de 0,3% face à l'euro.

Aucune séance d'adjudications de devises n'a été tenue par Bank Al-Maghrib depuis décembre 2021.

Sur le marché interbancaire, le volume des échanges de devises contre dirham a accusé une baisse annuelle de 43,2% à 22,8 milliards de dirhams en novembre 2025.

Pour ce qui est des opérations des banques avec leur clientèle, elles ont totalisé en novembre 2025 33,1 milliards de dirhams pour les achats au comptant et 13,8 milliards pour ceux à terme, au lieu de 32,9 milliards et 18,4 milliards respectivement au même mois une année auparavant. De même, les ventes sont revenues à 31,7 milliards, après 34,2 milliards, pour celles au comptant et ont augmenté à 3,2 milliards, au lieu de 1,9 milliard, pour celles à terme.

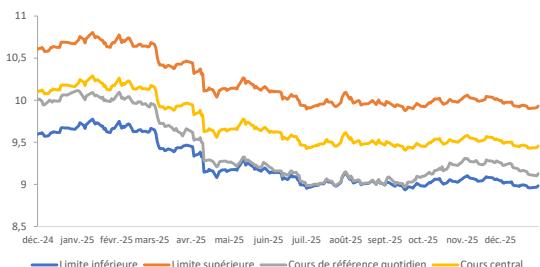
*La parité est calculée sur la base des cours de référence quotidiens EURO/MAD et DOLLAR U.S/MAD.

Cotation des devises

Evolution de l'euro par rapport au dollar américain *



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



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

	sept.-25	oct.-25	nov.-25	déc.-25
Cours de référence moyen				
Euro	10,602	10,689	10,719	10,752
Dollar U.S.	9,034	9,184	9,274	9,185
Adjudications				
Nombre d'opérations	-	-	-	-

Opérations sur le marché des changes

(En millions de dirhams)	2024		2025		Variation novembre 2025/novembre 2024	
	novembre	Moyenne janv.-nov.	novembre	Moyenne janv.-nov.	En valeur	en %
Achats/ventes interbancaires contre MAD	40 219	46 159	22 838	32 208	- 17 381	-43,2
Achats au comptant de devises par la clientèle des banques	32 930	35 386	33 129	36 563	199	0,6
Ventes au comptant de devises par la clientèle des banques	34 181	35 062	31 692	35 640	- 4 489	-7,3
Achats à terme de devises par la clientèle des banques	18 382	16 394	13 767	17 408	- 4 615	-25,1
Ventes à terme de devises par la clientèle des banques	1 928	2 547	3 219	3 712	1 291	67,0

VII. MARCHES DES ACTIFS

En décembre 2025, le MASI s'est apprécié de 1,3% par rapport au mois précédent, portant sa performance depuis le début de l'année à 27,6%. Cette évolution reflète principalement des progressions de 10,7% pour l'indice des « Bâtiments et matériaux de construction », de 7,9% pour celui des « Mines » et de 1,1% pour les « Banques ». En revanche, ceux relatifs aux secteurs de la « Santé » et des « Télécommunications » ont diminué de 12,8% et de 5,2% respectivement.

S'agissant des indicateurs de valorisation, ils ressortent globalement stables, d'un mois à l'autre, avec un PER ⁽¹⁾ de 21,1, un rendement du dividende de 2,26 et un ratio PB ⁽²⁾ de 3,2. La capitalisation boursière a atteint, quant à elle, 1 040,7 milliards de dirhams, en hausse de 38,3% au début de l'année.

Concernant le volume mensuel des échanges, il s'est élevé de 5 milliards de dirhams en novembre à près de 30 milliards en décembre, dont 16,1 milliards réalisé au niveau du marché central, 7,4 milliards sur le marché de blocs, 5,6 milliards au titre des opérations d'introduction en bourse de SGTM et de Cash Plus et 630 millions dans le cadre de l'opération d'augmentation de capital en bourse de la société « SOTHEMA ». Dans ces conditions, le ratio de liquidité ⁽³⁾ sur le compartiment central actions est passé à 12,5% contre 8,6% en décembre 2024.

Sur l'ensemble de l'année 2025, la progression de l'indice de référence ressort à 27,6% après 22,2% une année auparavant, et de 12,8% en 2023. Cette évolution a concerné la quasi-totalité des secteurs, avec en particulier des rebonds de 18,8% pour les « Banques », de 77,2% pour les « Services de transport » et de 33,8% pour les « Bâtiments et matériaux de construction ». Pour ce qui est du volume de transactions, il a enregistré une augmentation de 62,7% à 161,1 milliards, dont 120,9 milliards réalisé sur le marché central, 16,3 milliards sur celui de blocs et 6,1 milliards dans le cadre des introductions.

Sur le marché de la dette souveraine, les émissions de bons du Trésor ont totalisé 7,6 milliards de dirhams en décembre, après 20,1 milliards un mois auparavant. Elles ont porté à hauteur de 94% sur des maturités moyennes et 6% sur celles courtes, dans un contexte de légère hausse des taux. Tenant compte des remboursements de 14,7 milliards de dirhams à fin décembre, l'encours des bons du Trésor est ressorti à 787,3 milliards, en progression de 4,5% depuis décembre 2024. **Sur l'ensemble de l'année, le montant total levé ressort à 162,2 milliards, après 171,4 milliards en 2024, émis à hauteur de 62% pour les maturités moyennes, 25% sur celles longues et 12% sur les courtes.**

Au niveau du marché des titres de créances négociables, les levées se sont établies à 3,2 milliards de dirhams en novembre, après 8,3 milliards en octobre. Cette évolution reflète un repli des émissions de 6,1 milliards de dirhams à 1,9 milliard pour les certificats de dépôts et de 2,2 milliards de dirhams à 1,4 milliard pour les bons des sociétés de financement. Par ailleurs, aucune émission de billets de trésorerie n'a été réalisée pour le deuxième mois consécutif.

S'agissant du marché obligataire privé, les émissions se sont élevées à 5,1 milliards de dirhams en novembre, après 4,2 milliards un mois auparavant. Tenant compte des remboursements, l'encours de la dette sur ce marché a atteint 202,9 milliards, en accroissement de 11,5% par rapport à décembre 2024.

Pour ce qui est des titres d'OPCVM, les souscriptions se sont chiffrées à 120 milliards de dirhams en décembre et les rachats à 136,2 milliards, soit une décollecte nette de 16,2 milliards. Concernant les performances, toutes les catégories de fonds ont enregistré des améliorations comparativement à fin décembre 2024, allant de 2,6% pour les OPCVM monétaires à 24,5% pour ceux actions. Dans ces conditions, l'actif net des OPCVM s'est élevé à 785,1 milliards, en augmentation annuelle de 20,2%.

Sur le marché immobilier, les transactions ressortent en amélioration 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 se sont raffermis 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.

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

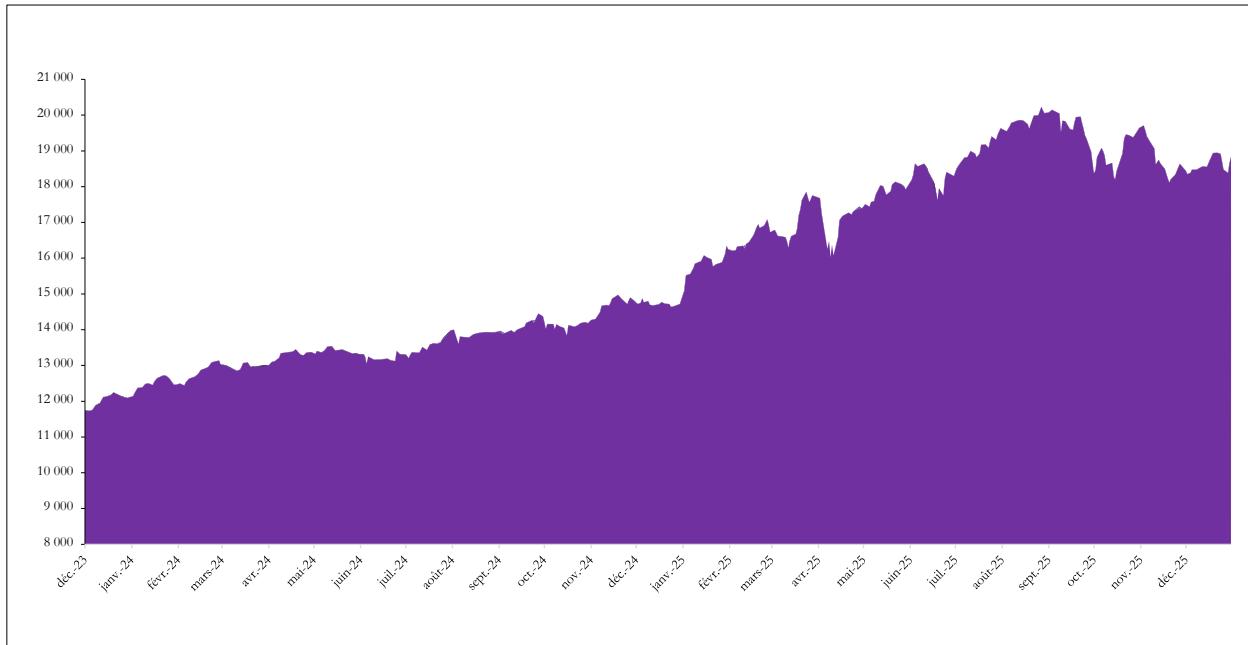
(2) Price to Book Ratio : le PB est le ratio de la valeur de marché des capitaux propres (la capitalisation boursière) rapporté à leur valeur comptable.

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

INDICES BOURSIERS

Indices	Décembre 2024	Novembre 2025	Décembre 2025	Décembre 2025 /Novembre 2025 (en %)	Décembre 2025 /Décembre 2024 (en %)
MASI	14 773,2	18 603,6	18 846,4	1,3	27,6

Evolution quotidienne du MASI



Source : Bourse de Casablanca.

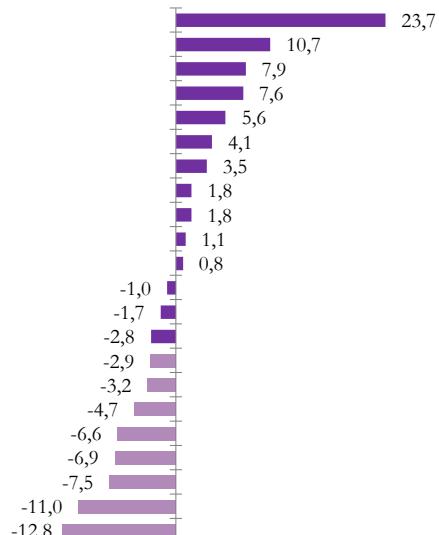
Performance des indices sectoriels

Indices sectoriels	Structu re (en %)	Décembre 2024	Novembre 2025	Décembre 2025	Décembre 2025 /Novembre 2025 (en %)	Décembre 2025 /Décembre 2024 (en %)
Agroalimentaire et Production	3,8	32 856	32 785	34 633	5,6	5,4
Assurances	2,9	5 511	6 156	6 051	-1,7	9,8
Banques	30,6	16 417	19 292	19 504	1,1	18,8
Bâtiment et Matériaux de Construction	16,5	23 797	28 762	31 840	10,7	33,8
Boissons	0,6	14 129	13 135	13 675	4,1	-3,2
Chimie	0,2	5 092	4 512	4 368	-3,2	-14,2
Distributeurs	2,9	39 533	47 428	47 802	0,8	20,9
Électricité	3,0	2 994	5 088	4 737	-6,9	58,2
Ingénieries et Biens d'Equipement Industriels	0,0	104	414	368	-11,0	255,5
Participation et promotion immobilières	4,7	17 307	20 445	18 907	-7,5	9,2
Loisirs et Hôtels	0,3	1 014	1 792	1 674	-6,6	65,1
Matériels, Logiciels et Services Informatiques	1,6	2 455	2 536	2 581	1,8	5,1
Mines	4,8	38 211	70 467	76 047	7,9	99,0
Pétrole et Gaz	2,4	16 443	18 345	18 167	-1,0	10,5
Industrie Pharmaceutique	0,8	5 351	10 048	10 399	3,5	94,3
Industrie agricole	1,1	1 450	1 813	1 845	1,8	27,2
Santé	4,3	3 507	4 918	4 286	-12,8	22,2
Services de transport	9,3	8 246	15 046	14 615	-2,9	77,2
Sociétés de financement et Autres Activités Financières	0,5	7 926	8 334	10 311	23,7	30,1
Sylviculture et Papier	0,0	28	38	36	-4,7	29,2
Sociétés de Portefeuilles / Holdings	0,7	8 635	10 861	11 687	7,6	35,3
Sociétés de placement immobilier	1,5	1 102	1 019	991	-2,8	-10,1
Télécommunication	7,5	1 204	1 688	1 600	-5,2	32,9
Transport	0,1	4 480	3 557	3 696	3,9	-17,5

Source : Bourse de Casablanca.

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

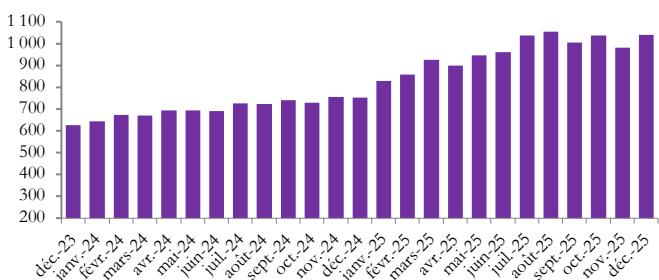
Sociétés de financement et Autres Activités Financières
 Bâtiments et Matériaux de Construction
 Mines
 Sociétés de Portefeuilles / Holdings
 Agroalimentaire et Production
 Boissons
 Industrie Pharmaceutique
 Industrie agricole
 Matériels, Logiciels et Services Informatiques
 Banques
 Distributeurs
 Pétrole et Gaz
 Assurances
 Sociétés de placement immobilier
 Services de transport
 Chimie
 Sylviculture et Papier
 Loisirs et Hôtels
 Electricité
 Participation et promotion immobilières
 Ingénieries et Biens d'Équipement Industriels
 Santé



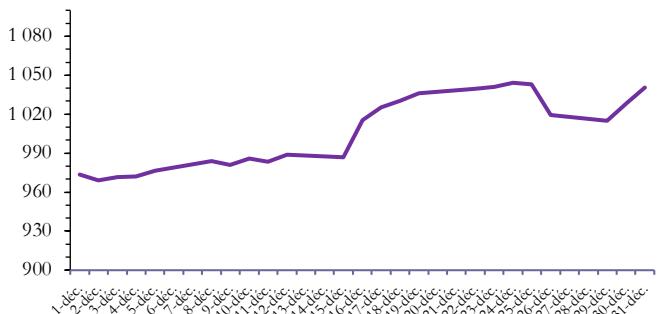
Source : Bourse de Casablanca.

ACTIVITE

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



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



Volume des transactions

En millions de dirhams	Décembre 2024	Novembre 2025	Décembre 2025
Volume actions			
1-Marché central	7 886,6	5 029,4	16 093,4
2-Marché de blocs	18 354,8		7 446,6
Total A = (1+2)	26 241,5	5 029,4	23 540,0
3-Introductions	1 100		5576,7
4-Apports de titres	3,1	6,6	14,3
5-Offres publiques	-		
6-Transferts	23,3	18,4	102,4
Total B = (3+4+5+6)	1 126,3	25,1	5 693,5
7-Augmentations de capital	-		630,4
I- Volume obligations	-		
II- Volume actions	27 367,8	5 054,5	29 863,9
III- Total Général	27 367,8	5 054,5	29 863,9

Source : Bourse de Casablanca

COURS

Performance des plus fortes capitalisations

Valeurs	Capitalisation (en milliards de dirhams)	Part (%)	Cours (en dirhams)			Variation (en %)	
			Décembre 2024	Novembre 2025	Décembre 2025	Décembre 2025 /Novembre 2025 (en %)	Décembre 2025 /Décembre 2024 (en %)
ATTIJARIWAFA BANK	157,1	15,1	569	732	730	-0,2	28,3
ITISSALAT AL-MAGHRIB	95,8	9,2	82	115	109	-5,2	32,9
MANAGEM	75,9	7,3	2 889	6 100	6 400	4,9	121,5
SODEP-Marsa Maroc	69,7	6,7	536	978	950	-2,9	77,2
BCP	59,0	5,7	275	278	290	4,3	5,5
SGTM S.A	54,9	5,3	-	-	915	-	-
TAQA MOROCCO	50,0	4,8	1 340	2 277	2 120	-6,9	58,2
BANK OF AFRICA	49,6	4,8	205	225	225	0,0	9,8
LAFARGEHOLCIM MAROC	43,1	4,1	1 935	1 850	1 840	-0,5	-4,9
TGCC S.A	31,4	3,0	476	930	906	-2,6	90,4

Valeurs du secteur financier

Secteurs	Cours			Variation (en %)
	Décembre 2024	Novembre 2025	Décembre 2025	
Banques				/Novembre 2025
BMCI	580	520	630	21,2
ATTIJARIWAFA BANK	569	732	730	-0,2
CIH	395	402	415	3,2
BANK OF AFRICA	205	225	225	0,0
BCP	275	278	290	4,3
CDM	930	967	1 039	7,4
CFG BANK	222	244	245	0,4
Sociétés de financement				
MAGHREBAIL	900	918	943	2,7
SALAFIN	548	618	530	-14,2
EQDOM	-	1 246	1 297	4,1
MAROC LEASING	370	366	360	-1,6
Assurances				
ATLANTASANAD	127,5	138	150	8,7
SANLAM MAROC	1 829	1 975	2 140	8,4
WAFA ASSURANCE	4 460	5 150	4 804	-6,7
AGMA	6 875	6 391	6 335	-0,9

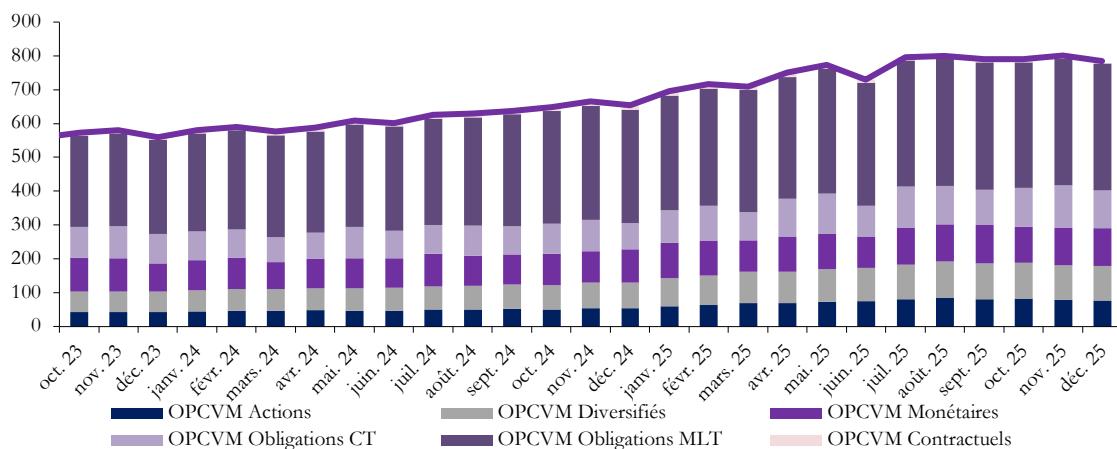
Source : Bourse de Casablanca.

GESTION D'ACTIFS

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

Catégories d'OPCVM	Nombre	Montant (en milliards)	Structure (en %)	Variation mensuelle (en %)	Variation annuelle (en %)
Actions	116	77,2	10	-1,9	44
Diversifiés	134	102,7	13	0,0	34,4
Monétaires	70	110,1	14	-1,0	12,6
Obligations CT	72	113,2	14	-10,1	43,8
Obligations MLT	211	373,0	48	-0,1	11,9
Contractuel	6	8,8	1	-4,3	-33,5
Total	609	785,1	100	-2,0	20,2

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



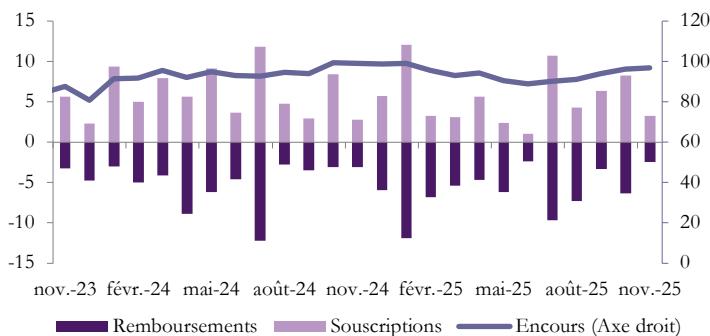
Source : AMMC.

MARCHES DE LA DETTE

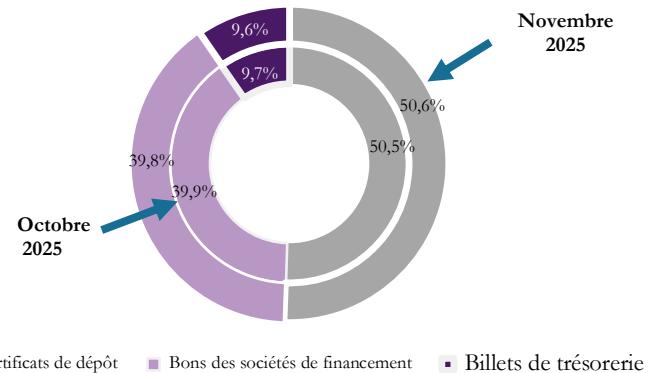
Marché des titres de créances négociables

	En millions de dirhams			Variations			
	Décembre 2024	Octobre 2025	Novembre 2025	Novembre 2025 / Octobre 2025		Novembre 2025 / Décembre 2024	
				En valeur	En %	En valeur	En %
Encours	98 803	96 130	96 947	817	0,8	-1 857	-1,9
Certificats de dépôt	59 472	48 521	49 027	507	1,0	-10 445	-17,6
Bons des sociétés de financement	30 897	38 310	38 620	310	0,8	7 723	25,0
Billets de trésorerie	8 434	9 300	9 300	0	0,0	866	10,3
Emissions	5 701	8 296	3 241	-5 056	-60,9	-2 460	-43,2
Certificats de dépôt	1 401	6 096	1 891	-4 206	-69	490	35
Bons des sociétés de financement	940	2 200	1 350	-850	-39	410	44
Billets de trésorerie	3 360	0	0	0	-	-3 360	-100
Remboursements	5 953	6 318	2 424	-3 894	-61,6	-3 529	-59,3

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



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

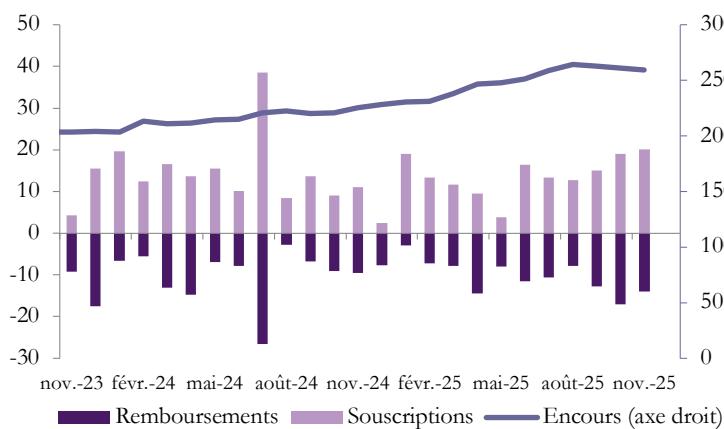


Source : BAM.

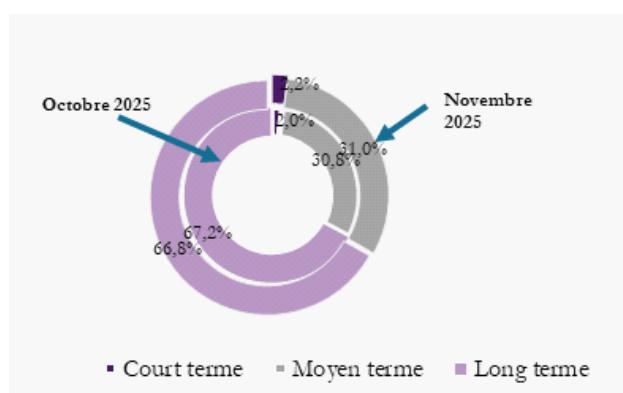
Marché des bons du Trésor

	En millions de dirhams			Variation			
	Décembre 2024	Novembre 2025	Décembre 2025	Décembre 2025 / Novembre 2025	Décembre 2025 / Décembre 2024	En valeur	En %
				En valeur	En valeur	En %	En %
Encours	753 604,0	794 387,5	787 339,8	-7 047,7	-0,9	33 735,8	4,5
13 semaines	400	550	2 850	2 300	418,2	2 450,0	612,5
26 semaines	904	2 400	13 114	10 714	446,4	12 210,3	1 350,7
52 semaines	7 983	14 754	100 410	85 656	580,5	92 427,1	1 157,8
2 ans	95 323	100 083	142 476	42 393	42,4	47 152,7	49,5
5 ans	135 181	146 241	170 002	23 761	16,2	34 820,6	25,8
10 ans	165 251	171 872	177 771	5 899	3,4	12 520,2	7,6
15 ans	173 678	177 771	105 063	-72 708	-40,9	-68 614,8	-39,5
20 ans	103 928	105 063	75 654	-29 410	-28,0	-28 274,3	-27,2
30 ans	70 955	75 654	-	-75 654	-100,0	-70 955,0	-100,0
Souscriptions	2 509,0	20 132,2	7 615,4	-12 516,8	-62,2	5 106,4	203,5
13 semaines	100					-100,0	-100,0
26 semaines	0	1 350	450	-900	-66,7	450,0	
52 semaines	600	1 300	0	-1 300	-100,0	-600,0	-100,0
2 ans	400	7 338	7 165	-173	-2,4	6 765,4	1 691,4
5 ans	400	9 144		-9 144	-100,0	-400,0	-100,0
10 ans	0	1 000		-1 000	-100,0	0,0	
15 ans	0					0,0	
20 ans	1 009					-1 009,0	-100,0
30 ans	0						
Remboursements	7 731,0	14 015,4	14 663,1	647,7	4,6	6 932,1	89,7

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



Structure de l'encours des titres de bons du Trésor



Source : BAM.

VIII. EVOLUTION DE L'INFLATION

Évolution de l'inflation en novembre 2025

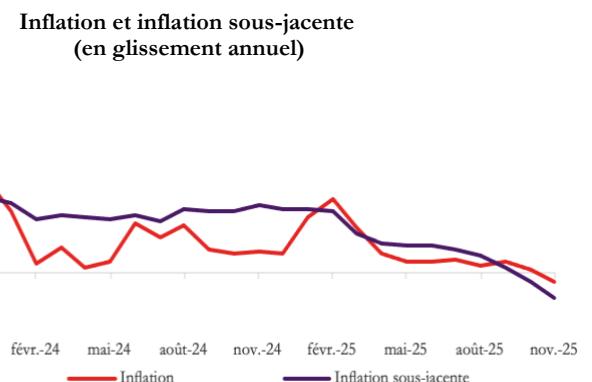
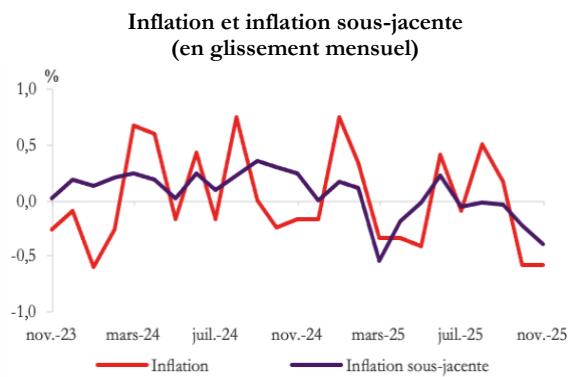
L'indice des prix à la consommation (IPC) s'est replié de 0,6% en novembre 2025 par rapport au mois précédent. Cette évolution traduit notamment le recul de 0,4% de l'indicateur de l'inflation sous-jacente, reflétant en majeure partie la baisse de 1% de sa composante alimentaire, tirée principalement par la diminution de 6,2% des prix de « l'huile ». Dans le même sens, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont reculé de 1,5%, avec en particulier des baisses de 5,8% pour les « volaille et lapin » et de 21,3% pour les « agrumes ». En revanche, les prix des carburants et lubrifiants se sont accrus de 0,2% et les tarifs des biens et services réglementés sont restés stables d'un mois à l'autre.

En variation annuelle, l'inflation s'est établie à -0,3%, au lieu de 0,1% en octobre, et sa moyenne au cours des onze premiers mois de l'année s'est stabilisée à 0,8%. Par composante, l'inflation sous-jacente est ressortie à -1% après -0,3% un mois auparavant, traduisant essentiellement la baisse de 3,6% au lieu de 2,1% des prix des produits alimentaires qui y sont inclus, sous l'effet en particulier de l'accentuation de -10,8% à -17,7% du repli des prix de « l'huile ».

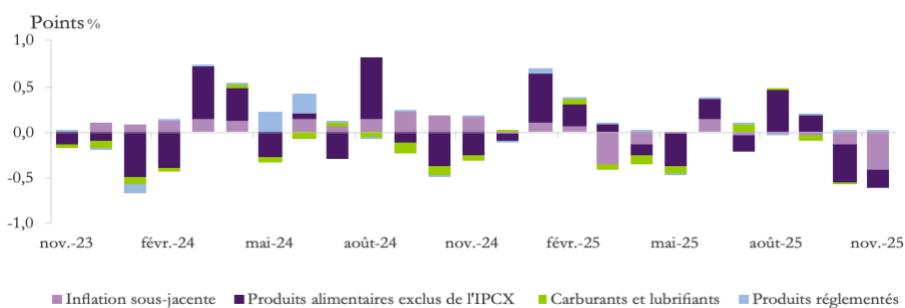
La distinction entre biens et services inclus dans le panier de l'IPC indique que la baisse de l'inflation est attribuable exclusivement à l'accentuation du repli des prix des biens de 0,2% à 0,7%, en lien avec la baisse des prix des biens transformés hors carburants et lubrifiants de 1,4% après 0,6%. Pour leur part, les prix des services se sont accrus de 0,9%, rythme quasi-inchangé d'un mois à l'autre.

S'agissant des prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole, ils ont enregistré une hausse mensuelle de 0,3% en novembre, reflétant principalement des progressions de 1,8% dans l'« industrie chimique », de 0,8% dans la « fabrication d'autres produits minéraux non métalliques » et de 0,2% dans les « industries alimentaires ». En revanche, les prix de production ont baissé de 1,3% dans les branches de la « métallurgie » et de la « fabrication de textiles ». En glissement annuel, les prix à la production hors raffinage ressortent en augmentation de 0,1% en novembre, après le recul de 0,2% en octobre.

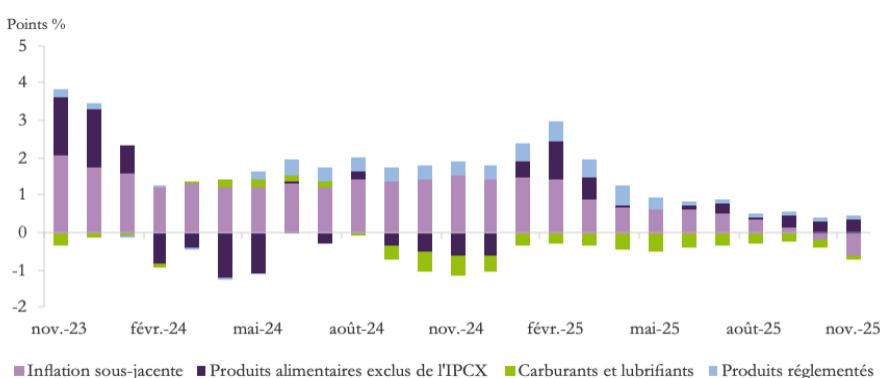
Evolution de l'inflation et de ses composantes



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



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



Sources : HCP et calculs de BAM.

Evolution de l'inflation et de ses composantes

	Variation mensuelle (%)		Variation annuelle (%)		
	oct. 25	nov. 25	oct. 25	nov. 25	Les 11 premiers mois de 2025
Inflation	-0,6	-0,6	0,1	-0,3	0,8
Produits alimentaires à prix volatils	-2,8	-1,5	2,3	2,8	2,4
Produits réglementés	0,0	0,0	0,5	0,5	1,3
Carburants et lubrifiants	-0,6	0,2	-5,8	-4,2	-10,1
Inflation sous-jacente	-0,2	-0,4	-0,3	-1,0	0,8
Produits alimentaires inclus dans l'inflation sous-jacente	-0,6	-1,0	-2,1	-3,6	0,4
Articles d'habillement et chaussures	0,0	-0,2	0,8	0,7	0,8
Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,1	0,1	1,1	1,2	1,1
Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	-0,1	0,1	0,6	0,7	0,6
Santé ¹	0,3	0,0	-0,6	-0,1	-0,9
Transport ²	0,0	-0,2	-0,4	-0,7	0,9
Communication	0,0	0,0	-0,2	-0,3	-0,2
Loisirs et cultures ¹	0,1	-0,1	-0,7	-0,9	-0,7
Enseignement	0,1	0,0	2,1	2,1	2,3
Restaurants et hôtels	-0,2	0,0	2,4	2,5	3,4
Biens et services divers ¹	0,2	0,3	1,5	1,7	1,6

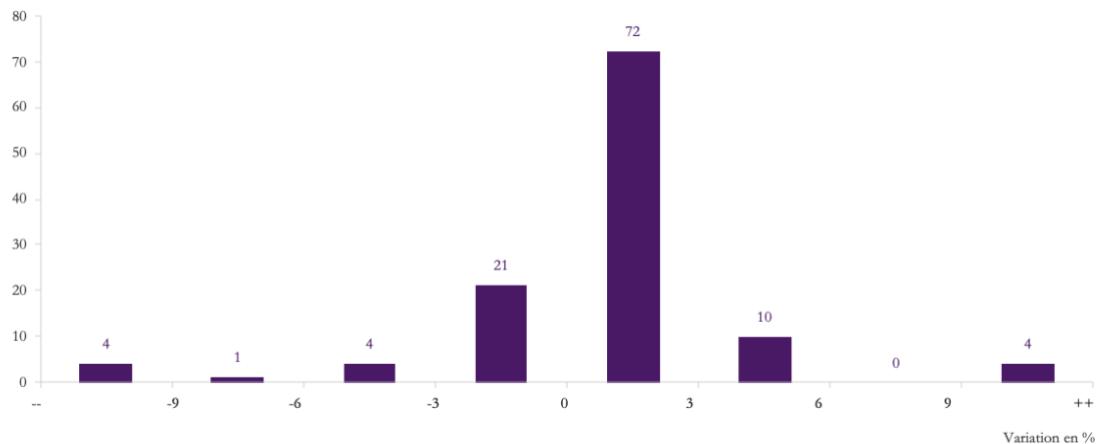
Sources : HCP et calculs BAM

(1) Hors produits réglementés.

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

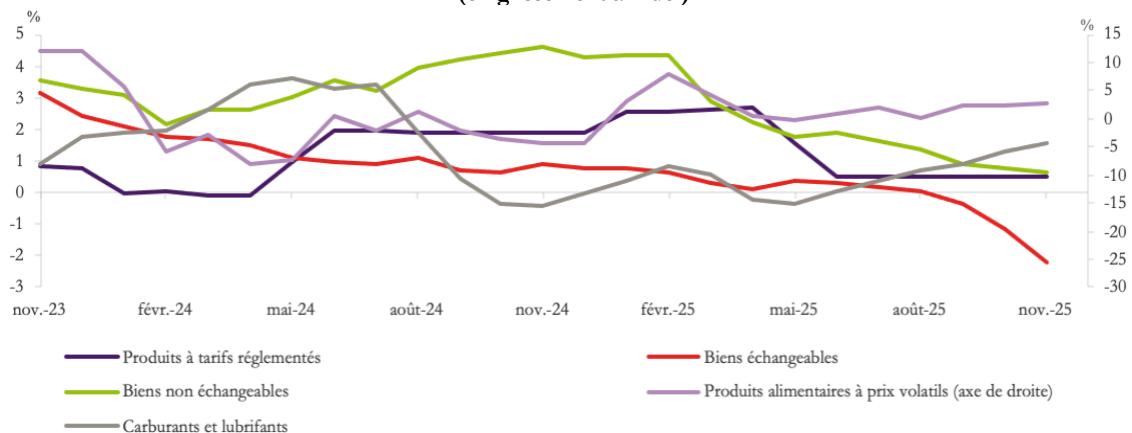
Evolution de l'inflation et de ses composantes

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

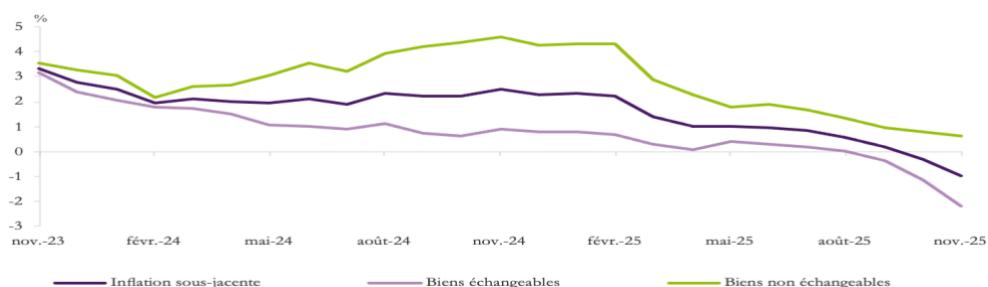


Prix des biens échangeables (IPCXE) et non échangeables (IPCXNE)

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

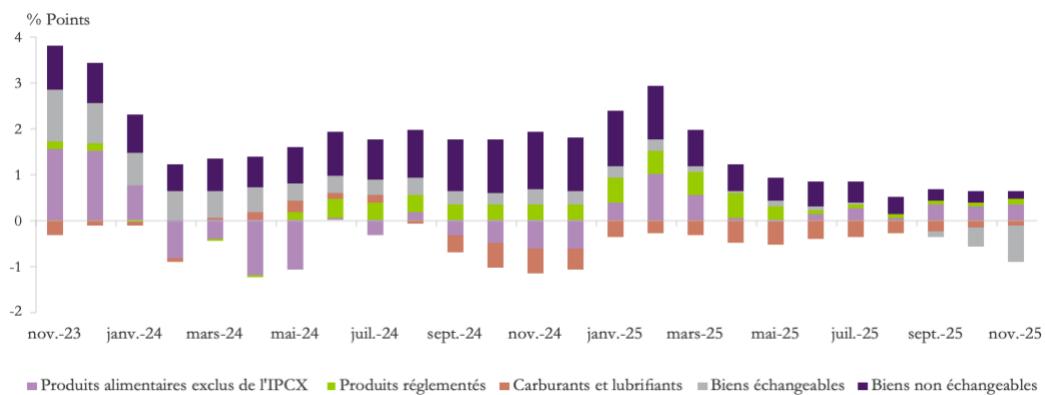


Indice de l'inflation sous-jacente, IPCXE et IPCXNE
(en glissement annuel)



Sources : HCP et calculs de BAM.

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



Sources : HCP et calculs de BAM.

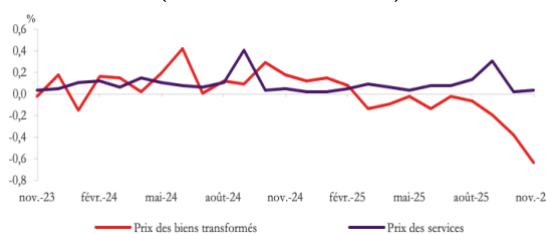
Evolution des prix des biens et services

Evolution des prix des biens et des services

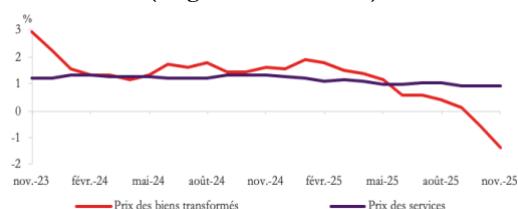
	Variation mensuelle (en %)		Variation annuelle (en %)	
	oct. 25	nov. 25	oct. 25	nov. 25
Inflation	-0,6	-0,6	0,1	-0,3
Biens transformés*	-0,4	-0,6	-0,6	-1,4
Services	0,0	0,0	0,9	0,9
Biens non transformés	-1,9	-1,0	0,7	0,6
Carburants et lubrifiants	-0,6	0,2	-5,8	-4,2

* Hors carburants et lubrifiants.

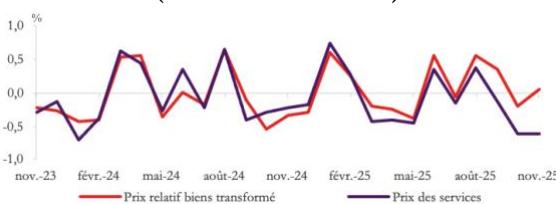
Prix des biens transformés et des services (en variation mensuelle)



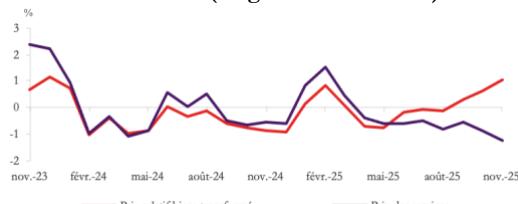
Prix des biens transformés et des services (en glissement annuel)



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



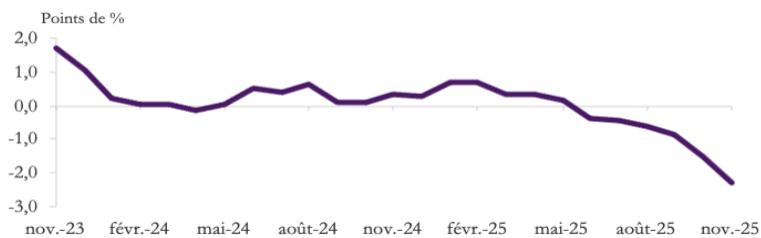
Prix relatifs* des biens transformés et des services (en glissement annuel)



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

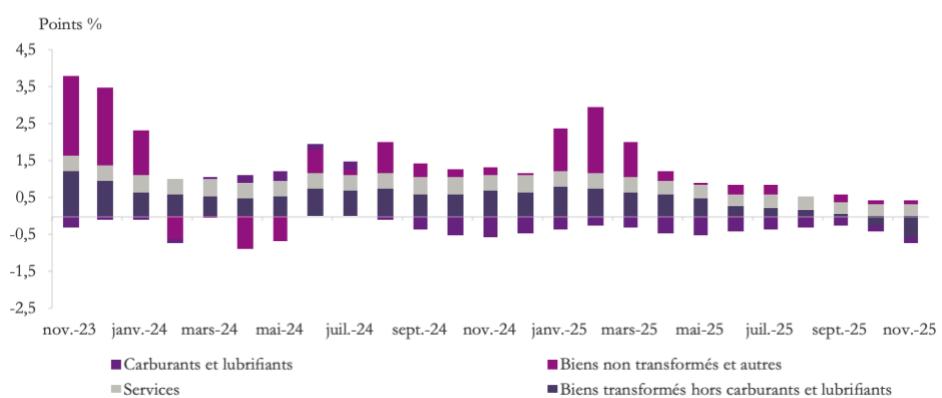
Sources : HCP et calculs de BAM

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



Sources : HCP et calculs BAM.

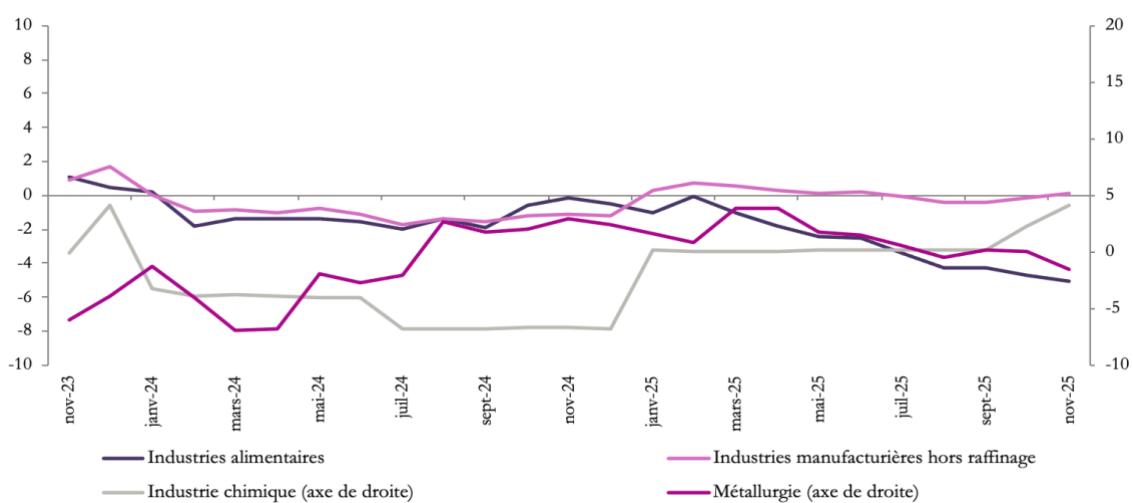
Contributions des biens et services à l'inflation



Sources : HCP et calculs de BAM.

Prix à la production industrielle

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



Source : HCP.

Dépôt légal : 2025PE0050
ISSN : 3119-6179
E-ISSN : 3119-6306

BANK AL-MAGHRIB

Direction Etudes Economiques

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

Téléphone : +212 (0) 537 57 41 05

Email : dee@bkam.ma

Web : www.bkam.ma

