



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

Novembre 2025





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

Novembre 2025



بنك المغرب

Table des matières

Vue d'ensemble.....	5
I. Environnement international	10
Croissance et inflation dans les principaux pays partenaires	13
Principales mesures de politique monétaire	14
Marchés mondiaux des matières premières	15
II. Comptes extérieurs	16
Balance commerciale.....	17
III. Production, demande et marché du travail.....	20
Comptes nationaux	22
Agriculture	24
Industrie	25
Mines ..	26
Energie	27
Principaux indicateurs des activités sectorielles	28
Marché du travail	29
IV. Finances publiques	30
Situation des charges et ressources du Trésor à fin septembre 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... ..	47
Gestion d'actifs	48
Marchés de la dette.....	49
VIII. Evolution de l'inflation	51
Evolution de l'inflation et ses composantes.....	52
Prix à la production industrielle.....	56

بنك المغرب

APERÇU GENERAL

L'environnement international a été marqué, en octobre 2025, par une intensification des rivalités commerciales et technologiques sino-américaines, la prolongation du « *shutdown* » gouvernemental aux Etats-Unis ainsi que par la persistance des tensions géopolitiques en lien notamment avec les conflits en Ukraine et au Moyen-Orient. Ce contexte incertain a continué de peser sur l'activité économique et sur ses perspectives.

Les dernières données des comptes nationaux disponibles font ressortir un ralentissement de la croissance économique dans la zone euro à 1,3% au troisième trimestre 2025, contre 1,5% le trimestre précédent, avec toutefois des évolutions divergentes entre pays membres. Elle s'est maintenue à 0,3% en Allemagne, s'est accélérée de 0,7% à 0,9% en France et a décéléré de 0,5% à 0,4% en Italie et de 3% à 2,8% en Espagne. Aux Etats-Unis, elle a affiché une hausse modérée à 2,1% au deuxième trimestre, après 2% un trimestre auparavant. Pour ce qui est des autres principales économies avancées, les données restent celles du deuxième trimestre et indiquent un ralentissement de 1,7% à 1,4% au Royaume-Uni et une légère hausse de 1,6% à 1,7% au Japon.

Dans les principales économies émergentes, les trajectoires ont été tout aussi différenciées. En Chine, la croissance a décéléré à 4,8% au troisième trimestre, après 5,2% un trimestre auparavant, sous l'effet notamment de la contraction du secteur immobilier. Ailleurs, les données relatives au deuxième trimestre indiquent un ralentissement de 2,9% à 2,2% au Brésil et de 1,4% à 1,1% en Russie, ainsi que des accélérations de 7,4% à 7,8% en Inde et de 2,3% à 4,8% en Turquie.

Sur les **marchés du travail des économies avancées**, des signes de modération des pressions apparaissent, particulièrement aux Etats-Unis, les données du mois d'août faisant ressortir une création de 22 mille emplois, après 79 mille en juillet, et une hausse du taux de chômage à 4,3% contre 4,2%. Dans la zone euro, ce taux s'est maintenu à 6,3% en septembre, avec des contrastes entre pays membres. Il est resté inchangé à 10,5% en Espagne et s'est légèrement accru de 7,5% à 7,6% en France, de 3,8% à 3,9% en Allemagne et de 6% à 6,1% en Italie. Au Royaume-Uni, les données du mois d'août indiquent une hausse du taux de chômage à 4,8%.

S'agissant des **marchés boursiers** des principales économies avancées, ils ont affiché des performances positives en octobre, portées notamment par les valeurs technologiques et de l'intelligence artificielle, en particulier aux Etats-Unis et par l'orientation accommodante des politiques monétaires des principales banques centrales. Ainsi, le Dow Jones Industrials a augmenté de 1,5%, l'Eurostoxx de 4,2%, le Nikkei 225 de 8,4% et le FTSE 100 de 2,8%. Ces évolutions se sont accompagnées d'une hausse de la volatilité, aussi bien sur les marchés européens qu'américains, le VSTOXX s'étant accru de 16,8 à 17,8 entre septembre et octobre, et le VIX étant passé de 16,3 à 18,7 sur la même période. Au niveau des économies émergentes, l'indice MSCI EM a affiché un gain de 4,4%, avec notamment une hausse de 1,8% pour le sous-indice chinois.

Sur les **marchés obligataires souverains** des pays avancés, la situation est restée globalement stable en octobre et ce, après des épisodes de volatilité liée à l'instabilité politique de certaines grandes économies, avec notamment le *shutdown* aux Etats-Unis et la démission du Premier ministre en France. Ainsi, le taux à 10 ans a diminué à 4,1% en moyenne pour les Etats-Unis, à 2,6% pour l'Allemagne, à 3,4% pour la France, à 3,5% pour l'Italie et à 3,2% pour l'Espagne. Concernant les principales économies émergentes, ce taux a reculé à 1,8% pour la Chine et à 29,5% pour la Turquie, tandis qu'il a augmenté à 13,9% pour le Brésil et à 6,5% pour l'Inde.

Sur les **marchés de change**, l'euro s'est déprécié de 0,8% d'un mois à l'autre en octobre vis-à-vis du dollar américain, tandis qu'il s'est apprécié de 1,4% face au yen japonais et de 0,2% par rapport à la livre sterling. Concernant les monnaies des principales économies émergentes, elles se sont globalement appréciées face au dollar, avec des gains de 1,2% pour la livre turque, de 0,4% pour le real brésilien et de 0,1% pour la roupie indienne, alors que le renminbi chinois est resté stable.

Sur le marché des matières premières, le cours du Brent a diminué de 4,9% à 64,7 dollars le baril entre septembre et octobre, et de 14,6% 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 2,1% à 10,9 \$/mmBTU et de 15,7% en variation annuelle. Pour leur part, les produits hors énergie ont vu leur cours progresser de 0,2%, recouvrant en particulier un accroissement de 5,5% des prix des métaux et minerais. En comparaison annuelle, ils demeurent globalement stables, reflétant principalement la hausse de 7,8% des prix des métaux et minerais et le repli de 4,5% de ceux des produits agricoles. S'agissant du phosphate et dérivés, les cours ont diminué, en glissement mensuel, de 3,4% à 754 dollars la tonne pour le DAP et de 0,9% à 658,5 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 31,5% pour le DAP et de 30,7% 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 2,1% en octobre, après 2,2% un mois auparavant, recouvrant notamment celles de 2,4% à 2,3% en Allemagne, de 1,1% à 0,9% en France, de 1,8% à 1,3% en Italie, tandis qu'une accélération de 3% à 3,2% a été enregistrée en Espagne. Aux Etats-Unis, elle a légèrement progressé de 2,9% en août à 3% en septembre. Dans les autres principales économies avancées, elle a augmenté de 2,7% à 2,8% en septembre au Japon et s'est maintenue à 3,8% au Royaume-Uni.

S'agissant de l'orientation des politiques monétaires, la **BCE** a décidé, à l'issue de sa réunion du 30 octobre, de maintenir inchangés, pour la troisième fois d'affilée et après 8 baisses opérées depuis juin 2024, ses trois taux directeurs, indiquant que l'inflation se situe actuellement autour de l'objectif de 2%. En revanche, à l'issue de sa réunion des 28 et 29 octobre, la **FED** a réduit, pour la deuxième fois consécutive, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 25 points de base à [3,75%-4%], invoquant notamment l'affaiblissement des créations d'emplois et une modération du rythme de progression de l'activité économique.

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

Au niveau sectoriel, le démarrage de la campagne agricole 2025/2026 se caractérise par de faibles précipitations. Les dernières données disponibles font ressortir un cumul pluviométrique de 11,5 mm à fin octobre 2025, en baisse de 81,1% par rapport à la campagne précédente et de 63,4% par rapport à la moyenne des cinq dernières années. Dans ce contexte, le taux de remplissage des barrages est demeuré à des niveaux bas, se situant à 31,1% au 3 novembre au lieu de 29,8% à la même période de l'année précédente.

Pour les industries manufacturières, leur valeur ajoutée s'est accrue de 6,9% au deuxième trimestre 2025, après 2,6% un an auparavant, reflétant essentiellement des augmentations de 18% dans la branche de fabrication des matériaux de transport, de 7,1% pour celle des produits alimentaires et de boissons, de 8% pour celle des produits chimiques et de 30% pour celle des matériaux électriques. Les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie réalisée par Bank Al-Maghrib font ressortir une amélioration du TUC, en comparaison annuelle, de 1,9 point à 79,5% en moyenne au troisième trimestre 2025.

Concernant le secteur du BTP, il continue d'enregistrer une forte dynamique, avec un accroissement de 6,7% de sa valeur ajoutée au deuxième trimestre, au lieu de 3,6% à la même période de 2024. Cette performance se serait maintenue, comme l'indique la hausse des ventes de ciment de 12,1% au troisième trimestre et de 16,4% durant le mois d'octobre. Quant aux industries extractives, leur valeur ajoutée a progressé de 10,9% au deuxième trimestre, après 20% un an auparavant ; et au cours des deux mois de juillet et août, la production marchande de phosphate brut s'est améliorée de 8,1%.

S'agissant de la branche « électricité, gaz, eau, assainissement et déchets », sa valeur ajoutée a marqué une hausse de 8,9% au deuxième trimestre 2025 après un recul de 5,2% un an auparavant. Cette performance se serait poursuivie au troisième trimestre, comme l'indique l'accroissement de 5,4% de la production d'électricité.

Pour ce qui est des « activités d'hébergement et de restauration », la forte dynamique se poursuit, avec une progression de la valeur ajoutée de 10,5% au deuxième trimestre 2025 après 9,4% un an auparavant. Au cours du troisième trimestre, l'activité aurait enregistré un relatif ralentissement, comme en témoignent la hausse des arrivées aux postes frontières de 7,1% et la progression des nuitées, durant les deux mois de juillet et août, de 4,5%.

Sur le marché de travail, l'économie nationale a créé, entre le troisième trimestre de 2024 et la même période de 2025, 167 mille emplois, après 5 mille un trimestre 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 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 plan des comptes extérieurs, les données relatives aux neuf premiers mois de l'année 2025 font ressortir la poursuite de la dynamique des échanges de biens, une hausse des recettes de voyages et une légère amélioration des transferts des MRE. Ainsi, les exportations ont augmenté de 3,6% à 346,3 milliards, et les importations de 9,2% à 605,4 milliards. Le déficit commercial s'est, en conséquence, creusé de 17,7% à 259,1 milliards de dirhams, et le taux de couverture est revenu à 57,2%, après s'être établi à 60,3% à fin septembre 2024.

L'accroissement des importations a été tiré principalement par les hausses de 13,9% des biens d'équipement, de 13,1% des produits finis de consommation et de 7,1% des demi-produits, tandis que la facture énergétique s'est allégée de 5,1% à 81,5 milliards. Quant aux exportations, leur progression reflète essentiellement celle de 19,2% des ventes de phosphate et dérivés, les expéditions du secteur automobile s'étant, en revanche, contractées de 2,7% à 112,2 milliards.

S'agissant des recettes de voyages, elles se sont élevées à 100 milliards de dirhams, en hausse de 14,7% par rapport à la même période de 2024, et les dépenses au même titre se sont accrues de 9,5% à 24,4 milliards. Quant aux transferts des MRE, ils ont affiché une légère hausse de 1,1% à 92,7 milliards. En ce qui concerne les principales opérations financières, les recettes d'IDE se sont accrues de 39,5% à 42,5 milliards, alors que les investissements directs marocains à l'étranger ont accusé un repli de 9% à 13,7 milliards.

A fin septembre 2025, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est renforcé à 419,8 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 16 jours d'importations de biens et services.

Sur le plan des finances publiques, l'exécution budgétaire à fin septembre 2025 s'est soldée par un déficit global, hors produit de cession des participations de l'Etat, de 52,8 milliards de dirhams, en creusement de 15,5 milliards comparativement à la même période en 2024. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 13,9% à 329,3 milliards, tirées principalement par des hausses de 15,6% des rentrées fiscales et de 3,3% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 15,8% à 300,4 milliards, traduisant des accroissements de 18,6% de celles de biens et services et de 23,6% de celles en intérêts de la dette, tandis que les charges de compensation ont reculé de 25,9%. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 29 milliards, au lieu de 29,5 milliards un an auparavant, permettant de couvrir une partie des dépenses d'investissement qui ont progressé de 3,3% à 73 milliards. Au total, les dépenses globales se sont accrues de 13,1% à 373,4 milliards. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il est ressorti négatif à 8,7 milliards après un solde positif de 3,9 milliards un an auparavant. Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 18,9 milliards de dirhams, le déficit de caisse s'est creusé à 71,7 milliards, contre 37,8 milliards à fin septembre 2024. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures nettes de 37,5 milliards et par un flux net extérieur positif de 34,2 milliards de dirhams.

Sur le plan monétaire, l'agrégat M3 a enregistré une hausse annuelle de 7,8% à fin septembre. Par principales composantes, la circulation fiduciaire s'est accrue de 9,8% et les dépôts à vue auprès des banques de 10,1%, avec des hausses de 9,2% des dépôts des ménages et de 10,9% de ceux des entreprises non financières privées. Pour les dépôts à terme, ils se sont repliés de 1,1%, en lien avec le recul de ceux des sociétés non financières privées. Quant au crédit bancaire au secteur non financier, il a progressé de 3% globalement, de 2,9% pour les prêts accordés aux ménages, de 0,8% pour ceux aux entreprises privées et de 6,4% pour les concours aux entreprises publiques.

S'agissant de la liquidité bancaire, le besoin s'est accentué à 128,1 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire en octobre 2025, contre 123,5 milliards un mois auparavant. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté le volume global de ses injections à 143,7 milliards de dirhams. Sur le marché interbancaire, le volume quotidien moyen des échanges est revenu à 4,5 milliards de dirhams et le taux moyen pondéré s'est situé à 2,25% en moyenne.

Pour ce qui est des taux créditeurs assortissant les dépôts bancaires, ils ont enregistré en septembre une hausse de 11 points de base (pb) à 2,57% pour ceux à 6 mois et sont restés stables à 2,48% pour ceux à un an. Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au 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 progressé de 2 pb à 4,74%, avec une hausse de 8 pb à 4,72% pour les facilités de trésorerie, ainsi que des replis de 34 pb à 4,48% pour les prêts à l'équipement et de 10 pb à 5,37% pour les crédits à la promotion immobilière.

Au niveau du marché des bons du Trésor, les taux ont augmenté d'un mois à l'autre en octobre, aussi bien sur le compartiment primaire que secondaire. Les émissions ont totalisé 19 milliards de dirhams en octobre, après 15 milliards un mois auparavant. Tenant compte des remboursements de 17 milliards à fin octobre, l'encours des bons du Trésor ressort à 788,3 milliards, en progression de 4,6% depuis le début de l'année.

Sur le marché boursier, le MASI s'est apprécié en glissement mensuel de 2% en octobre, portant sa performance depuis le début de l'année à 31,4%. La capitalisation boursière s'est chiffrée à 1 024,7 milliards de dirhams, en hausse de 23,6% par rapport à fin 2024. Concernant le volume mensuel des échanges, il est revenu à 8,4 milliards de dirhams, contre 13,3 milliards en septembre, réalisé principalement sur le marché central.

S'agissant de **l'inflation**, elle s'est établie à 0,4% en septembre après 0,3% en août, ramenant sa moyenne au cours des neuf premiers mois de l'année à 0,9%. Sa composante sous-jacente est ressortie à 0,2%, contre 0,6% un mois auparavant, traduisant, d'une part, le ralentissement du rythme de progression des prix des biens non échangeables de 1,3% à 0,9%, et de l'autre, le repli de 0,4% des prix des biens échangeables, après une stagnation le mois précédent.

I. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

En octobre 2025, l'environnement international a été marqué par l'intensification des rivalités commerciales et technologiques sino-américaines¹, la prolongation du *shutdown* gouvernemental des Etats-Unis et des tensions géopolitiques persistantes en lien avec les conflits en Ukraine et au Moyen-Orient. Ce contexte incertain a continué à peser sur la croissance économique mondiale, avec notamment un ralentissement du rythme de l'activité au troisième trimestre en Chine et dans la zone euro. Sur les marchés du travail, des signes de fragilité se multiplient, particulièrement aux Etats-Unis. Parallèlement, les dernières données disponibles révèlent des dynamiques inflationnistes contrastées avec une légère accélération aux Etats-Unis, une modeste décélération dans la zone euro et une désinflation persistante pour la Chine.

Aux Etats-Unis, les données relatives au deuxième trimestre 2025 font ressortir une hausse modérée de la croissance à 2,1% après 2% un trimestre auparavant. Dans la zone euro, le rythme de l'activité a ralenti à 1,3% au troisième trimestre contre 1,5% le trimestre précédent, avec toutefois des évolutions divergentes entre les pays membres. Ainsi, la croissance s'est accélérée de 0,7% à 0,9% en France, s'est stabilisée à 0,3% en Allemagne, tandis qu'elle a décéléré de 3% à 2,8% en Espagne et de 0,5% à 0,4% en Italie. Dans les autres grandes économies avancées, la croissance est revenue à 1,4% au Royaume-Uni au second trimestre après 1,7% un trimestre auparavant, tandis qu'elle s'est accélérée à 1,7% au lieu de 1,6% au Japon.

Dans les économies émergentes, le rythme de l'activité a ralenti au troisième trimestre en Chine à 4,8% après 5,2% au deuxième trimestre, attribuable à une faible consommation, une contraction du secteur immobilier et un fléchissement de l'investissement. Pour les principales autres économies émergentes, les données relatives au deuxième trimestre font ressortir une décélération de la croissance à 2,2% contre 2,9% au premier trimestre au Brésil et à 1,1% au lieu de 1,4% en Russie, tandis que des accélérations ont été enregistrées en Inde de 7,4% à 7,8% et de 2,3% à 4,8% en Turquie.

Concernant les indicateurs avancés de l'activité, l'indice PMI composite de la zone euro a légèrement progressé à 52,5 en octobre contre 51,2 en septembre. En revanche, l'ISM manufacturier américain a reculé de 49,1 à 48,7 sur la même période.

Sur les **marchés du travail**, les données d'août² font ressortir une nouvelle hausse du taux de chômage aux Etats-Unis à 4,3% après 4,2% en juillet, et un ralentissement marqué des créations d'emplois de 79 mille à 22 mille postes. Dans la zone euro, le taux de chômage s'est stabilisé à 6,3% en septembre, avec des évolutions disparates entre les pays membres. Ainsi, il a augmenté à 3,9% en Allemagne, à 7,6% en France et à 6,1% en Italie, tandis qu'il est demeuré inchangé à 10,5% en Espagne. Au Royaume-Uni, les données d'août indiquent une hausse du taux de chômage à 4,8%.

Sur le **marché des matières premières**, le prix du Brent a marqué, entre septembre et octobre, un repli de 4,9% à 64,7 dollars le baril. Il est ressorti en baisse de 14,6% en glissement annuel, traduisant principalement une offre excédentaire liée aux augmentations soutenues de la production des pays membres (ceux-ci ayant décidé, à l'occasion de leurs trois dernières réunions mensuelles, d'augmenter la production de pétrole de 137 000 barils par jour pour les trois derniers mois de 2025, avec toutefois une pause au premier trimestre de 2026) et non-membres de l'OPEP+. De même, le cours du gaz naturel sur le marché européen a reculé de 2,1% entre septembre et octobre, pour s'établir à 10,9 \$/mmBTU et a affiché une contraction de 15,7%, en glissement annuel.

¹ Les deux parties sont toutefois parvenues à un accord de trêve en date du 30 octobre, à l'issue de la rencontre entre les Présidents Trump et Xi Jinping dans le cadre du Sommet de l'APEC, la Chine s'étant notamment engagée à suspendre ses nouveaux contrôles sur les exportations de terres rares.

² En raison du *Shutdown*, le Bureau of Labor Statistics n'a toujours pas publié, comme initialement prévu le vendredi 3 octobre, le

Pour leur part, les prix des produits hors énergie se sont légèrement accrus en octobre de 0,2% en rythme mensuel, recouvrant notamment une augmentation de 5,5% de ceux des métaux et minerais et une diminution de 1,9% pour les cours des produits agricoles. En glissement annuel, ils ressortent globalement stables, avec une progression de 7,8% des métaux et minerais et un repli de 4,5% des produits agricoles. Concernant les métaux précieux, l'or en particulier a continué de bénéficier de son statut de valeur refuge, son cours s'étant apprécié en moyenne à 4058,3 dollars l'once en octobre, soit une progression de 10,7% en rythme mensuel et de 50,9% en glissement annuel.

Pour ce qui est du phosphate et ses dérivés, les prix sont restés stables d'un mois à l'autre pour la roche, s'établissant à 152,5 \$/t en octobre, tandis que ceux du DAP ont reculé de 3,4% à 754 \$/t, et ceux du TSP de 0,9% à 658,5 \$/t. En glissement annuel, les cours ont enregistré des hausses de 31,5% pour le DAP et de 30,7% pour le TSP, alors que le phosphate brut est demeuré stable au même niveau de l'année précédente.

S'agissant de **l'inflation**, elle a légèrement décéléré dans la zone euro pour s'établir à 2,1% en octobre après 2,2% en septembre. Cette évolution traduit notamment des ralentissements de 2,4% à 2,3% en Allemagne, de 1,1% à 0,9% en France et de 1,8% à 1,3% en Italie, tandis qu'une accélération de 3% à 3,2% a été enregistrée en Espagne. En revanche, l'inflation s'est à nouveau accélérée aux États-Unis, passant de 2,9% en août à 3% en septembre. Dans les autres principales économies avancées, les données les plus récentes indiquent une stabilité de l'inflation à 3,8% au Royaume-Uni en septembre, tandis qu'une légère accélération a été enregistrée au Japon à 2,8% contre 2,7% en août. Concernant les principales économies émergentes, les évolutions demeurent contrastées. En Chine, l'inflation est restée en territoire négatif, s'établissant à -0,3% en septembre après -0,4% un mois auparavant, alors qu'elle a décéléré de 2,1% à 1,5% en Inde et de 8,1% à 8% en Russie sur la même période. En revanche, elle a légèrement accéléré à 5,2% contre 5,1% en août au Brésil.

Concernant les **décisions de politique monétaire**, la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 30 octobre, de maintenir inchangés ses trois taux directeurs, soit la troisième décision consécutive de statu quo après un total de huit baisses depuis juin 2024, en indiquant que l'inflation se situe actuellement autour de l'objectif à moyen terme de 2% et que les perspectives restent globalement inchangées. Elle a également souligné que les portefeuilles du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) se contractent à un rythme mesuré et prévisible, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

S'agissant de la FED, elle a décidé à l'issue de sa réunion des 28 et 29 octobre d'abaisser, pour la deuxième fois consécutive, de 25 points de base la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [3,75%-4%]. 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, bien que demeurant faible jusqu'en août. S'agissant de l'inflation, elle a augmenté depuis le début de l'année et demeure quelque peu élevée. Par ailleurs, elle a annoncé mettre fin à la réduction de ses avoirs en titres à compter du 1^{er} décembre.

Pour sa part, la Banque d'Angleterre a décidé, lors de sa réunion du 5 novembre 2025, de maintenir inchangé son taux directeur à 4%, tout en soulignant que les progrès en matière de désinflation sous-jacente se poursuivent, soutenus par l'orientation toujours restrictive de la politique monétaire.

S'agissant des conditions financières, les **marchés boursiers** de l'ensemble des principales économies avancées ont affiché des performances positives en octobre. Cette tendance reflète une conjoncture économique marquée par une appétence pour les valeurs technologiques et de l'intelligence artificielle, ainsi qu'une orientation accommodante de la politique monétaire des principales banques centrales.

Dans ces conditions, le Dow Jones Industrials a augmenté, d'un mois à l'autre, de 1,5%, l'Eurostoxx de 4,2%, le Nikkei 225 de 8,4% et le FTSE 100 de 2,8%. Ces évolutions se sont accompagnées d'une hausse de la volatilité des marchés boursiers sur le continent européen, le VSTOXX ayant progressé de 16,8 en septembre à 17,8 en octobre. De même, la volatilité sur les marchés financiers américains s'est accrue, le VIX passant de 16,3 en septembre à 18,7 en octobre sur fond d'un regain des tensions commerciales sino-américaines en lien avec les annonces de restrictions d'importations de terres rares par la Chine et des représailles commerciales par le Président Trump. Au niveau des économies émergentes, l'indice MSCI EM a affiché un gain de 4,4% en octobre, avec notamment une hausse de 1,8% pour le sous-indice chinois.

Sur les **marchés obligataires** souverains des économies avancées, la situation est restée globalement stable en octobre et ce, malgré des épisodes de volatilité liés à l'instabilité politique de certaines économies majeures, avec notamment le *shutdown* aux Etats-Unis et la démission du Premier ministre en France, dont la note de la dette souveraine a été abaissée par l'agence S&P. Ainsi, entre septembre et octobre, le taux à 10 ans s'est réduit de 8 points de base (pb) à 4,1% pour les Etats-Unis, de 9 pb à 2,6% pour l'Allemagne, de 9 pb à 3,4% en France, de 11 pb à 3,5% en Italie et de 11 pb à 3,2% pour l'Espagne. S'agissant des économies émergentes, ce taux a diminué de 3 pb à 1,8% pour la Chine, de 42 pb à 29,5% pour la Turquie, tandis qu'il a augmenté de 15 pb à 13,9% au Brésil et de 1 pb à 6,5% pour l'Inde.

Sur le **marché interbancaire**, le SOFR à trois mois s'est réduit entre septembre et octobre de 4 pb à 4,3%, alors que l'Euribor de même maturité s'est maintenu à 2% sur la même période. S'agissant du crédit bancaire, son rythme de progression s'est légèrement accéléré aux Etats-Unis pour atteindre 4,9% en septembre contre 4,8% le mois précédent, tandis qu'il s'est stabilisé à 2,7% au sein de la zone euro sur la même période.

Sur les **marchés de change**, l'euro a enregistré une dépréciation de 0,8% en octobre vis-à-vis du dollar américain, contre une appréciation de 1,4% face au yen japonais et de 0,2% par rapport à la livre sterling. Quant aux monnaies des principales économies émergentes, elles ont affiché en octobre des appréciations face au billet vert, avec des gains de 1,2% pour la livre turque, de 0,4% pour le real brésilien, de 0,1% pour la roupie indienne et une tendance stable 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	N.D
Zone Euro	0,1	0,2	0,5	0,5	1,0	1,3	1,6	1,5	1,3
France	1,6	1,6	1,7	1,0	1,1	0,6	0,6	0,7	0,9
Allemagne	-0,9	-0,8	-0,5	-0,6	-0,6	-0,2	0,2	0,3	0,3
Italie	0,5	1,0	0,3	0,6	0,6	0,5	0,7	0,5	0,4
Espagne	2,0	2,2	2,9	3,7	3,6	3,7	3,1	3,0	2,8
Royaume-Uni	0,1	-0,5	0,3	0,9	1,4	1,9	1,7	1,4	N.D
Japon	0,9	0,6	-0,9	-0,7	0,7	1,3	1,6	1,7	N.D
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	N.D
Brésil	2,4	2,4	2,6	3,3	4,0	3,6	2,9	2,2	N.D
Turquie	6,5	4,9	5,3	2,3	2,8	3,2	2,3	4,8	N.D
Russie	6,2	5,3	5,4	4,3	3,3	4,5	1,4	1,1	N.D

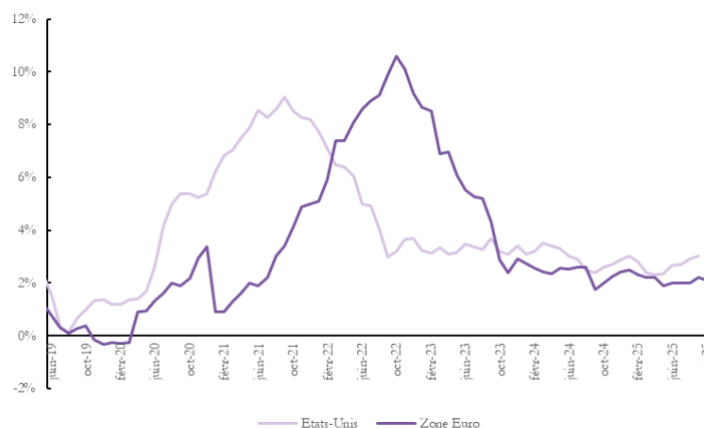
Source : Eurostat et Thomson Reuters Eikon

Evolution du taux de chômage (en %)

	2023	2024	2025		
			Juillet	Août	Septembre
Etats-Unis	3,6	4,0	4,2	4,3	N.D
Zone euro	6,6	6,4	6,3	6,3	6,3
France	7,3	7,4	7,5	7,5	7,6
Allemagne	3,1	3,4	3,8	3,8	3,9
Italie	7,7	6,5	6,0	6,0	6,1
Espagne	12,2	11,4	10,6	10,5	10,5
Royaume-Uni	4,1	4,3	4,7	4,8	N.D

Sources : Thomson Reuters Eikon, Eurostat et US BLS

Inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro



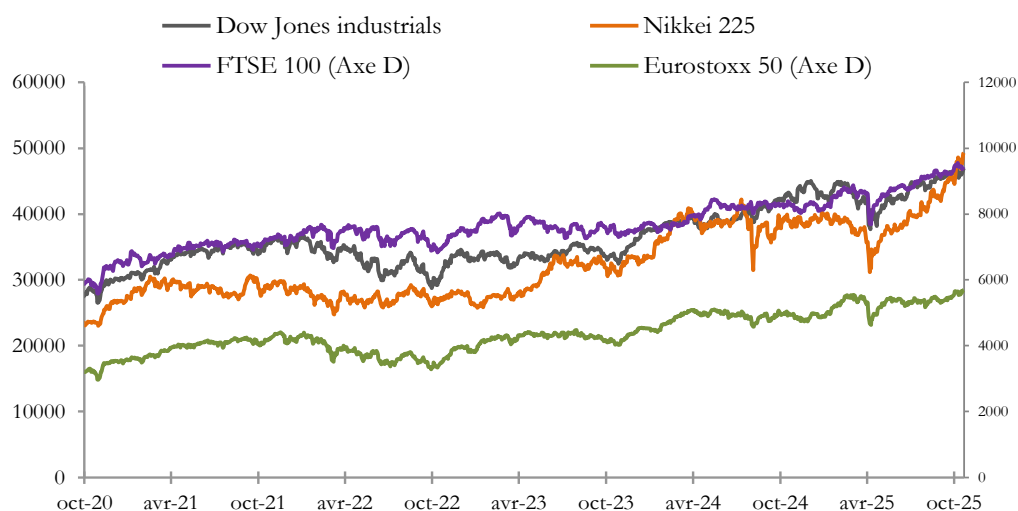
Sources : Thomson Reuters et Eurostat

PRINCIPALES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Banques centrales	Taux directeurs (en %)		Dernière décision
	Octobre/ novembre 2025	Septembre 2025	
Banque centrale européenne	2%	2%	30 octobre 2025
Banque d'Angleterre	4%	4%	6 novembre 2025
Réserve fédérale américaine	[3,75%-4%]	[4%-4,25%]	28-29 octobre 2025

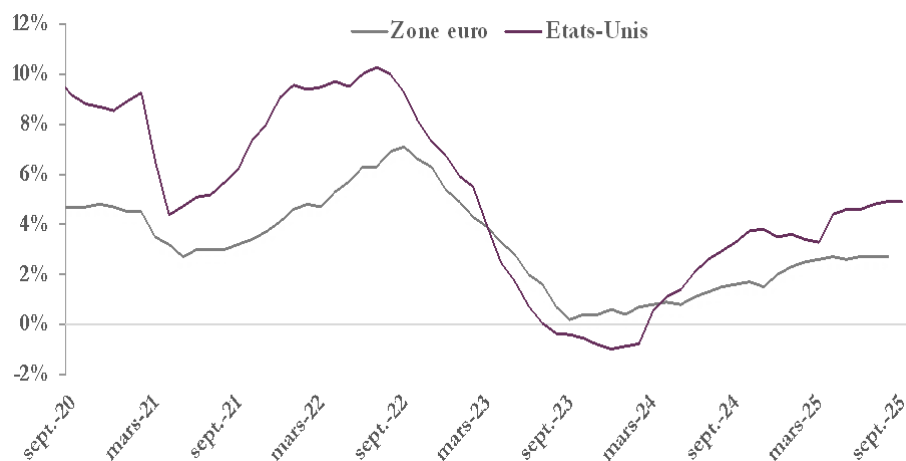
CONDITIONS FINANCIÈRES

Evolution des principaux indices boursiers dans les économies avancées



Source : Thomson Reuters

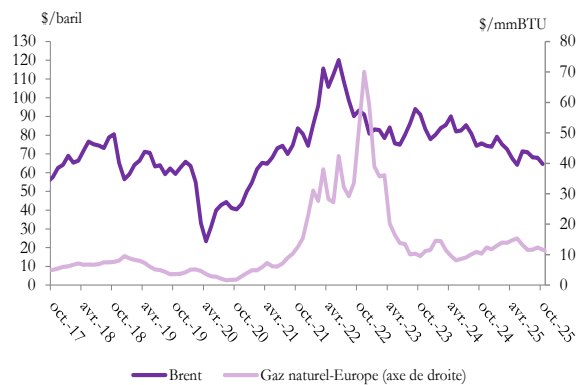
Evolution du crédit au secteur privé aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)



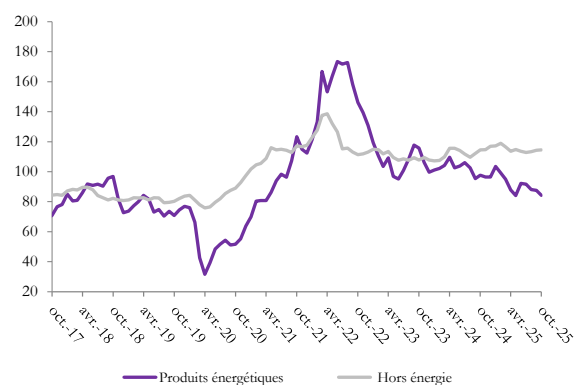
Sources : FED & BCE

MARCHES MONDIAUX DES MATIÈRES PREMIÈRES

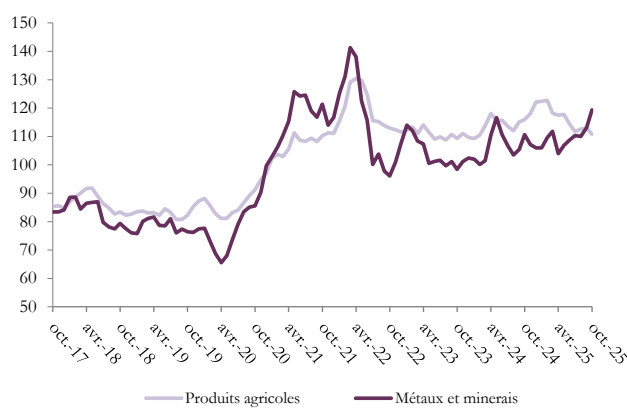
Évolution du cours du Brent et du Gaz naturel Europe



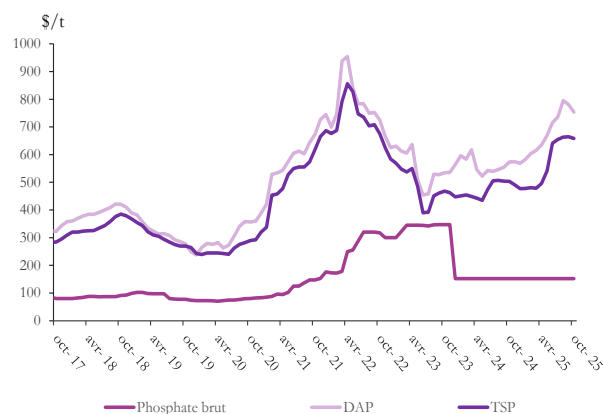
Évolution des indices des prix des produits énergétiques et hors énergie 2010=100



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



Evolution des prix du phosphate brut et dérivés



Source : Banque mondiale

II. COMPTES EXTERIEURS

Les données du commerce extérieur relatives aux neuf premiers mois de 2025 indiquent une poursuite de la dynamique des échanges de biens et services, avec des augmentations de 9,2% des importations à 605,4 milliards de dirhams et de 3,6% des exportations à 346,3 milliards. Le déficit commercial s'est, en conséquence, creusé de 17,7%, comparativement à la même période une année auparavant, pour s'établir à 259,1 milliards, et le taux de couverture s'est replié de 3,1 points à 57,2%.

L'amélioration des exportations a été tirée principalement par celles des phosphates et dérivés qui ont atteint 74,6 milliards de dirhams, en progression de 19,2% par rapport à fin septembre 2024. Cette évolution résulte d'une augmentation de 16,3% à 54,7 milliards des expéditions des « engrais naturels et chimiques » et de 49% à 7,7 milliards de celles du phosphate brut, sous l'effet de la hausse des prix à l'export de 8,9% et 30,2% respectivement. En parallèle, les exportations du secteur de « l'agriculture et agro-alimentaire » se sont accrues de 3,4% à 64,9 milliards, portées par un accroissement de 10,7% à 31,3 milliards des expéditions des produits agricoles. Dans le même sens, les exportations du secteur aéronautique ont maintenu leur bonne performance, se renforçant de 6,1% à 20,8 milliards, soutenues par le segment de l'assemblage dont les ventes se sont élevées à 13,5 milliards après 12,9 milliards à fin septembre 2024. A l'inverse, celles du secteur automobile ont accusé un repli de 2,7% à 112,2 milliards, en lien essentiellement avec une baisse de 14,6% à 43,1 milliards des exportations du segment de la « construction », celles du « câblage » ayant, à l'inverse, augmenté de 5,4% à 42,4 milliards. S'agissant des expéditions du « textile et cuir », elles ont fléchi de 4,1% à 33,8 milliards, avec un recul au niveau de l'ensemble des segments, en particulier celui des « vêtements confectionnés » dont les ventes ont diminué de 3,7% à 22,4 milliards. De même, les ventes du secteur de l'« électronique et électricité » se sont contractées de 7,5% à 12,6 milliards.

La hausse des importations reflète celle des principaux produits, à l'exception de ceux énergétiques dont la facture s'est allégée de 5,1% à 81,5 milliards, sous l'effet de reculs de 10,5% des importations de « gas-oils et fuel-oils » et de 5,3% de celles du « gaz de pétrole et autres hydrocarbures ». En effet, les acquisitions des biens d'équipement ont progressé de 13,9% à 142,2 milliards, avec une augmentation des acquisitions d'avions à 3,9 milliards, au lieu de 629 millions à fin septembre 2024, ainsi que de leurs parties qui se sont établies à 12,2 milliards, en progression de 22,9%. Dans le même sens, les achats des « produits finis de consommation » se sont accrus de 13,1% à 149,2 milliards de dirhams, avec notamment des augmentations de 38,3% à 27,8 milliards des achats de « voitures de tourisme » et de 20,8% à 9,5 milliards de ceux des « médicaments et autre produits pharmaceutiques ». Les approvisionnements en demi-produits ont, pour leur part, affiché un accroissement de 7,1% à 128,2 milliards, en lien avec une expansion de 15% pour les « produits chimiques », alors que ceux en « produits bruts » se sont améliorés de 35,2% à 32,4 milliards. Quant aux produits alimentaires, leurs importations se sont renforcées de 4% à 70,4 milliards, portées par une progression de 49% à 5,2 milliards des achats d'animaux destinés à l'abattage, tandis que les acquisitions de blé se sont contractées de 6% à 13 milliards.

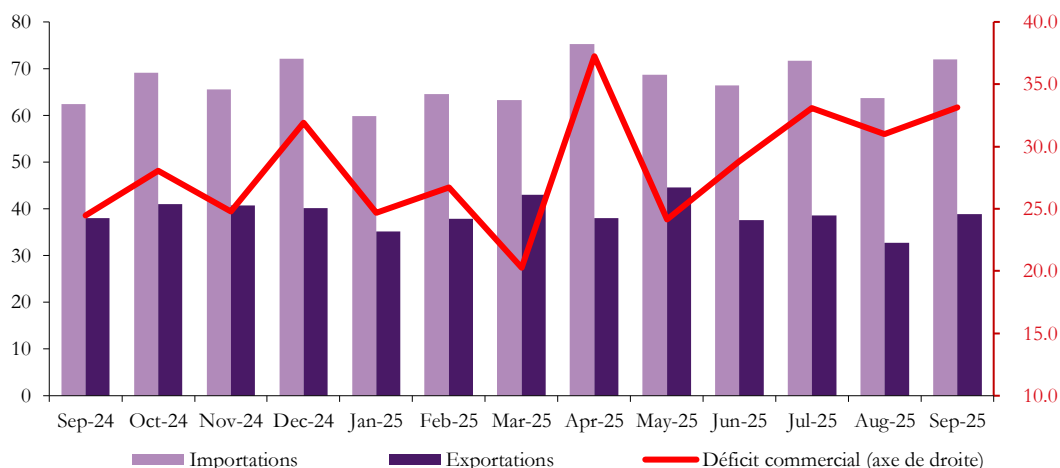
S'agissant de la balance des services, son solde excédentaire s'est accru de 9,4% à fin septembre 2025, comparativement à la même période de l'année précédente, pour atteindre 114,5 milliards de dirhams, résultat de progressions de 9,2% des exportations et de 9% des importations. En parallèle, les recettes de voyages poursuivent leur dynamique, enregistrant une nouvelle hausse de 14,7% à 100 milliards. Les dépenses au même titre ont, pour leur part, augmenté de 9,5% à 24,4 milliards. De même, les transferts des MRE se sont légèrement améliorés de 1,1% à 92,7 milliards.

En ce qui concerne les principales opérations financières, le flux net des IDE s'est établi à 25,3 milliards de dirhams contre 16 milliards à fin septembre 2024, en relation avec une nette hausse des recettes à 42,5 milliards après 30,5 milliards. A l'inverse, les dépenses des investissements directs marocains à l'étranger ont diminué de 9% à 13,7 milliards.

A fin septembre 2025, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est renforcé de 14,1% en glissement annuel pour atteindre 419,8 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 5 mois et 16 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 - Septembre		Variation	
	2025	2024	en valeur	en %
Exportations	346 289	334 365	11 924	3,6
Phosphates et dérivés	74 649	62 607	12 042	19,2
Engrais naturels et chimiques	54 724	47 067	7 657	16,3
Phosphates	7 675	5 152	2 523	49,0
Acide phosphorique	12 250	10 389	1 861	17,9
Agriculture et Agro-alimentaire	64 861	62 752	2 109	3,4
Agriculture, sylviculture, chasse	31 288	28 274	3 014	10,7
Industrie du Tabac	964	1 014	-50	-4,9
Industrie alimentaire	31 363	32 128	-765	-2,4
Aéronautique	20 816	19 621	1 195	6,1
Assemblage	13 533	12 880	653	5,1
Système d'interconnexion de câblage électrique	7 212	6 656	556	8,4
Autres extractions minières	3 703	4 206	-503	-12,0
Minerais de cuivre	1 063	1 231	-168	-13,6
Autres minerais métallifères et déchets métalliques	35	181	-146	-80,7
Minerais de zinc	216	321	-105	-32,7
Electronique et Electricité	12 636	13 654	-1 018	-7,5
Composants électroniques	3 608	5 889	-2 281	-38,7
Appareils électr. pr téléphonie ou télégraphie par fil	1 456	1 517	-61	-4,0
Fils et câbles	5 032	4 092	940	23,0
Textile et Cuir	33 834	35 265	-1 431	-4,1
Vêtements confectionnés	22 414	23 287	-873	-3,7
Artides de bonneterie	6 284	6 721	-437	-6,5
Textile de maison	298	376	-78	-20,7
Automobile	112 216	115 287	-3 071	-2,7
Construction	43 087	50 446	-7 359	-14,6
Câblage	42 375	40 216	2 159	5,4
Intérieur véhicules et sièges	7 323	6 795	528	7,8
Powertrain	9 307	8 877	430	4,8
Autres industries	23 574	20 974	2 600	12,4
Métallurgie et travail des métaux	6 760	5 579	1 181	21,2
Industrie plastique et du caoutchouc	1 610	1 142	468	41,0
Industrie pharmaceutique	1 058	1 105	-47	-4,3

Source : Office des Changes.

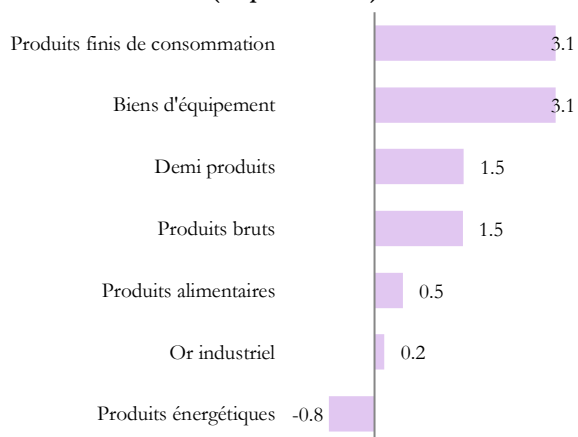
Evolution des importations (en millions de dirhams)

	Janvier - Septembre		Variation	
	2025	2024	en valeur	en %
Importations	605 356	554 479	50 877	9,2
Biens d'équipement	142 174	124 842	17 332	13,9
Avions et autres véhicules aériens ou spatiaux	3 878	629	3 249	-
Parties d'avions et d'autres véhicules aériens	12 207	9 931	2 276	22,9
Machines et matériel de génie civil et de construction	2 976	1 561	1 415	90,6
Voitures utilitaires	6 320	4 936	1 384	28,0
Produits finis de consommation	149 228	131 901	17 327	13,1
Voitures de tourisme	27 760	20 071	7 689	38,3
Médicaments et autres produits pharmaceutiques	9 541	7 895	1 646	20,8
Sièges, meubles, matelas et articles d'éclairage	4 956	4 111	845	20,6
Demi produits	128 186	119 651	8 535	7,1
Produits chimiques	13 805	12 002	1 803	15,0
Matières plastiques et ouvrages divers en plastique	17 200	15 939	1 261	7,9
Fils, barres et profilés en cuivre	8 565	7 589	976	12,9
Produits bruts	32 360	23 930	8 430	35,2
Soufres bruts et non raffinés	10 993	6 391	4 602	72,0
Huile de soja brute ou raffinée	5 163	4 136	1 027	24,8
Huile d'olive brute ou raffinée	1 009	230	779	-
Produits alimentaires	70 417	67 722	2 695	4,0
Animaux vivants	5 185	3 480	1 705	49,0
Maïs	5 647	4 959	688	13,9
Orge	1 380	2 411	-1 031	-42,8
Blé	13 028	13 852	-824	-6
Produits énergétiques	81 469	85 865	-4 396	-5,1
Gas-oils et fuel-oils	38 684	43 237	-4 553	-10,5
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	14 883	15 724	-841	-5,3
Houilles, coques et combustibles solides similaires	10 128	9 527	601	6,3

Source : Office des Changes.

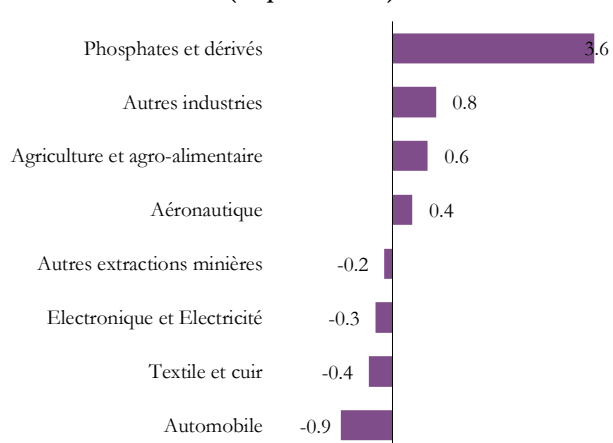
Contributions des groupes de produits et secteurs d'activité à l'évolution des importations et des exportations

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



Source : Office des Changes.

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



Source : Office des Changes.

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

	Janvier - Septembre		Variation	
	2025	2024	en valeur	en %
Recettes voyages	100 034	87 244	12 790	14,7
Transferts MRE	92 730	91 723	1 007	1,1
Investissements directs étrangers	25 331	16 035	9 296	58,0
Recettes	42 492	30 461	12 031	39,5
Dépenses	17 161	14 426	2 735	19,0
Investissements des marocains à l'étranger	2 734	956	1 778	186,0
Dépenses	13 651	15 000	-1 349	-9,0
Recettes	10 917	14 044	-3 127	-22,3

Source : Office des Changes.

III. PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHE DU TRAVAIL

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

Au niveau sectoriel, le démarrage de la campagne agricole 2025/2026 se caractérise par de faibles précipitations. Les dernières données disponibles font ressortir un cumul pluviométrique de 11,5 mm à fin octobre 2025, en baisse de 81,1% par rapport à la campagne précédente et de 63,4% par rapport à la moyenne des cinq dernières années. Dans un tel contexte, le taux de remplissage des barrages est demeuré limité, se situant à 31,1% au 3 novembre au lieu de 29,8% à la même période de l'année précédente.

S'agissant des industries manufacturières, leur valeur ajoutée s'est redressée de 6,9% au deuxième trimestre 2025, au lieu de 2,6% un an auparavant, traduisant notamment des hausses de 18% dans la branche de fabrication des matériaux de transport, de 7,1% pour celle des produits alimentaires et de boissons, de 8% pour celle des produits chimiques et de 30% pour celle des matériaux électriques. Au troisième trimestre, les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib font ressortir une hausse, en glissement annuel, du TUC de 1,9 point à 79,5% en moyenne.

Concernant le secteur du BTP, sa valeur ajoutée a affiché une progression de 6,7% au deuxième trimestre 2025 au lieu de 3,6% à la même période de 2024. Cette dynamique se serait maintenue, comme le laisse présager l'augmentation de ventes de ciment de 12,1% au troisième trimestre et de 16,4% durant le mois d'octobre. Pour les industries extractives, leur valeur ajoutée s'est accrue de 10,9% au deuxième trimestre au lieu de 20% un an auparavant. Cette évolution se serait poursuivie au troisième trimestre, comme l'indique la hausse de la production marchande de phosphate brut de 8,1% au cours des mois de juillet et août.

S'agissant de la branche « électricité, gaz, eau, assainissement et déchets », sa valeur ajoutée a connu un bond de 8,9% au deuxième trimestre 2025 après un repli de 5,2% un an auparavant. Au troisième trimestre, les données font ressortir une augmentation de 5,4% de la production d'électricité avec des accroissements de 32% pour le solaire, de 12,6% pour l'hydraulique, de 5,5% pour le thermique, ainsi qu'un repli de 1,3% pour l'éolien. Parallèlement, la demande, appréhendée par les livraisons du réseau de transport, s'est renforcée de 19,1% et le solde des échanges extérieurs d'électricité est resté déficitaire, les importations s'étant accrues de 31% et les exportations ayant diminué de 36,2%.

Quant aux activités d'hébergement et de restauration, leur valeur ajoutée s'est améliorée de 10,5% au deuxième trimestre 2025 après 9,4% un an auparavant. Au cours du troisième trimestre, l'activité aurait enregistré une décélération comme en témoignent la hausse des arrivées aux postes frontières de 7,1% et la progression des nuitées, durant les deux mois de juillet et août, de 4,5%.

Pour les services de transport et d'entreposage, leur valeur ajoutée s'est accrue de 4,3% au deuxième trimestre, après 7,9% la même période de l'année précédente. Ce ralentissement se serait poursuivi au troisième trimestre, comme le laisse présager la progression de 5,7%, au lieu de 20% une année auparavant, du trafic aérien de passagers.

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

Sur le marché de travail, l'économie nationale a créé, entre le troisième trimestre de 2024 et la même période de 2025, 167 mille emplois, après 5 mille un trimestre 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 marqué 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.

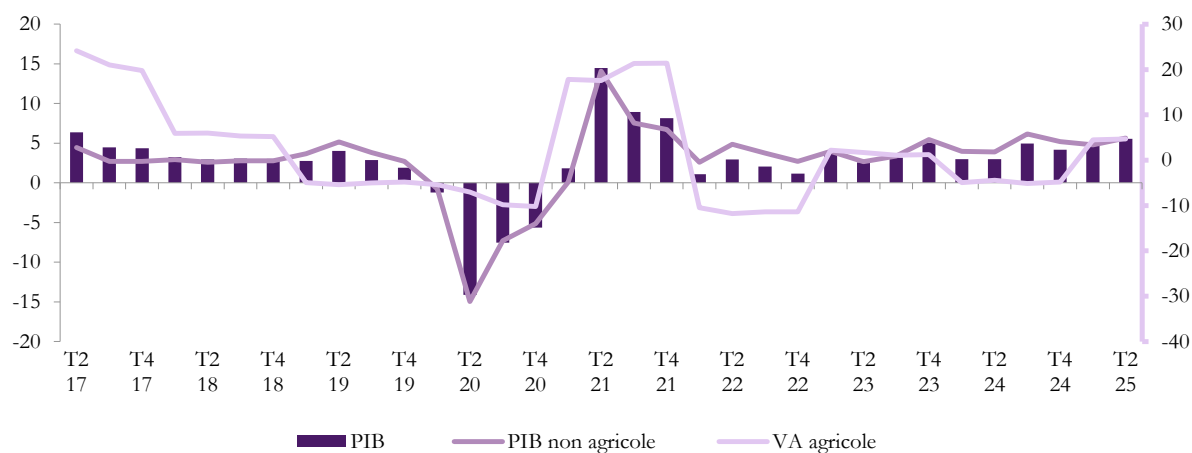
COMPTES NATIONAUX

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

Source : HCP.

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



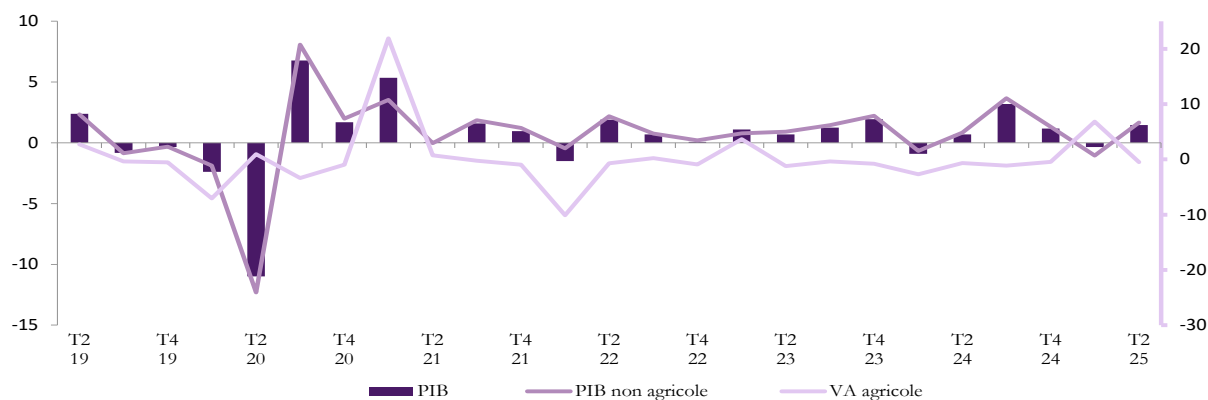
Source : HCP.

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

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

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

Source : HCP.

AGRICULTURE

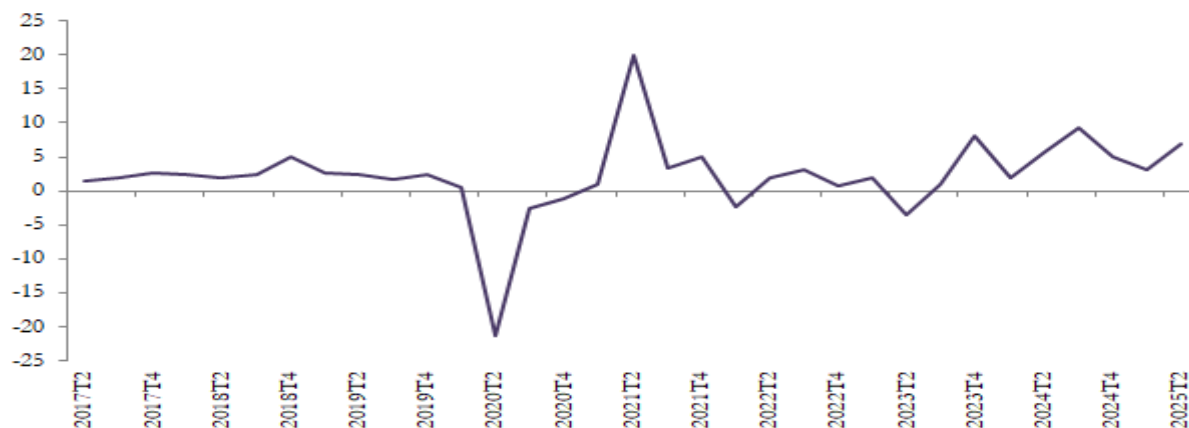
Quelques caractéristiques des campagnes agricoles 2026-2025 et 2025-2024

	2026-2025 (1)	2025-2024 (2)	Variations en % (1)/(2)
Indicateurs pluviométriques			
Cumul pluviométrique (en mm) au 31 octobre 2025	11,5	60,6	-81,1
Taux de remplissage des barrages (en %) au 3 novembre 2025	31,1	29,8	-

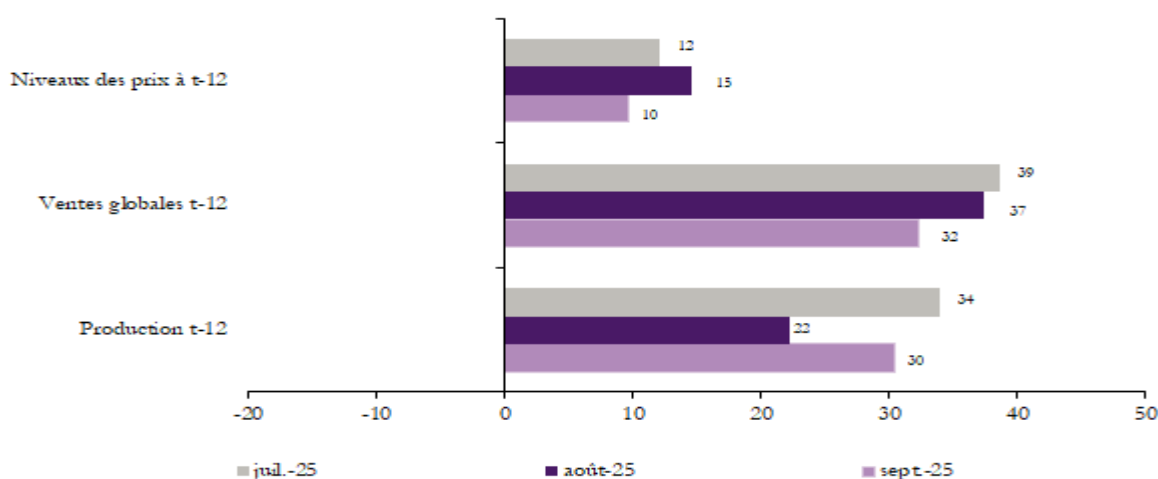
Sources : - Direction de la Météorologie Nationale.
- Ministère de l'Équipement et de l'Eau.

INDUSTRIE

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

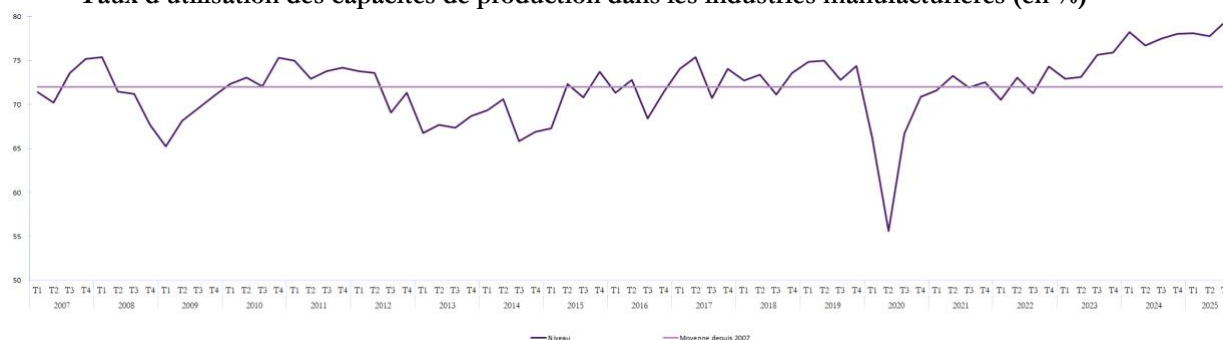


Résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de BAM dans l'industrie (soldes d'opinion* en %)



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

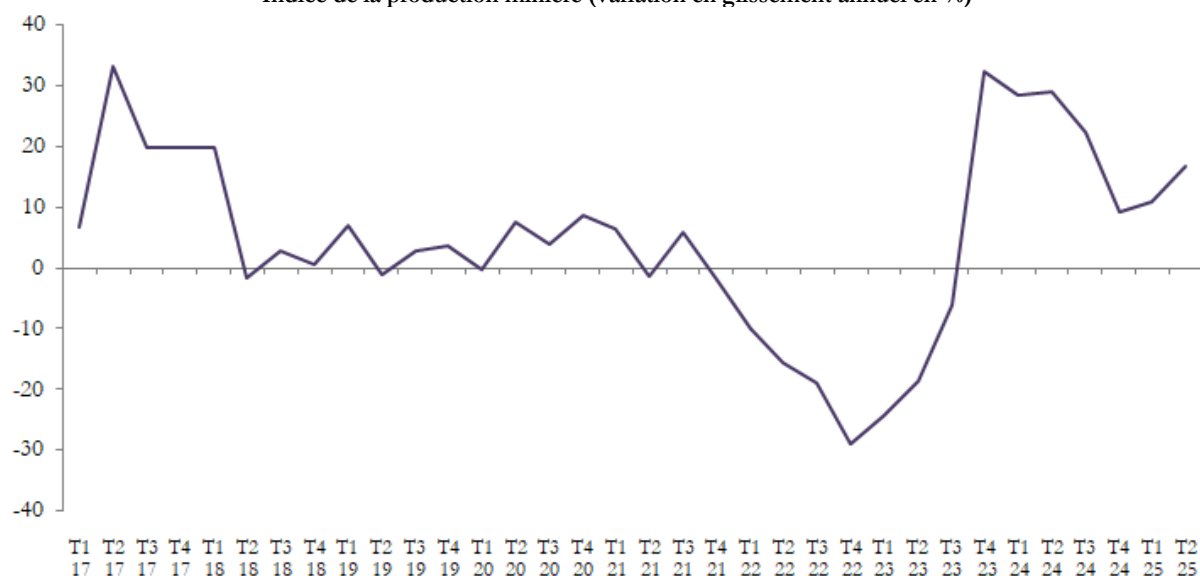
Taux d'utilisation des capacités de production dans les industries manufacturières (en %)



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

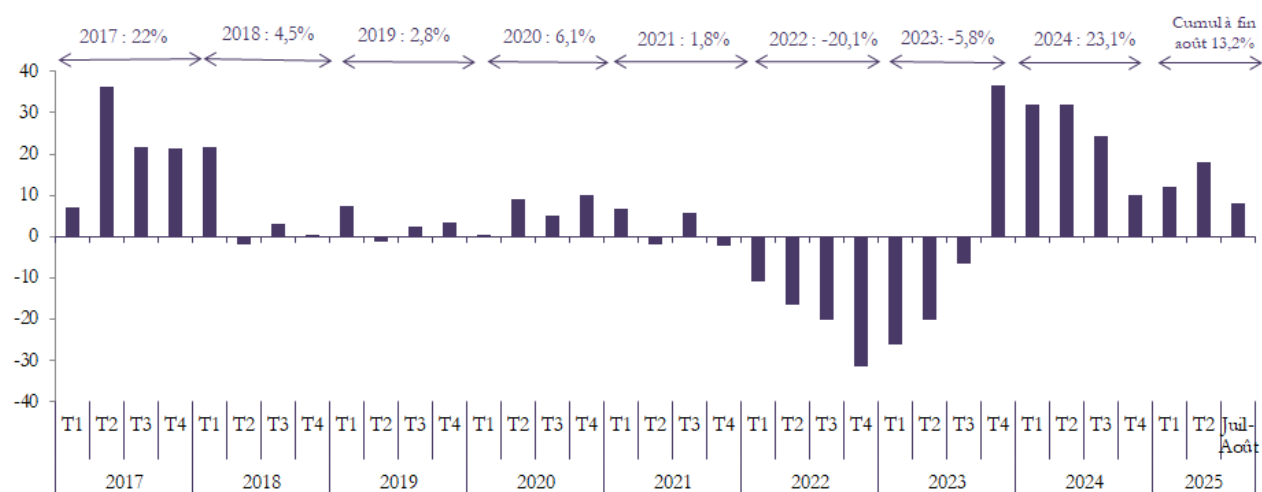
MINES

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



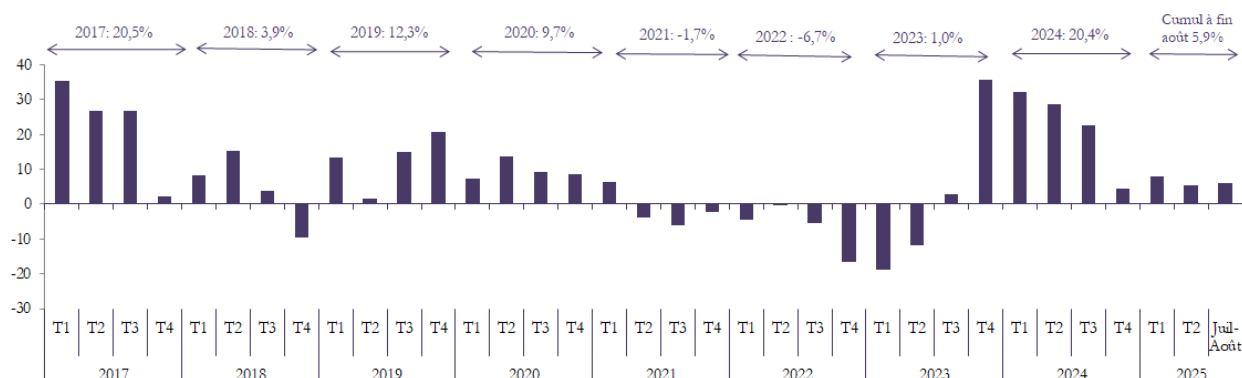
Source : HCP.

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



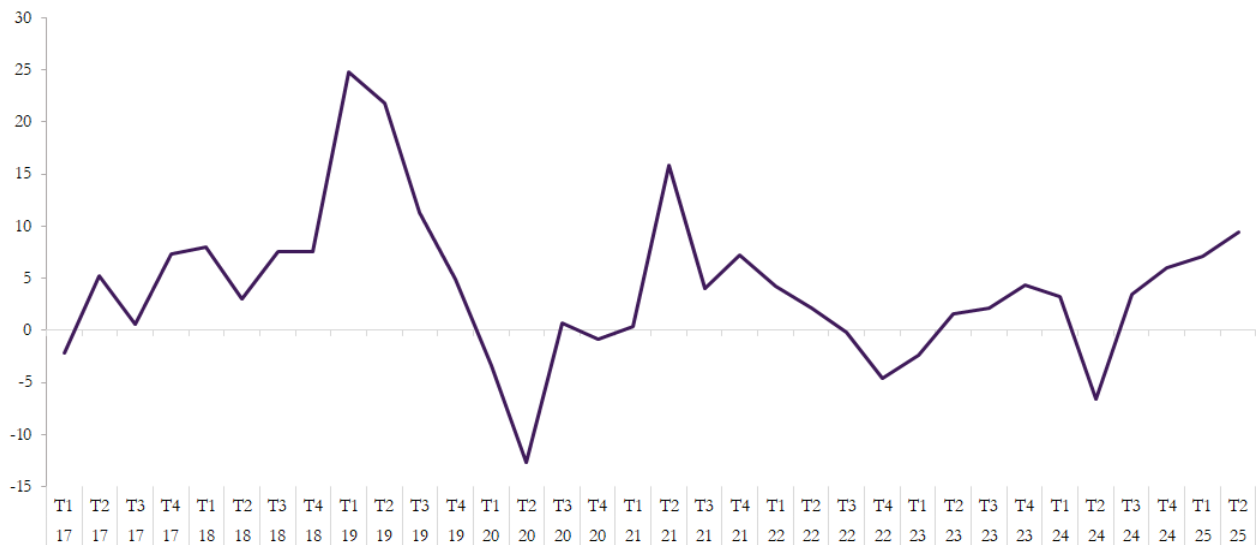
Source : OCP.

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

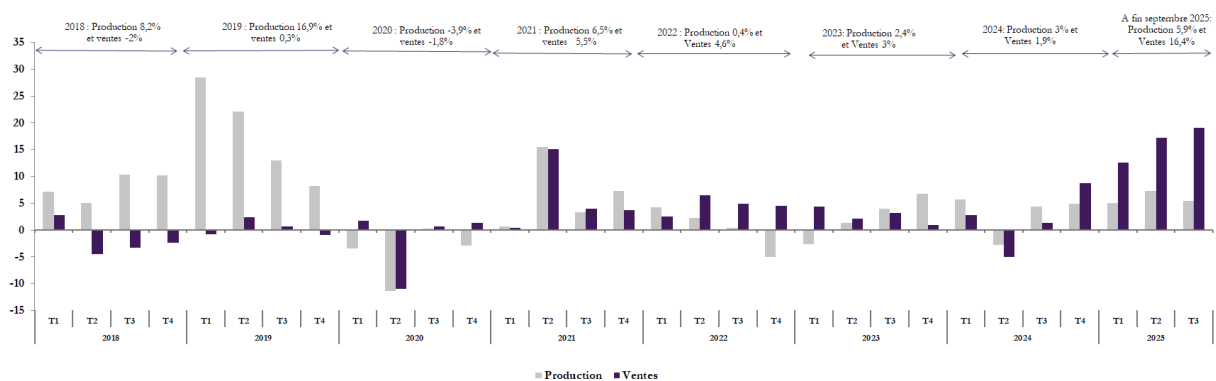


ENERGIE

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

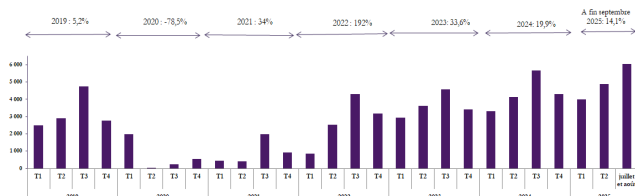


Production et consommation d'électricité (variation en glissement annuel en %)

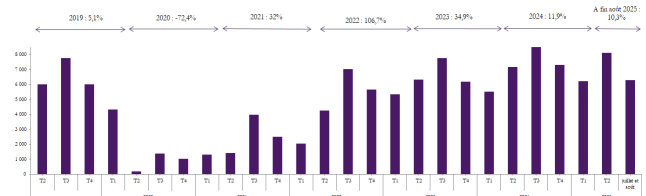


TOURISME

Arrivées touristiques (en milliers)



Nuitées dans les EHTC (en milliers)



PRINCIPAUX INDICATEURS DES ACTIVITÉS SECTORIELLES

Pêche côtière et artisanale

	Troisième trimestre		Variation en %
	2024	2025	
- Volume des débarquements (en milliers de tonnes)	466,6	423,4	-9,3
- Valeur des débarquements (en millions de dirhams)	3 651,0	3 387,8	-7,2

Energie

	Troisième trimestre		Variation en %
	2024	2025	
Electricité (en millions de kWh)			
- Production nette	12 128,7	12 780,6	5,4
Thermique	8 756,5	9 234,8	5,5
Eolien	2 777,5	2 741,7	-1,3
Hydraulique	161,0	181,2	12,6
Solaire	398,2	525,5	32,0
- Ventes	9 528,3	11 346,9	19,1
- Importations	947,4	1240,9	31,0

Mines

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

Construction

	Octobre		Variation en %
	2024	2025	
Ventes de ciment (en milliers de tonnes)	1 302,7	1 516,3	16,4
	Troisième trimestre		
Crédits immobiliers (en milliards de dhs)	308,7	318,3	3,1
- Habitat	246,2	253,8	3,1
- Promoteurs immobiliers	57,4	60,0	4,5

Tourisme

	Troisième trimestre		Variation en %
	2024	2025	
Flux touristiques (en millions)	5,7	6,1	7,1
	Juillet et août		
Nuitées dans les établissements classés (en millions)	6,0	6,3	4,5

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

MARCHE DU TRAVAIL

Indicateurs d'activité et de chômage

	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 septembre 2025 s'est soldée par un déficit global, hors produit de cession des participations de l'Etat, de 52,8 milliards de dirhams, en creusement de 15,5 milliards par rapport à la même période en 2024. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 13,9% à 329,3 milliards, traduisant principalement des hausses de 15,6% des rentrées fiscales et de 3,3% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 15,8% à 300,4 milliards, reflétant des augmentations de 18,6% de celles de biens et services et de 23,6% de celles en intérêts de la dette, tandis que les charges de compensation ont reculé de 25,9%. Le solde ordinaire est ressorti ainsi excédentaire à 29 milliards au lieu de 29,5 milliards à fin septembre 2024 permettant de couvrir une partie des dépenses d'investissement qui ont progressé de 3,3% à 73 milliards. Au total, les dépenses globales se sont accrues de 13,1% à 373,4 milliards. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il est ressorti négatif à 8,7 milliards au lieu d'un solde positif de 3,9 milliards un an auparavant.

Du côté des recettes fiscales, celles des impôts directs se sont améliorées de 24,4% à 126,8 milliards. Cette évolution est le résultat, d'une part, de l'augmentation de 30,9% à 72,2 milliards du produit de l'IS, à la faveur principalement de la hausse de 6,9 milliards au titre du complément de régularisation et de 10,6 milliards des trois premiers acomptes et, d'autre part, du renforcement de 16,8% à 51,1 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 de 837 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 136,1 milliards, en accroissement de 11,7%, traduisant des renforcements de 11% à 106,9 milliards des rentrées de la TVA et de 14,5% à 29,2 milliards pour la TIC. L'évolution de cette dernière reflète en particulier des progressions de 17,3% à 15,7 milliards de la TIC sur les produits énergétiques et de 11% à 10,6 milliards de celle sur les tabacs. Concernant la performance du produit de la TVA, elle découle des hausses de 11,4% à 38,5 milliards de celle à l'intérieur et de 10,8% à 68,4 milliards de celle à l'importation. L'évolution de la TVA à l'intérieur tient compte des remboursements d'un montant de 13,4 milliards, au lieu de 10,1 milliards un an auparavant. Pour leur part, les rentrées des droits de douane ont baissé de 7,8% à 12,5 milliards, tandis que celles des droits d'enregistrement et de timbre se sont accrues de 8,1% à 17 milliards.

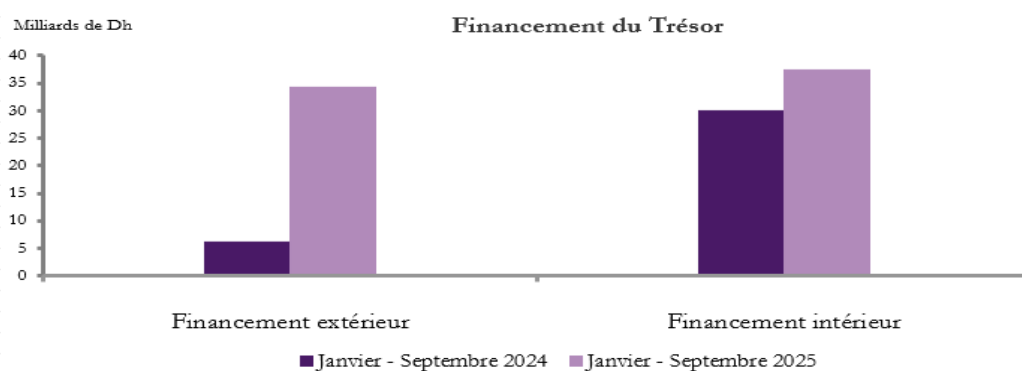
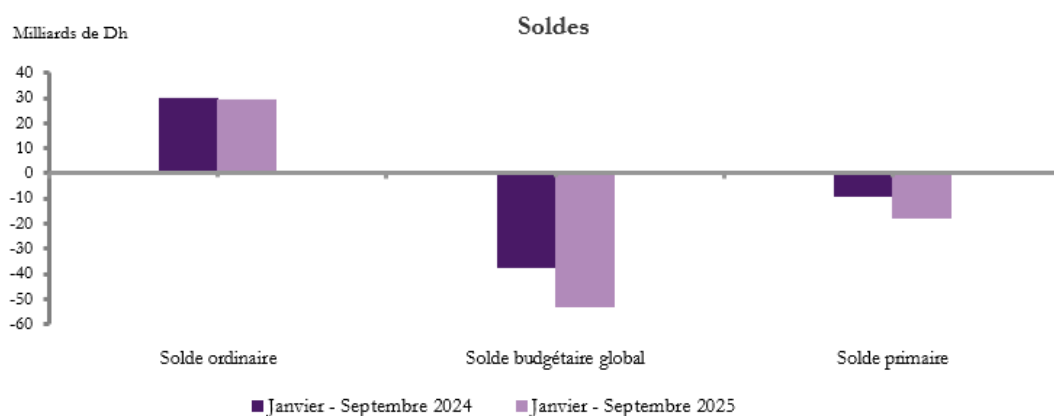
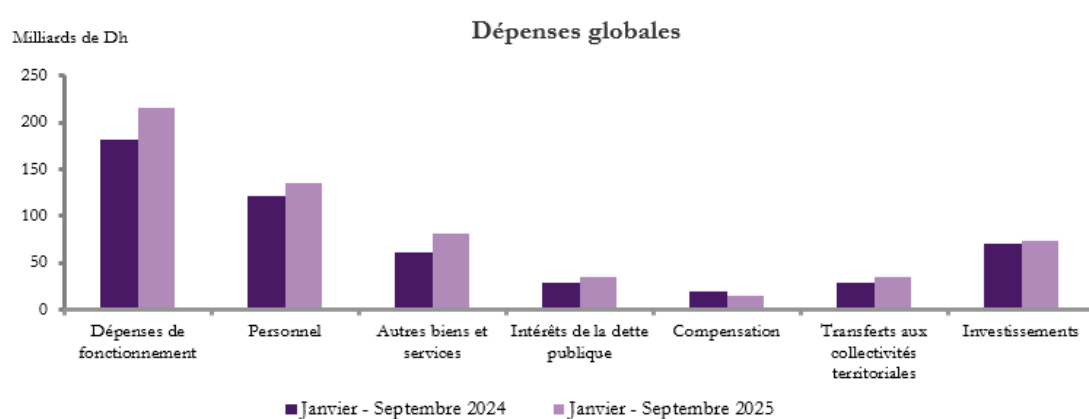
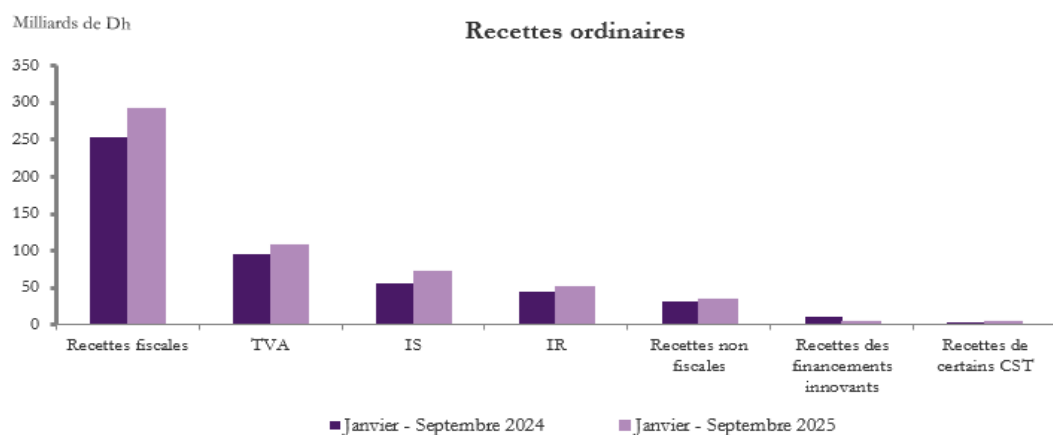
S'agissant des rentrées non fiscales, celles provenant des établissements et entreprises publics (EEP) sont passées de 12,1 milliards à 16 milliards, dont 6,2 milliards versés par l'OCP, 4,1 milliards par Bank Al-Maghrib et 4 milliards par l'Agence Nationale de la Conservation Foncière. Pour leur part, les autres recettes non fiscales ont rapporté 17,5 milliards, en baisse de 14,2%, dont 3,8 milliards au titre des mécanismes de financement innovants contre 11 milliards un an auparavant.

Du côté des dépenses, celles de biens et services ont progressé de 18,6% à 216,5 milliards, avec des accroissements de 11,5% à 134,8 milliards des dépenses de personnel et de 32,6% à 81,7 milliards de celles des autres biens et services. Ces dernières reflètent notamment des bonds de 7,1 milliards à 36,3 milliards des transferts au profit des EEP et de 12,9 milliards à 22,6 milliards des versements aux comptes spéciaux du Trésor. La partie de la masse salariale servie par la Direction des Dépenses de Personnel s'est accrue de 10,6% à 113,4 milliards, résultat d'une augmentation de 14,5% de sa composante structurelle et d'un recul de 33,8% des rappels. Pour leur part, les charges en intérêts de la dette se sont alourdies de 23,6% à 35,1 milliards de dirhams, avec une progression de 36,5% à 27,7 milliards de dirhams de celles sur la dette intérieure et un repli de 8,9% à 7,4 milliards de celles sur la dette extérieure.

S'agissant des charges de compensation, elles se sont allégées de 25,9% à 14,6 milliards de dirhams, reflétant principalement des baisses de 2 milliards des subventions allouées au gaz butane, de 1,1 milliard de celles au sucre et de 0,4 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 1,6 milliard de dirhams.

Compte tenu de la réduction de 18,9 milliards de dirhams du stock des opérations en instance, la situation des charges et ressources du Trésor a dégagé un déficit de caisse de 71,7 milliards, au lieu de 37,8 milliards à fin septembre 2024. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 37,5 milliards et par un flux net extérieur positif de 34,2 milliards. Les tirages extérieurs bruts ont atteint 42,8 milliards, dont 20,9 milliards mobilisés sur le marché financier international et 10,8 milliards auprès de la Banque mondiale. Le recours au marché des adjudications a permis, pour sa part, de mobiliser 32,7 milliards, contre 58 milliards un an auparavant, portant ainsi l'encours de la dette intérieure, selon la TGR, à 788,3 milliards, en hausse de 4,4% par rapport à son niveau de fin décembre 2024.

Situation des charges et ressources du Trésor à fin septembre 2025



Charges et ressources du Trésor à fin septembre 2025

En millions de dirhams				
	Janvier - Septembre 2024	Janvier - Septembre 2025	Variations en valeurs	Variations en %
Recettes ordinaires¹	289 035	329 342	40 307	13,9
Recettes fiscales	252 965	292 329	39 364	15,6
Dont TVA	96 257	106 855	10 598	11,0
IS	55 170	72 234	17 064	30,9
IR	43 773	51 141	7 368	16,8
Recettes non fiscales	32 436	33 502	1 066	3,3
y.c. Mécanismes de financement innovants	11 007	3 841	-7 166	-65,1
Recettes de certains CST	3 266	3 207	-59	-1,8
Dépenses globales	330 231	373 419	43 188	13,1
Dépenses ordinaires	259 504	300 389	40 884	15,8
Dépenses de biens et services	182 580	216 538	33 958	18,6
Personnel	120 939	134 794	13 855	11,5
Autres biens et services	61 641	81 744	20 103	32,6
Intérêts de la dette publique	28 368	35 067	6 699	23,6
Compensation	19 679	14 590	-5 089	-25,9
Transferts aux collectivités territoriales	28 877	34 194	5 317	18,4
Solde ordinaire	29 531	28 954	-577	-2,0
Dépenses d'investissement	70 727	73 030	2 304	3,3
Solde des CST	3 906	-8 699	-12 606	
Solde budgétaire global	-37 289	-52 776	-15 487	
Solde primaire	-8 921	-17 709	-8 788	
Variation des opérations en instance ²	-500	-18 889	-18 389	
Besoin ou excédent de financement	-37 789	-71 665	-33 876	
Financement extérieur	6 070	34 199	28 128	
Tirages	24 722	42 792	18 070	
Amortissements	-18 652	-8 594	10 058	
Financement intérieur	30 019	37 467	7 448	
Cession des participations de l'Etat	1 700	0	-1 700	

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

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

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

En octobre 2025, le besoin de liquidité des banques s'est accentué à 128,1 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, après 123,5 milliards un mois auparavant. Ainsi, Bank Al-Maghrib a porté le volume global de ses injections à 143,7 milliards, réparti entre 67,5 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 42,9 milliards à travers les opérations de pension livrée à 1 et 3 mois et 33,2 milliards destinés au refinancement via les prêts garantis à long terme. Au niveau du marché interbancaire, le volume quotidien moyen des échanges est revenu à 4,5 milliards en octobre et le taux moyen pondéré s'est situé à 2,25%.

Sur le marché des bons du Trésor, les taux ont enregistré des progressions d'un mois à l'autre en octobre aussi bien sur le compartiment primaire que secondaire. En ce qui concerne les taux créditeurs, ils ont connu en septembre une hausse de 11 points de base (pb) à 2,57% pour ceux à 6 mois et sont restés stables à 2,48% pour ceux à un an. Pour ce qui est des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au 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 hausse de 8 pb à 4,72% pour les facilités de trésorerie et des replis de 34 pb à 4,48% pour les prêts à l'équipement, de 10 pb à 5,37% pour les crédits à la promotion immobilière. Par taille d'entreprises, la baisse a été de 3 pb à 4,64% pour les grandes entreprises et de 2 pb à 5,41% pour les TPME.

Concernant la masse monétaire, l'agrégat M3 est ressorti en hausse annuelle de 7,8% en septembre. Par principales composantes, la circulation fiduciaire s'est accrue de 9,8% et les dépôts à vue auprès des banques de 10,1%, avec des progressions de 9,2% pour les ménages et de 10,9% pour les entreprises non financières privées. Dans le même sens, les titres d'OPCVM monétaires ont connu une expansion de 24,8% et les comptes sur carnet un accroissement de 2%. Quant aux dépôts à terme, ils se sont repliés de 1,1% en lien avec le recul de 26,9% de ceux des sociétés non financières privées.

S'agissant des contreparties de la masse monétaire, le crédit bancaire a augmenté de 4,5% en septembre avec des hausses de 11,7% des prêts au secteur financier et de 3% de ceux accordés au secteur non financier. Par secteur institutionnel, les prêts aux ménages ont progressé de 2,9%, reflétant des accroissements de 3,1% de ceux à l'habitat et de 4,2% de ceux à la consommation. Dans le même sens, les concours aux entreprises publiques ont augmenté de 6,4%, résultat d'une hausse de 18% des crédits à l'équipement et d'une quasi-stabilité des facilités de trésorerie. Pour ce qui est des crédits aux entreprises non financières privées, ils se sont accrus de 0,8% avec des progressions de 15,9% des prêts à l'équipement et de 5,4% des prêts à la promotion immobilière ainsi qu'un repli de 9,3% des facilités de trésorerie. Concernant les créances en souffrance, elles ont augmenté de 3,8%, avec des accroissements de 4% pour les entreprises non financières privées et de 2,9% pour les ménages. Leur ratio à l'encours du crédit bancaire s'est situé à 8,6% globalement, à 13,1% pour les entreprises non financières privées et à 10,7% pour les ménages.

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

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

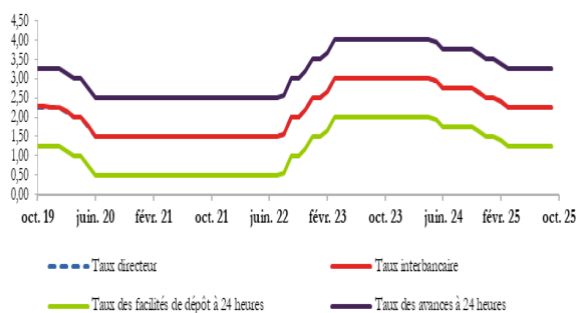
S'agissant des avoirs officiels de réserve, ils se sont renforcés de 14,1% en septembre à 419,8 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 5 mois et 16 jours d'importations de biens et services.

Quant aux créances nettes sur l'administration centrale, elles se sont accrues de 1,4%, résultat notamment des hausses de 2% des détentions des banques en bons du Trésor et de 53% de celles des OPCVM monétaires.

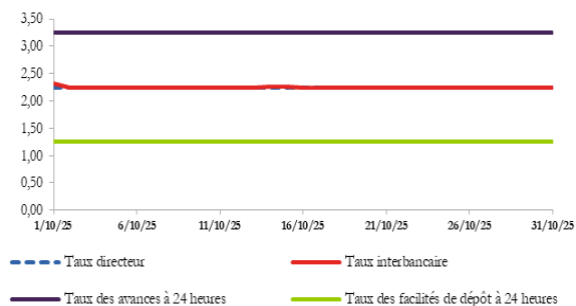
En ce qui concerne les agrégats de placements liquides, ils ont connu une hausse de 12,3%, reflétant des accroissements des encours de 50,6% pour les titres d'OPCVM actions et diversifiés, de 16,9% pour les titres d'OPCVM obligataires et une quasi-stabilité pour les bons du Trésor.

Taux d'intérêt

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



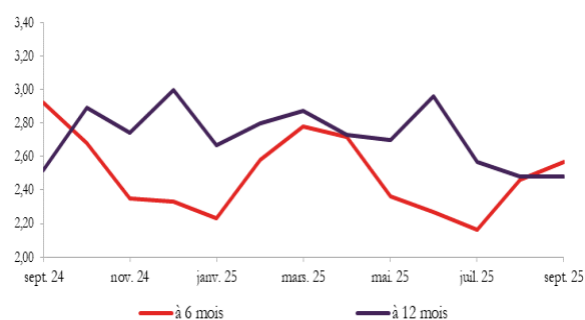
Evolution quotidienne du taux interbancaire en
octobre 2025 (en %)



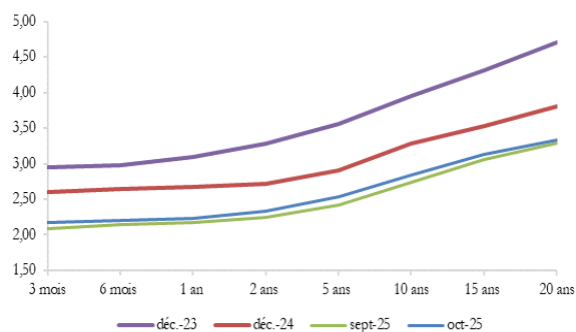
Taux débiteurs appliqués par les banques (en %)

	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
<i>Par objet économique</i>			
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 dépôts à terme (en %)



Courbe des taux du marché secondaire (en %)*



*Données arrêtées au 29 octobre.

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

	oct-25	Dernières émissions	
		Taux	Date
13 semaines	-	1,68	sept-25
26 semaines	2,09	1,94	août-25
52 semaines	2,19	1,99	sept-25
2 ans	2,38	2,25	sept-25
5 ans	2,57	2,41	sept-25
10 ans	-	2,73	sept-25
15 ans	3,13	3,07	sept-25
20 ans	-	3,30	sept-25
30 ans	3,75	3,75	sept-25

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

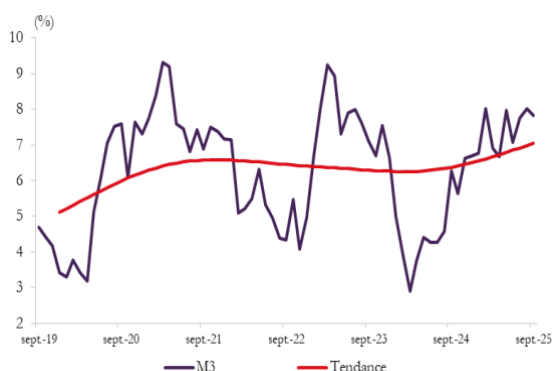
	1 ^{er} semestre 2025	2 ^{er} semestre 2025
Comptes sur carnets auprès des banques¹	2,21	1,91
1 : Le taux des comptes sur carnets auprès des banques est indexé sur celui des bons du Trésor 52 semaines au cours du semestre précédent, diminué de 50 points de base.		
	avril 24 - mars 25	avril 25 - mars 26
Taux maximum des intérêts conventionnels (TMIC)* (en %)	13,27	13,36

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

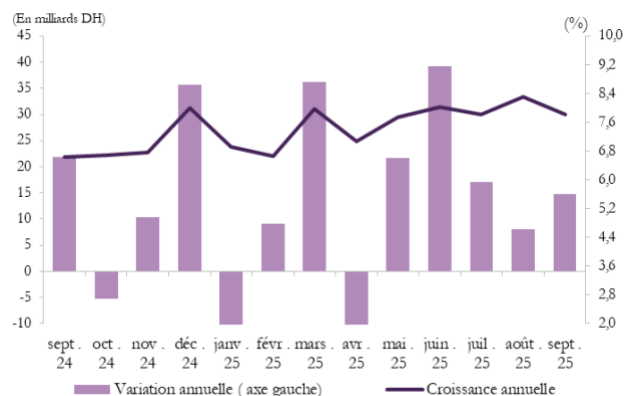
MONNAIE, CREDIT ET PLACEMENTS LIQUIDES

M3 et ses composantes

Croissance de M3 (en glissement annuel)



Evolution mensuelle de l'agrégat M3



Evolution des agrégats monétaires									
	Encours* à fin septembre-25	Variation mensuelle (en %)	Taux de croissance annuels						
			juin-24	sept.-24	déc.-24	mars-25	juin-25	août-25	sept.-25
Monnaie fiduciaire	467,7	0,0	8,4	10,2	5,2	9,2	7,0	9,6	9,8
Monnaie scripturale	1 029,6	10,8	7,5	10,2	11,6	11,4	11,7	10,7	19,5
M1	1 497,2	7,2	7,8	10,2	9,5	10,7	10,1	10,3	16,3
Placements à vue	191,9	0,3	3,7	3,5	2,7	2,4	1,8	1,9	2,0
M2	1 689,1	6,4	7,3	9,3	8,7	9,6	9,1	9,2	14,5
Autres actifs monétaires¹	307,0	-1,7	-5,9	-3,3	7,1	2,4	4,9	6,1	4,2
Dont : Dépôts à terme	117,0	-2,5	-4,5	1,6	3,5	-0,7	3,2	1,9	-1,1
OPCVM monétaires	103,1	3,6	-17,1	-16,5	21,0	17,7	6,3	19,7	24,8
M3	1 996,1	0,7	4,6	6,6	8,0	8,0	8,0	8,3	7,8

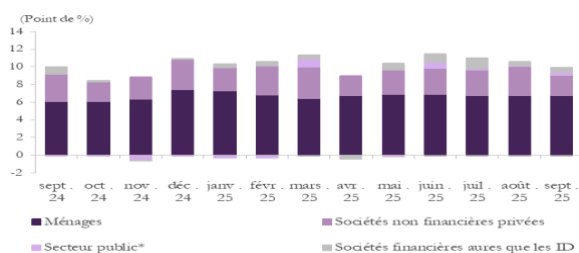
Evolution des dépôts inclus dans la masse monétaire									
	Encours* à fin septembre-25	Variation mensuelle (en %)	Taux de croissance annuels						
			juin-24	sept.-24	déc.-24	mars-25	juin-25	août-25	sept.-25
Dépôts à vue auprès des banques	948,5	2,1	7,5	10,2	11,6	11,4	11,7	10,7	10,1
Placements à vue	191,9	0,3	3,7	3,5	2,7	2,4	1,8	1,9	2,0
Dépôts à terme	117,0	-2,5	-4,5	1,6	3,5	-0,7	3,2	1,9	-1,1
Dépôts en devises ¹	44,5	-7,0	6,7	8,0	7,9	-14,9	3,0	2,3	-4,0
Autres dépôts ²	9,0	28,6	37,2	7,6	-14,7	36,1	51,8	59,0	16,5
Total des dépôts	1310,9	1,2	5,7	8,1	9,2	7,8	9,2	8,3	7,3

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

² Emprunts contractés par les banques auprès des sociétés financières.

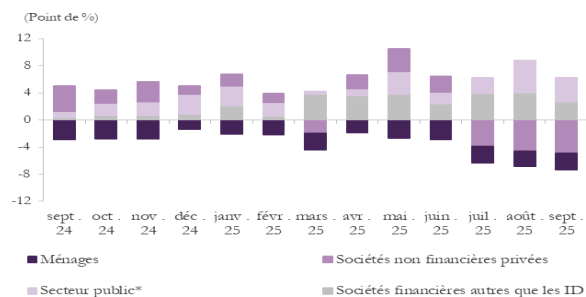
* Encours en milliards de DH.

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

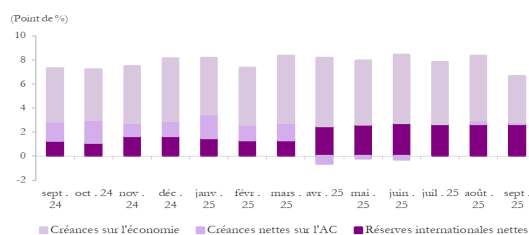


* Sociétés non financières publiques, administrations locales et de sécurité sociale

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

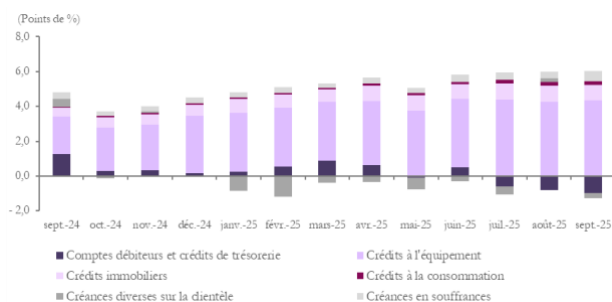


Contribution des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire M3 (en glissement annuel)



Crédit bancaire

Contributions des différentes catégories de crédit à sa croissance annuelle



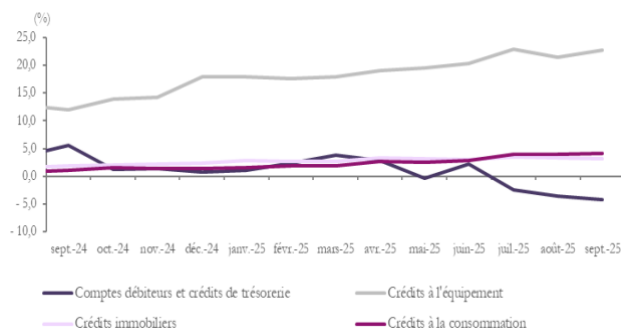
Croissance du crédit bancaire (en glissement annuel)



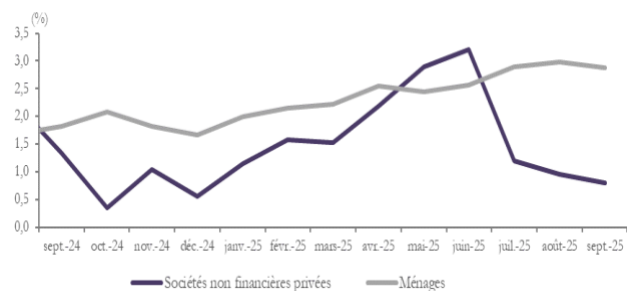
Ventilation du crédit par objet économique et par secteur institutionnel

	Encours à fin septembre-25	Variation mensuelle (en %)	Taux de croissance annuels (en %)					
			sept.-24	déc.-24	mars-25	juin-25	août-25	sept.-25
Crédit bancaire	1187,9	2,3	4,8	4,4	5,1	5,7	5,3	4,5
Crédit au secteur non financier	974,9	0,7	3,3	2,6	3,9	4,2	3,4	3,0
Crédit aux entreprises publiques	82,8	3,8	15,2	6,9	15,7	7,5	9,2	6,4
Crédit aux entreprises privées	455,1	0,7	1,3	0,6	1,5	3,2	1,0	0,8
Facilités de trésorerie	175,3	1,2	-0,2	-4,0	-2,9	-3,5	-9,1	-9,3
Crédits à l'équipement	136,7	0,4	7,1	10,2	9,2	11,7	14,6	15,9
Crédits à la promotion immobilière	56,7	-0,1	8,4	6,9	6,4	7,4	8,5	5,4
Crédit aux ménages	391,9	0,2	1,8	1,7	2,2	2,6	3,0	2,9
Crédits à la consommation	60,6	0,3	1,2	1,5	2,1	2,9	3,9	4,2
Crédits immobiliers	256,3	0,2	1,5	1,8	2,2	2,4	2,9	3,0
Crédits à l'habitat	253,8	0,2	1,5	1,7	2,2	2,5	3,0	3,1
Crédits aux promoteurs immobiliers	1,3	41,5	-17,9	-17,0	-10,4	-3,7	11,0	5,3
Créances en souffrances	102,5	-0,2	4,1	2,8	5,0	7,1	5,6	3,8
Sociétés non financières privées	59,8	-0,1	1,3	0,9	2,9	7,4	5,2	4,0
Ménages	41,9	0,0	8,3	5,7	7,2	5,8	5,3	2,9
Ratio des créances en souffrances	-	-	8,7	8,4	8,6	8,8	8,8	8,6

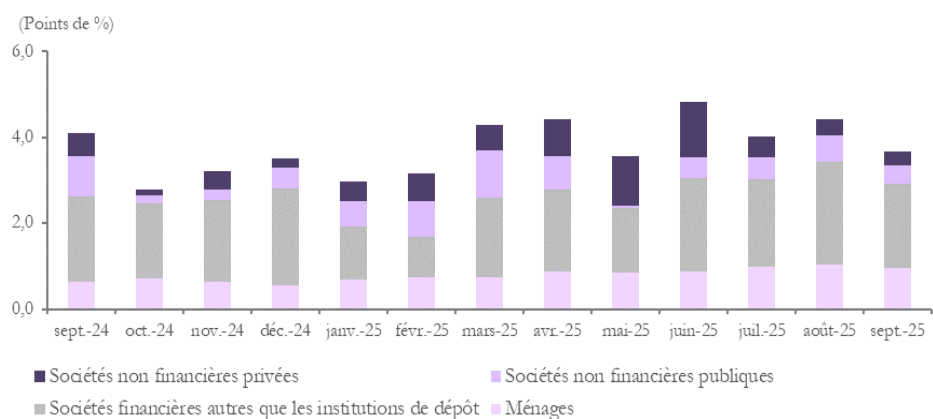
**Evolution des principales catégories de crédit
(en glissement annuel)**



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

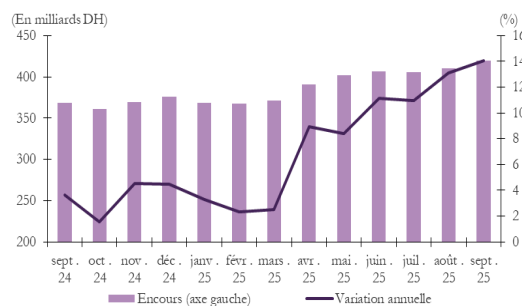


**Contributions des secteurs institutionnels
à la croissance annuelle du crédit**



Autres sources de création monétaire

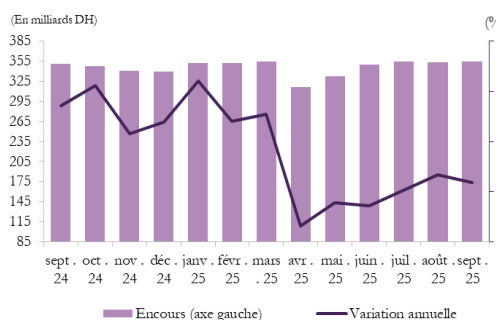
Evolution des avoirs officiels de réserve



Avoirs officiels de réserve en septembre 2025

	Encours en milliards DH		Variations en %			
			mensuelle		glissement annuel	
	août-25	sept.-25	août-25	sept.-25	août-25	sept.-25
Avoirs officiels de réserve	410,7	419,8	1,2%	2,2%	13,1%	14,1%

Evolution des créances nettes sur l'Administration Centrale

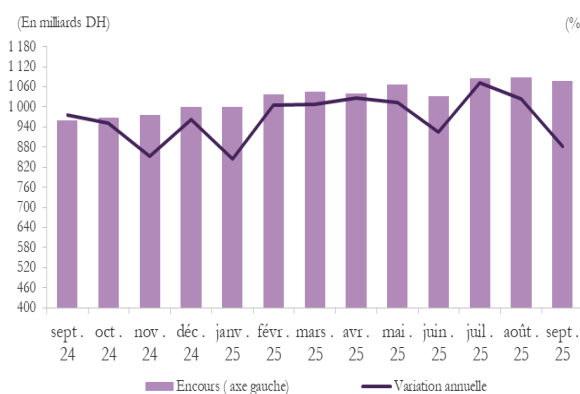


Créances nettes sur l'Administration centrale en septembre 2025

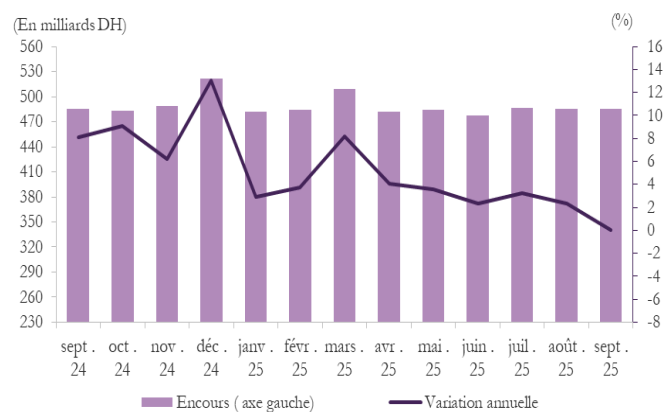
	Encours en milliards de DH		Variations en %			
			mensuelle		glissement annuel	
	août-25	sept.-25	août-25	sept.-25	août-25	sept.-25
Créances nettes sur l'AC	353,2	356,1	-0,3	0,8	1,6	1,4
. Créances nettes de BAM	-1,7	-1,7	12,1	-0,5	-129,4	-121,8
. Créances nettes des AID*	354,9	357,8	-0,3	0,8	3,9	4,2

Agrégats de placements liquides

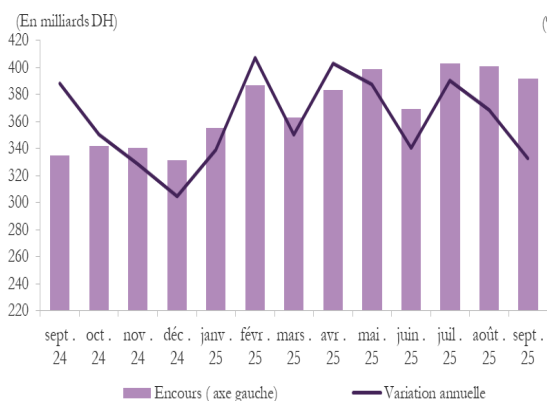
Evolution des agrégats de placements liquides (PL)



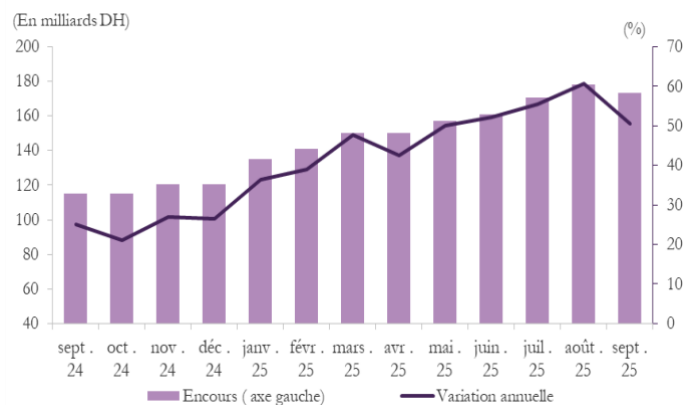
Evolution des bons du Trésor négociables inclus dans l'agrégat PL1



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 septembre et d'octobre 2025, l'euro s'est déprécié de 0,8% par rapport au dollar américain*. Sur le marché des changes domestique, le dirham s'est déprécié de 1,6% vis-à-vis du dollar américain et de 0,8% face à l'euro. Aucune séance d'adjudications de devises n'a été tenue par Bank Al-Maghrib depuis décembre 2021.

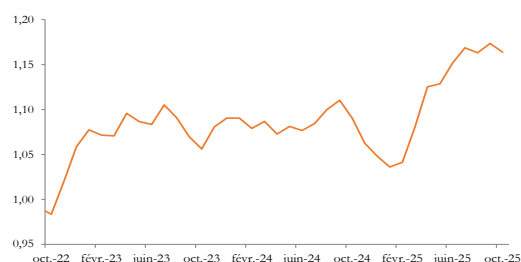
Au niveau du marché interbancaire, le volume des échanges de devises contre dirham a accusé une baisse annuelle de 40,8% à 22,7 milliards de dirhams en septembre 2025.

S'agissant des opérations des banques avec leur clientèle, leur volume est passé à 40,4 milliards de dirhams pour les achats au comptant et à 17,2 milliards pour ceux à terme en septembre 2025, au lieu de 38 milliards et 15,4 milliards respectivement au même mois une année auparavant. De même, les ventes se sont stabilisées à 33,9 milliards, après 33,8 milliards, pour celles au comptant et ont augmenté à 6,1 milliards, au lieu de 2,9 milliards, pour celles à terme.

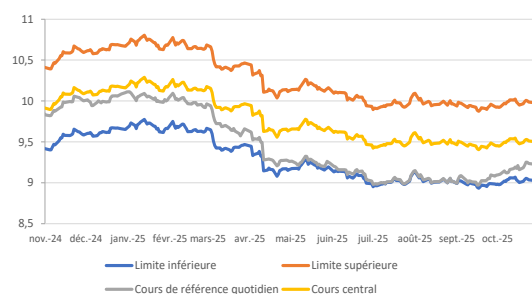
*La parité est calculée sur la base des cours de référence quotidiens EURO/MAD et DOLLAR U.S./MAD.

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.

	juil-25	août-25	sept-25	oct-25
Cours de référence moyen				
Euro	10,541	10,520	10,602	10,689
Dollar U.S	9,019	9,044	9,034	9,184
Adjudications				
Nombre d'opérations	-	-	-	-

Opérations sur le marché des changes

(En millions de dirhams)	2024		2025		Variation septembre 2025/septembre 2024	
	septembre	Moyenne janv.-sept.	septembre	Moyenne janv.-sept.	En valeur	en %
Achats/ventes interbancaires contre MAD	38 440	47 110	22 739	33 486	- 15 701	-40,8
Achats au comptant de devises par la clientèle des banques	37 957	35 057	40 366	36 248	2 409	6,3
Ventes au comptant de devises par la clientèle des banques	33 781	34 462	33 935	35 981	154	0,5
Achats à terme de devises par la clientèle des banques	15 395	16 195	17 157	17 446	1 763	11,5
Ventes à terme de devises par la clientèle des banques	2 874	2 664	6 138	3 536	3 264	113,6

VII. MARCHES DES ACTIFS

Au cours du mois d'octobre, le MASI s'est apprécié de 2,7%. Cette progression a concerné la majeure partie des secteurs, avec en particulier des hausses de 2,7% de l'indice des « Banques », de 11% pour celui de la « Participation et promotion immobilière », de 5,1% pour les « Services de transport » et de 1,9% pour les « Bâtiment et matériaux de construction » et 7% pour la « Santé ». La performance cumulée depuis le début de l'année ressort à 32,3%.

S'agissant des indicateurs de valorisation, ils ont affiché des évolutions contrastées, avec un PER⁽¹⁾ stable, d'un mois à l'autre, à 22,6, un rendement de dividende en repli de 2,22 à 2,14 et un PB⁽²⁾ en légère hausse de 3,3 à 3,4. La capitalisation boursière s'est chiffrée, quant à elle, à 1 030,6 milliards de dirhams, en hausse de 37% par rapport au début de l'année.

Concernant le volume mensuel des échanges, il est revenu à 9,5 milliards de dirhams en octobre après 13,3 milliards un mois auparavant, réalisé exclusivement sur le marché central. Dans ces conditions, le ratio de liquidité (3) sur le compartiment central actions est demeuré quasi stable à 12,4%.

Sur le marché de la dette souveraine, les émissions de bons du Trésor ont totalisé 19 milliards de dirhams en octobre, après 15 milliards un mois auparavant. Elles ont porté à hauteur de 90% sur des maturités moyennes, tandis que celles courtes et longues se sont limitées chacune à 5 %, dans un contexte de légère hausse des taux. Tenant compte des remboursements de 17 milliards à fin octobre, l'encours des bons du Trésor est ressorti à 788,3 milliards, en progression de 4,6% depuis le début de l'année.

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

S'agissant du marché obligataire privé, aucune émission n'a été effectuée en septembre, après un montant d'un milliard de dirhams émis en août. Tenant compte des remboursements, l'encours de la dette sur ce marché a atteint 195,6 milliards, en accroissement de 7,4% par rapport à décembre 2024.

Pour ce qui est des titres d'OPCVM (4), les souscriptions se sont chiffrées à 105,2 milliards de dirhams en octobre et les rachats à 101,2 milliards, soit une collecte nette de 4 milliards. Concernant les indices de performance, toutes les catégories de fonds ont enregistré des améliorations comparativement à fin décembre 2024, allant de 2,1% pour les OPCVM monétaires à 27,3% pour ceux actions. Dans ces conditions, l'actif net des OPCVM s'est élevé à 786,6 milliards de dirhams, en augmentation de 20,4% depuis le début de l'année.

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

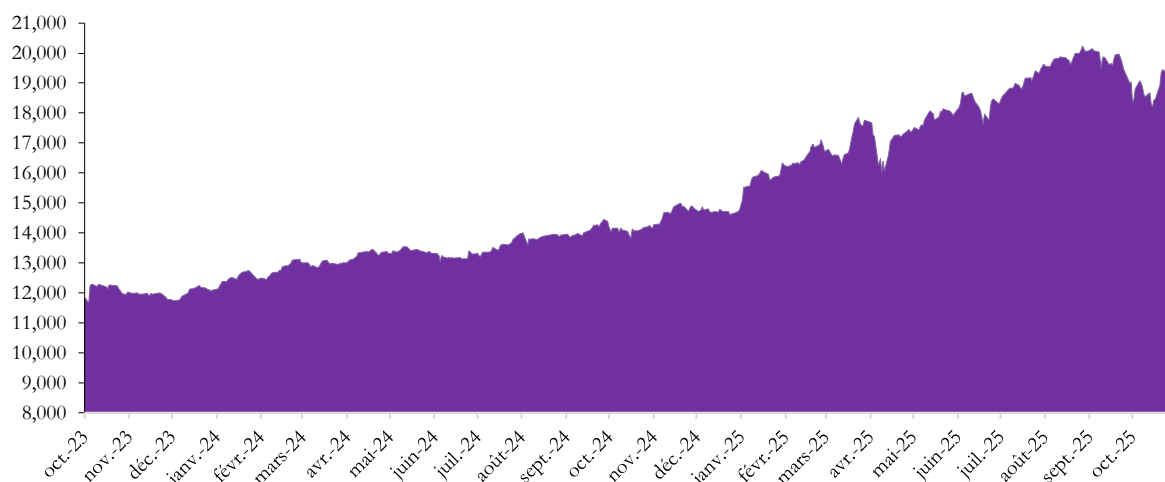
(3) Représente le rapport entre la somme des transactions boursières sur le compartiment central et la moyenne de la capitalisation sur 12 mois glissants.

(4) Données arrêtées au 17 octobre 2025.

INDICES BOURSIERS

Indices	Décembre 2024	Septembre 2025	Octobre 2025	Octobre 2025 / Septembre 2025 (en %)	Octobre 2025 / Décembre 2024 (en %)
MASI	14 773,2	19 024,8	19 546,9	2,7	32,3

Evolution quotidienne du MASI



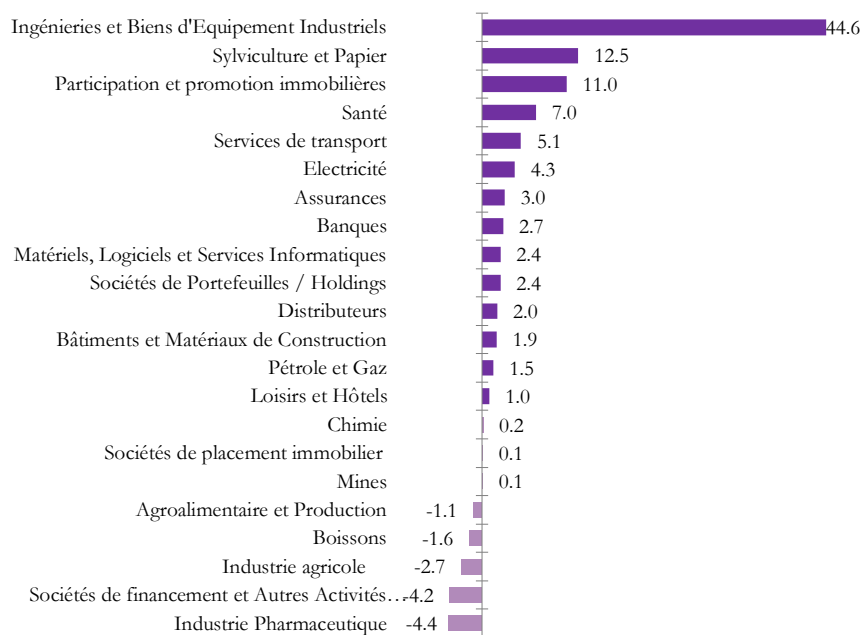
Source : Bourse de Casablanca.

Performance des indices sectoriels

Indices sectoriels	Structure (en %)	Décembre 2024	Septembre 2025	Octobre 2025	Octobre 2025 / Septembre 2025 (en %)	Septembre 2025 / Décembre 2024 (en %)
Agroalimentaire et Production	4,0	32 856	35 534	35 149	-1,1	7,0
Assurances	3,0	5 511	6 096	6 277	3,0	13,9
Banques	31,0	16 417	20 036	20 586	2,7	25,4
Bâtiment et Matériaux de Construction	15,8	23 797	29 307	29 874	1,9	25,5
Boissons	0,6	14 129	14 073	13 845	-1,6	-2,0
Chimie	0,2	5 092	4 920	4 929	0,2	-3,2
Distributeurs	3,0	39 533	48 552	49 509	2,0	25,2
Electricité	3,2	2 994	5 251	5 475	4,3	82,8
Ingénieries et Biens d'Equipement Industriels	0,0	104	313	453	44,6	337,3
Participation et promotion immobilières	4,3	17 307	19 764	21 929	11,0	26,7
Loisirs et Hôtels	0,3	1 014	1 855	1 874	1,0	84,8
Matériels, Logiciels et Services Informatiques	1,6	2 455	2 487	2 547	2,4	3,7
Mines	5,1	38 211	73 322	73 388	0,1	92,1
Pétrole et Gaz	2,5	16 443	18 777	19 059	1,5	15,9
Industrie Pharmaceutique	0,8	5 351	10 526	10 064	-4,4	88,1
Industrie agricole	1,2	1 450	1 985	1 932	-2,7	33,3
Santé	4,0	3 507	4 902	5 247	7,0	49,6
Services de transport	8,8	8 246	14 615	15 354	5,1	86,2
Sociétés de financement et Autres Activités Financières	0,5	7 926	8 827	8 460	-4,2	6,7
Sylviculture et Papier	0,0	28	40	45	12,5	58,9
Sociétés de Portefeuilles / Holdings	0,8	8 635	11 993	12 279	2,4	42,2
Sociétés de placement immobilier	1,6	1 102	1 063	1 064	0,1	-3,5
Télécommunication	7,6	1 204	1 722	1 745	1,4	45,0
Transport	0,1	4 480	3 896	3 737	-4,1	-16,6

Source : Bourse de Casablanca.

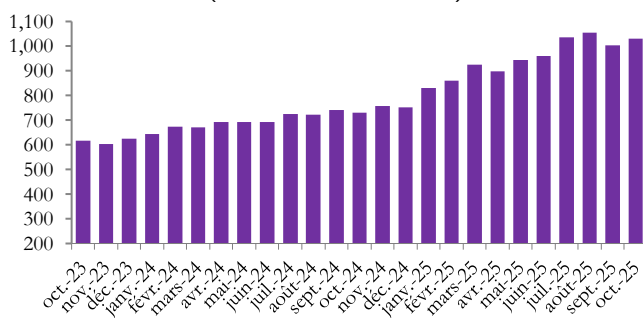
Variations mensuelles des indices sectoriels en octobre 2025 (en %)



Source : Bourse de Casablanca.

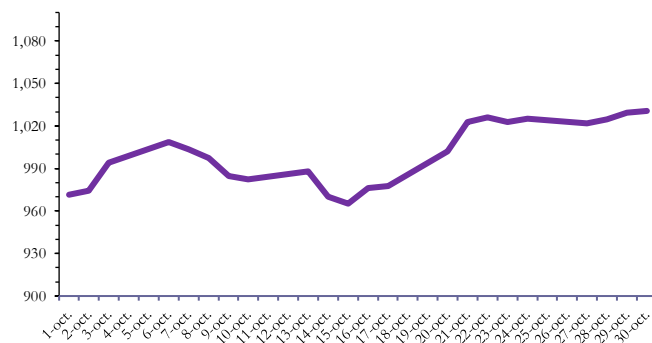
ACTIVITE

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

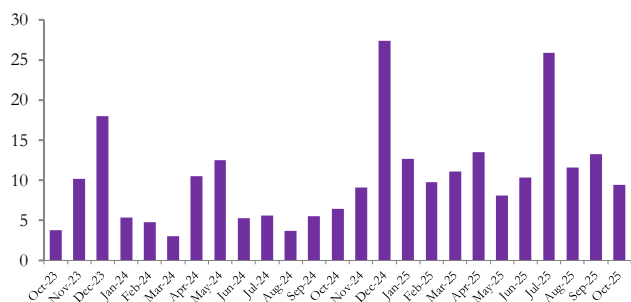


Source : Bourse de Casablanca.

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



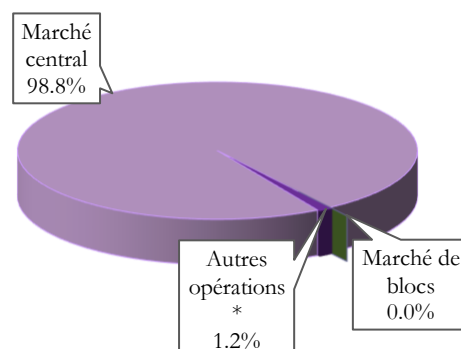
Evolution mensuelle du volume des transactions (en milliards de dirhams)



Source : Bourse de Casablanca.

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

Répartition du volume de transactions par marché au mois d'octobre 2025



Volume des transactions

En millions de dirhams	Décembre 2024	Septembre 2025	Octobre 2025
Volume actions			
1-Marché central	7 886,6	10 075	9 344,3
2-Marché de blocs	18 354,8	3 150,3	
Total A = (1+2)	26 241,5	13 225,3	9 344,3
3-Introductions	1 100	-	
4-Apports de titres	3,1	12,1	97,9
5-Offres publiques	-	-	
6-Transferts	23,3	49,6	14,0
Total B = (3+4+5+6)	1 126,3	61,7	111,9
7-Augmentations de capital	-	-	
I- Volume obligations	-	-	
II- Volume actions	27 367,8	13 287,1	9 456,3
III- Total Général	27 367,8	13 287,1	9 456,3
En millions de dirhams	Décembre 2024	Septembre 2025	Octobre 2025
Volume actions			
1-Marché central	7 886,6	10 075	9 344,3
2-Marché de blocs	18 354,8	3 150,3	
Total A = (1+2)	26 241,5	13 225,3	9 344,3
3-Introductions	1 100	-	
4-Apports de titres	3,1	12,1	97,9
5-Offres publiques	-	-	
6-Transferts	23,3	49,6	14,0
Total B = (3+4+5+6)	1 126,3	61,7	111,9
7-Augmentations de capital	-	-	
I- Volume obligations	-	-	
II- Volume actions	27 367,8	13 287,1	9 456,3
III- Total Général	27 367,8	13 287,1	8 419,4

Source : Bourse de Casablanca

COURS

Performance des plus fortes capitalisations

Valeurs	Capitalisation (en milliards de dirhams)	Part (%)	Cours (en dirhams)			Variation (en %)	
			Décembre 2024	Septembre 2025	Octobre 2025	Octobre 2025 /Septembre 2025(en %)	Octobre 2025 /Décembre 2024 (en %)
ATTIJARIWafa BANK	167,2	16,2	569	745	777	4,3	36,6
ITISSALAT AL-MAGHRIB	10,5	10,1	82	117	119	1,4	45,0
SODEP-Marsa Maroc	73,2	7,1	536	950	998	5,1	86,2
MANAGEM	71,2	6,9	2 889	5 903	6 000	1,6	107,7
BCP	63,0	6,1	275	295	310	5,1	12,7
TAQA MOROCCO	57,8	5,6	1 340	2 350	2 450	4,3	82,8
BANK OF AFRICA	53,1	5,2	205	255	241	-5,5	17,6
LAFARGEHOLCIM MAROC	44,6	4,3	1 935	1 900	1 902	0,1	-1,7
TGCC S.A	32,9	3,2	476	910	949	4,3	99,4
CIMENTS DU MAROC	29,0	2,8	1 880	2 050	2 010	-2,0	6,9

Valeurs du secteur financier

Secteurs	Cours			Variation (en %)
	Décembre 2024	Septembre 2025	Octobre 2025	Octobre 2025 / Septembre 2025
Banques				
BNCI	580	591	550	-6,9
ATTIJARIWafa BANK	569	745	777	4,3
CIH	395	427	420	-1,5
BANK OF AFRICA	205	255	241	-5,5
BCP	275	295	310	5,1
CDM	930	1 009	1 040	3,1
CFG BANK	222	241	255	5,8
Sociétés de financement				
MAGHREBAIL	900	917	945	3,1
SALAFIN	548	680	624	-8,3
EQDOM	-	1 300	1 280	-1,5
MAROC LEASING	370	367	356	-2,9
Assurances				
ATLANTASANAD	127,5	145	153	5,4
SANLAM MAROC	1 829	1 950	2 000,0	2,6
Wafa ASSURANCE	4 460	5 000	5 100,0	2,0
AGMA	6 875	6 455	6 600,0	2,2

Source : Bourse de Casablanca.

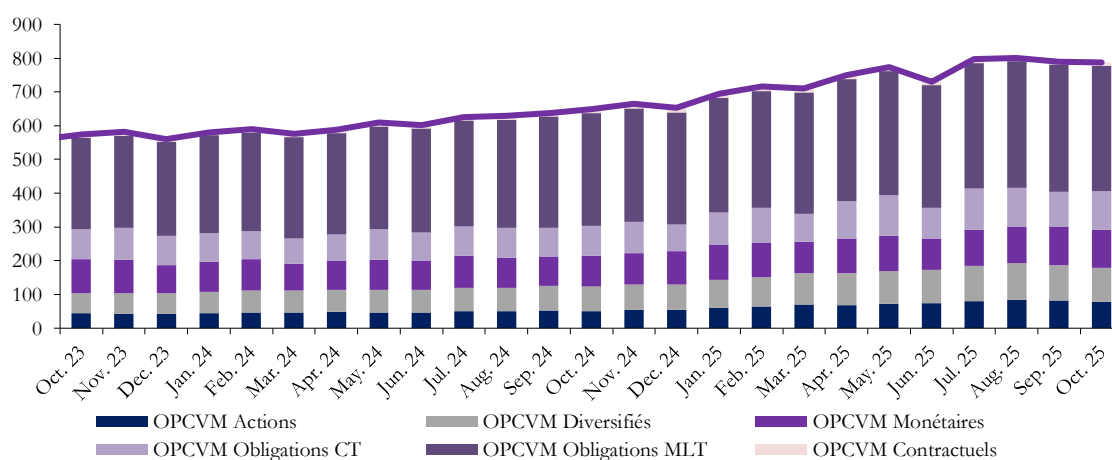
GESTION D'ACTIFS

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

Catégories d'OPCVM	Nombre	Montant (en milliards)	Structure (en %)	Variation mensuelle (en %)	Variation annuelle (en %)
Actions	115	77,5	10	-4,9	44,7
Diversifiés	134	101,9	13	-3,3	33,3
Monétaires	70	111,6	14	-1,8	14,1
Obligations CT	70	114,8	15	10,7	45,8
Obligations MLT	210	371,4	47	-1,3	11,4
Contractuel	6	9,4	1	-2,8	-29,3
Total	603	786,6	100	-0,4	20,4

* Données arrêtés au 17 octobre 2025.

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



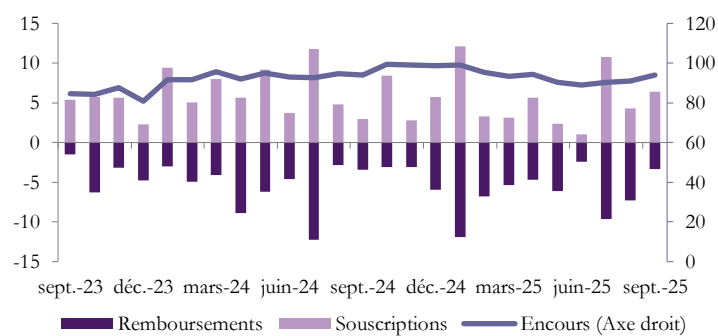
Source : AMMC.

MARCHES DE LA DETTE

Marché des titres de créances négociables

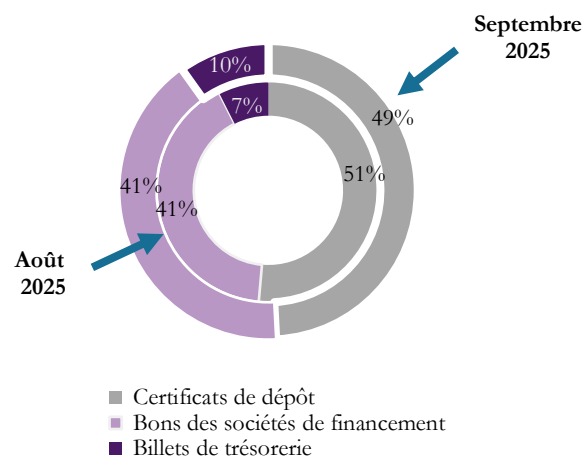
	En millions de dirhams			Variations			
	Décembre 2024	Août 2025	Septembre 2025	Septembre 2025 / Août 2025		Septembre 2025 / Décembre 2024	
				En valeur	En %	En valeur	En %
Encours	98 803	91 089	94 152	3 063	3,4	-4 652	-4,7
Certificats de dépôt	59 472	46 805	46 297	-508	-1,1	-13 175	-22,2
Bons des sociétés de financement	30 897	37 484	38 555	1 071	2,9	7 658	24,8
Billets de trésorerie	8 434	6 800	9 300	2 500	36,8	866	10,3
Emissions	5 701	4 294	6 378	2 084	48,5	677	11,9
Certificats de dépôt	1 401	1 550	2 217	667	43,0	816	58,3
Bons des sociétés de financement	940	2 344	1 661	-683	-29,1	721	76,7
Billets de trésorerie	3 360	400	2 500	2 100	525,0	-860	-25,6
Remboursements	5 953	7 290	3 315	-3 975	-54,5	-2 638	-44,3

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



Source : B.A.M.

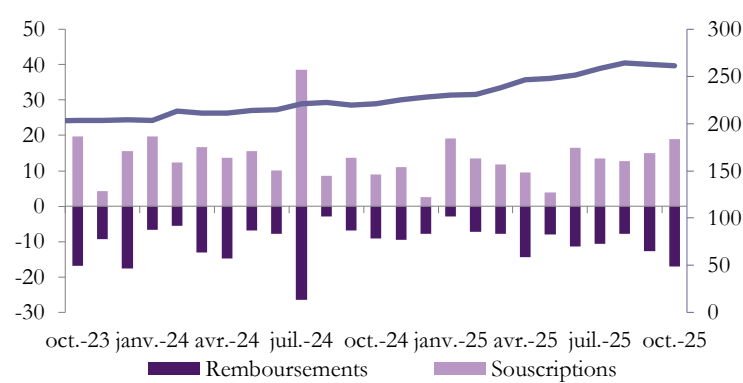
Structure de l'encours des titres de créances négociables
(en %)



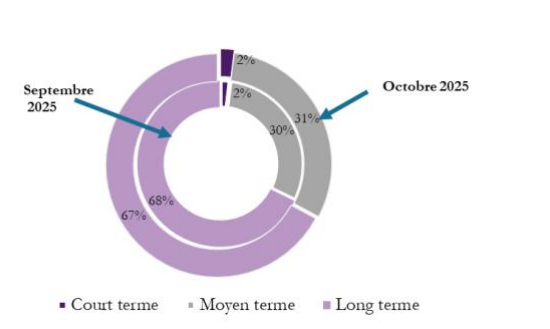
Marché des bons du Trésor

	En millions de dirhams			Variation			
	Décembre 2024	Sept. 2025		Décembre 2024		Sept. 2025	
				En valeur	En %	En valeur	En %
Encours	753 604,0	786 311,9	Encours	753 604,0	786 311,9	Encours	753 604,0
13 semaines	400	950	13 semaines	400	950	13 semaines	400
26 semaines	904	800	26 semaines	904	800	26 semaines	904
52 semaines	7 983	13 104	52 semaines	7 983	13 104	52 semaines	7 983
2 ans	95 323	92 388	2 ans	95 323	92 388	2 ans	95 323
5 ans	135 181	146 219	5 ans	135 181	146 219	5 ans	135 181
10 ans	165 251	170 872	10 ans	165 251	170 872	10 ans	165 251
15 ans	173 678	177 139	15 ans	173 678	177 139	15 ans	173 678
20 ans	103 928	109 486	20 ans	103 928	109 486	20 ans	103 928
30 ans	70 955	75 354	30 ans	70 955	75 354	30 ans	70 955
Souscriptions	2 509,0	15 026,1	Souscriptions	2 509,0	15 026,1	Souscriptions	2 509,0
13 semaines	100	550	13 semaines	100	550	13 semaines	100
26 semaines	0		26 semaines	0		26 semaines	0
52 semaines	600	940	52 semaines	600	940	52 semaines	600
2 ans	400	6 487	2 ans	400	6 487	2 ans	400
5 ans	400	2 020	5 ans	400	2 020	5 ans	400
10 ans	0	1 325	10 ans	0	1 325	10 ans	0
15 ans	0	1 620	15 ans	0	1 620	15 ans	0
20 ans	1 009	589	20 ans	1 009	589	20 ans	1 009
30 ans	0	1494,7	30 ans	0	1494,7	30 ans	0

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



Structure de l'encours des titres de bons du Trésor



Source : B.A.M.

VIII. EVOLUTION DE L'INFLATION

Évolution de l'inflation en septembre 2025

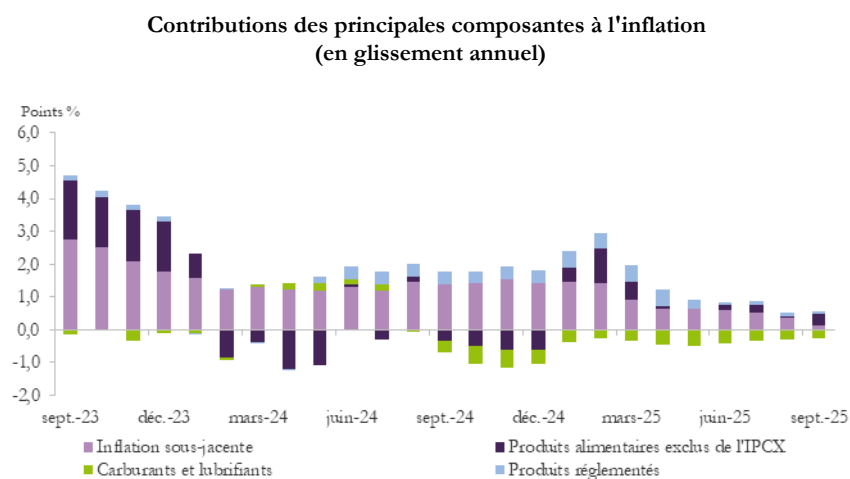
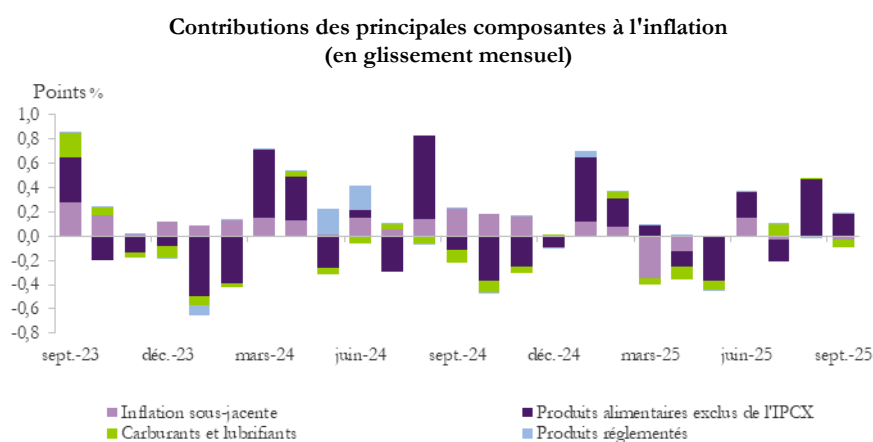
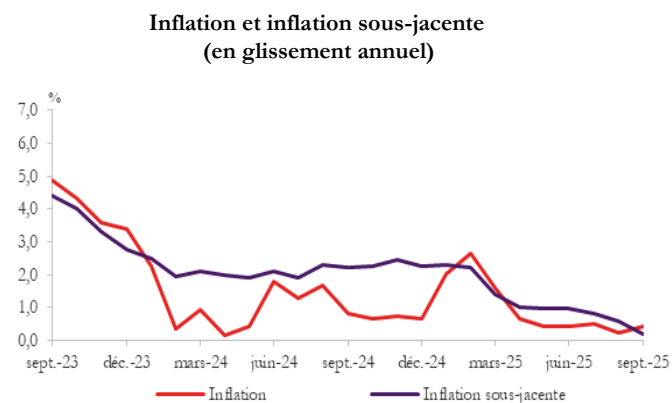
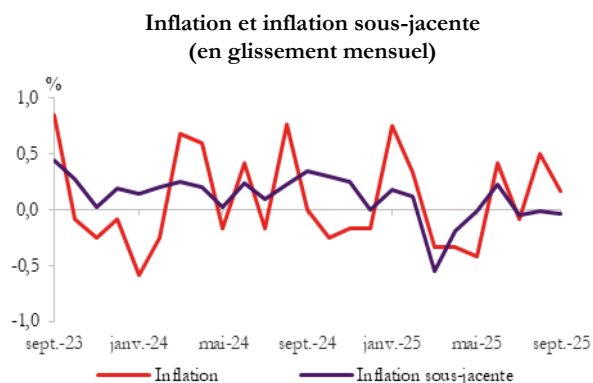
En septembre 2025, l'indice des prix à la consommation (IPC) s'est accru de 0,2% en glissement mensuel, porté par la hausse de 1,3% des prix des produits alimentaires à prix volatils, en lien principalement avec les augmentations de 3,3% pour les « légumes frais », de 6,7% pour les « agrumes » et de 1,9% pour les « volaille et lapin ». En revanche, les prix des carburants et lubrifiants se sont repliés de 2,2%, tandis que les tarifs réglementés et l'indicateur de l'inflation sous-jacente sont demeurés inchangés d'un mois à l'autre.

En comparaison annuelle, l'inflation s'est établie à 0,4%, au lieu de 0,3% en août, ramenant sa moyenne au cours des neuf premiers mois de l'année à 0,9%. Sa composante sous-jacente est ressortie à 0,2%, après 0,6% un mois auparavant, traduisant la décélération du rythme de progression des prix des biens non échangeables de 1,3% à 0,9%, et le repli de 0,4% des prix des échangeables après une stabilité le mois précédent.

La distinction entre biens et services inclus dans le panier de l'IPC indique une légère accélération du rythme d'accroissement des prix des biens de 0,2% à 0,4%, reflétant une augmentation de 1%, après une stagnation, des prix des biens non transformés et une atténuation de la hausse des prix des biens transformés hors carburants et lubrifiants de 0,4% à 0,1%. Quant aux prix des services, ils 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 un recul mensuel de 0,1% en septembre, attribuable principalement à la diminution des prix à la production de 0,2% pour les « industries alimentaires », de 0,5% pour la branche « fabrication d'autres produits minéraux non métalliques », de 0,3% pour « fabrication d'équipements électriques » et de 1% pour « la fabrication de produits en caoutchouc et en plastique ». En glissement annuel, les prix à la production hors raffinage ressortent en baisse de 0,4% en septembre, soit le même rythme que le mois précédent.

Evolution de l'inflation et de ses composantes



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

Evolution de l'inflation et de ses composantes

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

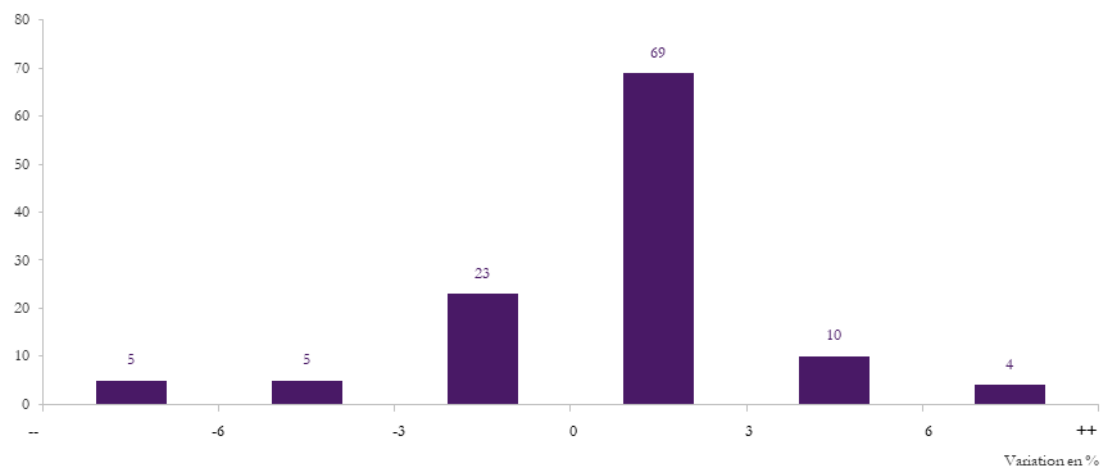
Sources : HCP et calculs BAM

(1) Hors produits réglementés.

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

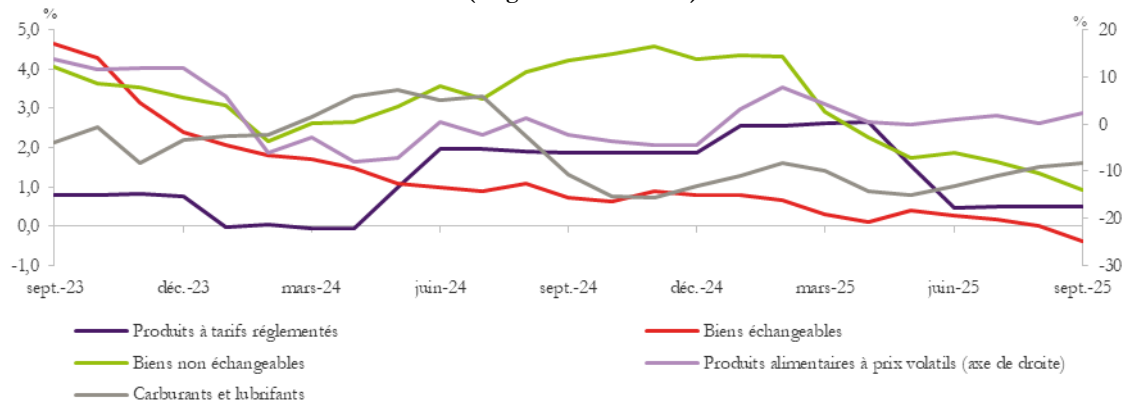
Evolution de l'inflation et de ses composantes

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

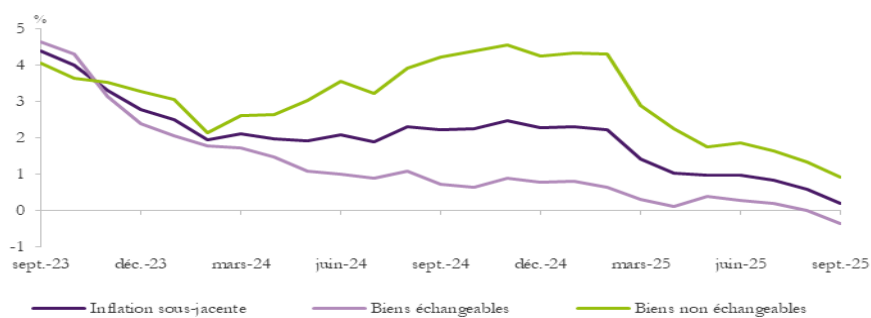


Prix des biens échangeables (IPCXE) et non échangeables (IPCXNE)

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

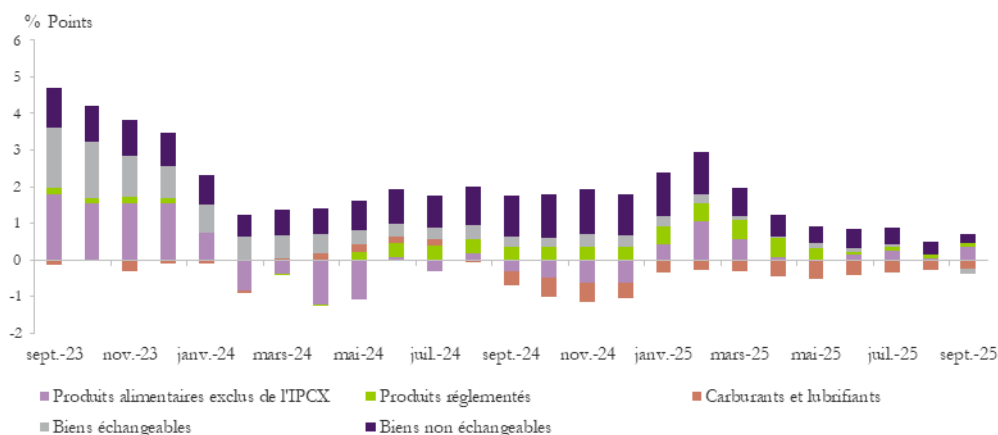


Indice de l'inflation sous-jacente, IPCXE et IPCXNE
(en glissement annuel)



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.

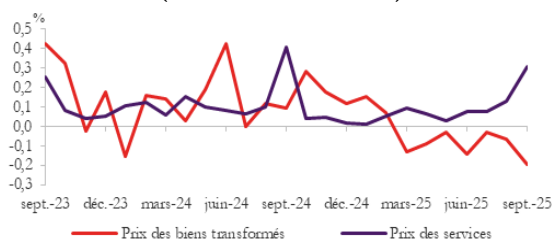
Evolution des prix des biens et services

Evolution des prix des biens et des services

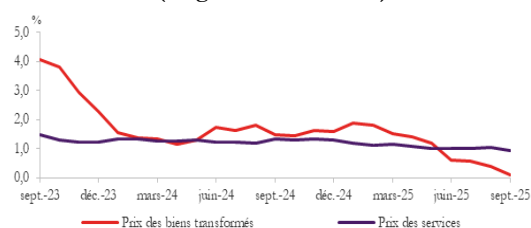
	Variation mensuelle (en %)		Variation annuelle (en %)	
	août 25	sept. 25	août 25	sept. 25
Inflation	0,5	0,2	0,3	0,4
Biens transformés*	-0,1	-0,2	0,4	0,1
Services	0,1	0,3	1,0	0,9
Biens non transformés	2,2	0,7	0,0	1,0
Carburants et lubrifiants	0,4	-2,2	-9,1	-8,1

* Hors carburants et lubrifiants.

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



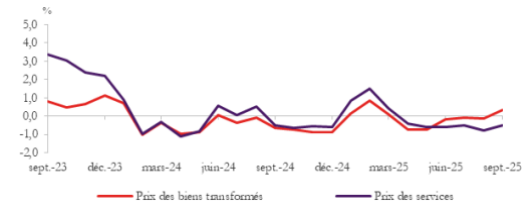
Prix des biens transformés et des services (en glissement annuel)



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

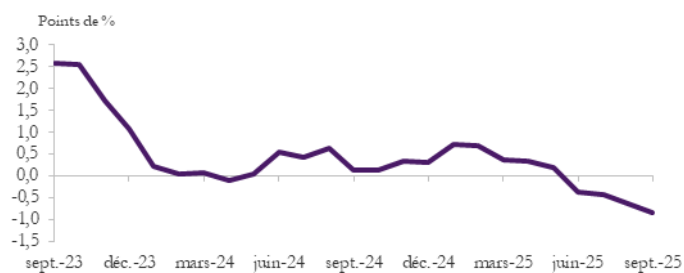


Prix relatifs* des biens transformés et des services (en glissement annuel)



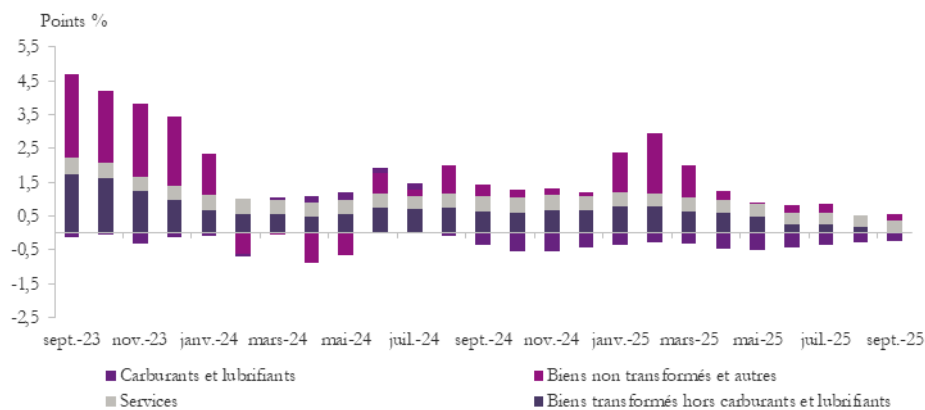
(*) Il s'agit de l'écart entre le taux d'inflation des biens transformés/services et le taux d'inflation.
Sources : HCP et calculs de BAM

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



Sources : HCP et calculs BAM.

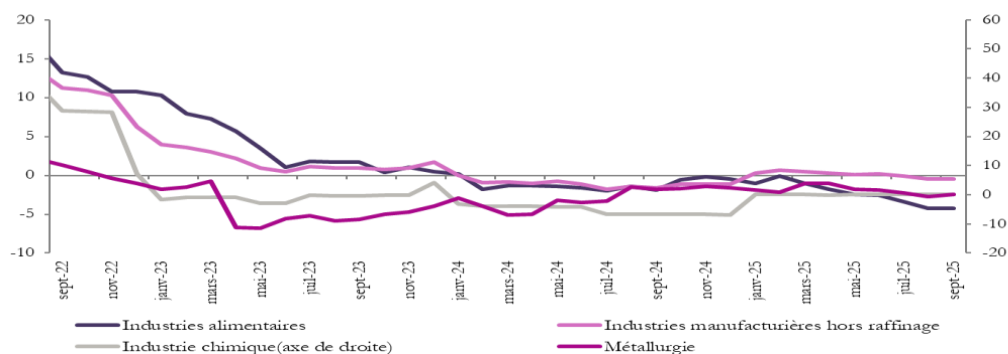
Contributions des biens et services à l'inflation



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

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

