



Note de conjoncture du deuxième trimestre 2025 et perspectives pour les troisième et quatrième trimestres

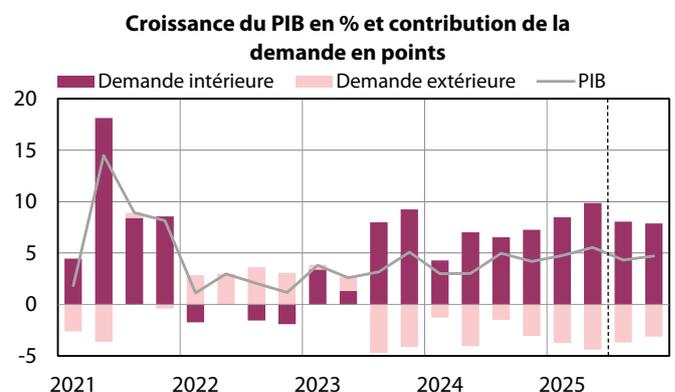
La phase de relance de l'économie nationale, à l'œuvre depuis fin 2023, devrait se maintenir au cours de la seconde moitié de 2025. Bien qu'en inflexion par rapport au sursaut enregistré au deuxième trimestre 2025, la dynamique des branches secondaires et tertiaires resterait soutenue, portant, ainsi, la croissance économique globale à 4,3% et 4,7% respectivement, en rythmes annuels, aux troisième et quatrième trimestres. Cette performance ne devrait pas engendrer de fortes tensions sur les prix, l'inflation sous-jacente étant prévue évoluer, au cours de la même période, à des niveaux modérés, inférieurs à 2%.

Expansion sur une base élargie au deuxième trimestre 2025

Le nouveau cycle de croissance de l'économie nationale dure actuellement depuis plus de six trimestres, avec une hausse de l'activité hors agriculture de 4,8%, en rythme annuel, en moyenne par trimestre. Cet essor, ayant permis de combler totalement le gap d'activité engendré par la crise sanitaire Covid-19, s'est même renforcé, pour atteindre +5,5% au deuxième trimestre 2025, grâce notamment à une relance étendue à l'ensemble des branches d'activité. Les industries manufacturières et extractives, la construction et l'hébergement ont été particulièrement dynamiques, assurant près de 40% de la croissance économique globale.

L'accélération de l'activité a été particulièrement stimulée par le redressement plus soutenu qu'attendu des exportations (+8,5%, au lieu de +2,2% au premier trimestre), ainsi que par une demande intérieure mieux orientée (+9,2%). Le moral des ménages s'est amélioré, favorisant un accroissement de leurs dépenses de consommation de 5,1%, au lieu de +4,4% au trimestre précédent. La reprise de l'investissement, installée sur une trajectoire ascendante depuis la mi-2023, s'est également affermie. Le contexte financier a été globalement favorable à l'équipement au deuxième trimestre 2025, avec un allègement du coût de l'emprunt et une poursuite du repli des prix à l'import des biens d'équipement industriel.

La vigueur entretenue de la demande intérieure s'est traduite par une progression de 15,7% du volume des importations de biens et services au deuxième trimestre 2025. L'amélioration des termes de l'échange résultante des évolutions contrastées des prix des exportations et des importations et l'appréciation du taux de change ont atténué la facture extérieure, réduisant son impact sur l'expansion de l'activité. L'économie nationale a, ainsi, enregis-



Source : HCP, estimations au delà des pointillés

tré une croissance de +5,5% au cours de cette période, atteignant son rythme le plus élevé depuis la phase de rattrapage post-Covid en 2021. Cette performance s'est accompagnée d'une amélioration plus tempérée de la situation du marché du travail, avec une progression de l'emploi rémunéré de 1,4%, en variation annuelle, au lieu de +3,4% au premier trimestre. Les entreprises des services et des industries ont été, en effet, plutôt favorables à un ajustement fondé sur le relèvement de la productivité du travail plutôt que sur de nouveaux recrutements, dans un contexte marqué par une légère augmentation des coûts salariaux, notamment ceux liés aux travailleurs rémunérés au SMIG.

La relance de la croissance s'est, également, assortie d'un besoin de financement accru. Les recettes budgétaires se sont inscrites en hausse, aussi bien pour les impôts indirects que pour l'impôt sur les sociétés, reflet d'une assiette élargie par la reprise de l'activité. Mais, les dépenses, en particulier celles des rémunérations des salariés, ont été, également, très vigoureuses (+10,8%), induisant un accroissement du besoin de financement des administrations publiques. Ainsi, et tenant compte de l'accentuation des besoins des entreprises liées aux projets d'investissement, le besoin global du financement de l'économie nationale s'est amplifié, atteignant -3,2% du PIB trimestriel, au lieu de -2% un trimestre plus tôt.

Rééquilibrage attendu de l'activité au troisième trimestre, après le sursaut du deuxième

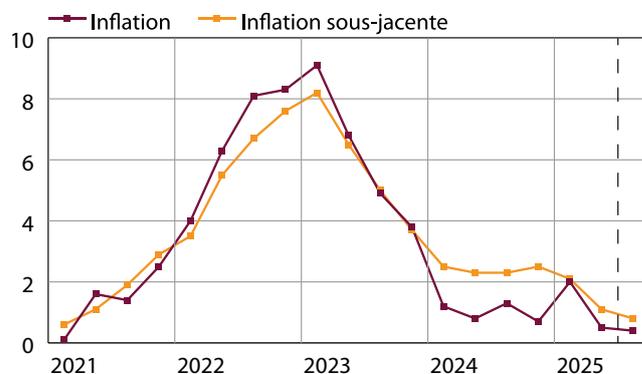
Au troisième trimestre 2025, l'économie nationale aurait connu un rééquilibrage, après le fort rebond du trimestre précédent. La valeur ajoutée primaire se serait légèrement affermie, tandis que celle des autres activités aurait été orientée à la hausse, mais à un rythme plus modéré. Malgré le renforcement de la valeur ajoutée de la construction, l'activité des branches secondaires aurait vu son rythme de croissance refluer à +4,4%, en variation annuelle, au lieu de +7,4% au deuxième trimestre. La dynamique des services se serait, également, tempérée, pour atteindre +4,3%, au lieu de +4,8% un trimestre plus tôt. Dans ce contexte, la progression du PIB global aurait atteint 4,3%, au lieu de +4,8% et +5,5% respectivement aux premier et deuxième trimestres.

Cette modération de la croissance s'expliquerait, principalement, par un environnement international moins favorable. En Europe, l'activité économique aurait été pénalisée par le ralentissement des exportations hors zone euro et par l'essoufflement de la consommation des ménages, attribuable au maintien d'un taux d'épargne élevé et à la montée des incertitudes. Dans ces conditions, le volume des exportations nationales de biens et services aurait connu une décélération, après une progression de 8,5% au trimestre précédent. Parallèlement, les importations, bien que moins dynamiques qu'au deuxième trimestre (+13,8% au lieu de +15,7%), auraient crû plus rapidement que les exportations, contribuant à l'accentuation du déficit commercial et à la persistance de l'impact contraignant du commerce extérieur sur la croissance économique (-3,7 points de contribution).

À l'inverse, le soutien de la demande intérieure se serait maintenu, contribuant pour 8 points à la croissance, au troisième trimestre 2025. L'investissement aurait poursuivi sa progression au rythme de 14,2%, tiré par le renforcement des projets d'infrastructure et la reprise du bâtiment, tandis que la consommation des ménages aurait continué de s'affermir (+4,1%) grâce à l'entrée en vigueur de nouvelles dispositions des mesures budgétaires pro-ménages, notamment la deuxième tranche de l'augmentation des salaires des fonctionnaires, sur fond d'une modération des tensions inflationnistes.

Les prix à la consommation auraient, en effet, augmenté, au troisième trimestre 2025, à un rythme bien plus tempéré qu'en début d'année, s'établissant à +0,4% en variation annuelle, après +2% et +0,5% aux premier et deuxième trimestres. Cette évolution aurait été le fait d'une faible hausse des prix des produits non-alimentaires (+0,3%) et d'une stabilisation de la progression des prix alimentaires à +0,7%. Malgré cette modération globale, certains postes, notamment les produits alimentaires frais et particulièrement les légumes, auraient affiché des hausses de prix importantes et persistantes depuis le début de l'année. À l'inverse, hors produits frais, les prix alimentaires auraient reflué, sur fond de stabilisation des cours internationaux des matières premières des céréales, des huiles et des légumineuses sèches. Du côté des produits non-alimentaires, le léger ralentissement des prix aurait été, principalement, entraîné par la poursuite de la baisse des prix de l'énergie, qui se serait établie à -2,7%, contre -2,4% au trimestre précédent, reflétant la diminution de 8,8% des prix des carburants et la dissipation des effets des ajustements des tarifs du gaz enregistrée en mai 2024. La progression des prix des produits manufacturés et des services aurait été en repli de 0,1 point comparativement au trimestre précédent, ce qui aurait maintenu leur contribution à l'évolution globale des prix presque inchangée. L'inflation sous-jacente, qui exclut l'énergie, les

Inflation et inflation sous-jacente en %



Source : HCP

Les prix à la consommation auraient, en effet, augmenté, au troisième trimestre 2025, à un rythme bien plus tempéré qu'en début d'année, s'établissant à +0,4% en variation annuelle, après +2% et +0,5% aux premier et deuxième trimestres. Cette évolution aurait été le fait d'une faible hausse des prix des produits non-alimentaires (+0,3%) et d'une stabilisation de la progression des prix alimentaires à +0,7%. Malgré cette modération globale, certains postes, notamment les produits alimentaires frais et particulièrement les légumes, auraient affiché des hausses de prix importantes et persistantes depuis le début de l'année. À l'inverse, hors produits frais, les prix alimentaires auraient reflué, sur fond de stabilisation des cours internationaux des matières premières des céréales, des huiles et des légumineuses sèches. Du côté des produits non-alimentaires, le léger ralentissement des prix aurait été, principalement, entraîné par la poursuite de la baisse des prix de l'énergie, qui se serait établie à -2,7%, contre -2,4% au trimestre précédent, reflétant la diminution de 8,8% des prix des carburants et la dissipation des effets des ajustements des tarifs du gaz enregistrée en mai 2024. La progression des prix des produits manufacturés et des services aurait été en repli de 0,1 point comparativement au trimestre précédent, ce qui aurait maintenu leur contribution à l'évolution globale des prix presque inchangée. L'inflation sous-jacente, qui exclut l'énergie, les

prix réglementés et les prix volatils, aurait, pour sa part, ralenti à +0,8%, après +1,1%, principalement en raison du recul de sa composante alimentaire.

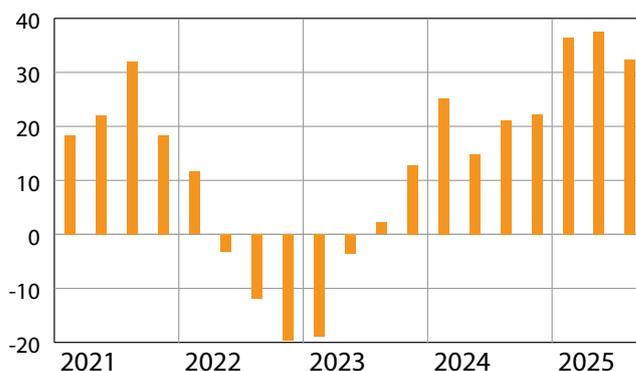
Modération de la dynamique du crédit et de la masse monétaire

Les créances sur l'économie auraient légèrement ralenti au troisième trimestre 2025, affichant une hausse de 6,5% en glissement annuel, au lieu de +7,4% et +7,7% respectivement aux deux trimestres précédents. Cette décélération aurait été imputable à la réduction des crédits de trésorerie aux entreprises, tandis que les prêts à l'équipement seraient restés soutenus. Le besoin de liquidité des banques se serait globalement atténué, tout en restant à un niveau élevé, incitant Bank Al-Maghrib à réduire le volume de ses financements aux établissements bancaires. Les créances nettes sur l'administration centrale auraient, pour leur part, progressé, reflétant une augmentation de l'endettement monétaire du Trésor de 1,3%, alors que les avoirs officiels de réserve auraient crû de 12,6%. Dans l'ensemble, la masse monétaire aurait légèrement ralenti, avec un accroissement de 7,7% au troisième trimestre 2025, après +8% un trimestre auparavant.

Après avoir réduit son taux de 25 points de base au premier trimestre 2025, Bank Al-Maghrib aurait encore maintenu inchangé son taux directeur à 2,25% au troisième trimestre. Dans ces conditions, le taux interbancaire se serait stabilisé au niveau du taux directeur, reculant de 50 points de base en glissement annuel. Les taux créditeurs auraient suivi la même tendance, cédant en moyenne 27 points de base. Ceux des adjudications des bons du Trésor auraient, également, diminué, accusant des baisses respectives de 72, 72 et 76 points de base pour les maturités 1, 5 et 10 ans. Sur le marché des changes, le dirham se serait apprécié de 1,8% face à l'euro et de 7,7% vis-à-vis du dollar.

Parallèlement, le marché des actions aurait conservé sa performance au troisième trimestre 2025, malgré une correction ponctuelle en septembre, liée à des prises de bénéfices. Depuis le début de l'année, la tendance haussière s'est maintenue, appuyée par une perception favorable des investisseurs et une politique monétaire accommodante. La hausse des indices aurait concerné la quasi-totalité des sociétés cotées, dans un contexte d'amélioration des conditions de financement bancaire et du repli des tensions inflationnistes. L'indice MASI aurait progressé de 32,4% au troisième trimestre 2025, en glissement annuel, tandis que la capitalisation boursière aurait augmenté de 35,3%. Cette performance aurait reflété, principalement, la progression des cours dans les secteurs de l'ingénierie et biens d'équipement industriels, des transports, des mines, du tourisme et hôtellerie, de l'industrie pharmaceutique, de l'électricité et de la santé. Parallèlement, la liquidité du marché aurait continué de croître, avec une hausse du volume des transactions de 165,7%.

Indice MASI (GA en %)



Source : BVC

Perspectives d'un léger regain en fin d'année

L'économie nationale devrait enregistrer une légère accélération au quatrième trimestre 2025, affichant une croissance de 4,7%, en rythme annuel, au lieu de +4,3% attendu au troisième trimestre. Les perspectives de la demande étrangère sont mieux orientées comparativement au trimestre précédent, du fait notamment des effets attendus de la détente progressive des taux d'intérêt sur la consommation et l'investissement en Europe.

Parallèlement, les facteurs ayant soutenu la demande intérieure au cours des trois premiers trimestres de 2025 se maintiendraient. La consommation des ménages bénéficierait de la poursuite de l'amélioration de leur pouvoir d'achat, favorisée par la revalorisation des salaires publics et privés et les gains liés à l'impôt sur le revenu. Sa croissance annuelle pourrait atteindre 4,4%, tandis que l'investissement poursuivrait sa progression au rythme de 12,6%, tiré par la hausse des dépenses d'équipements des sociétés non financières et le renforcement des investissements publics.

Par branches d'activité, les services poursuivraient leur soutien à la croissance, affichant une progression de 4,7% au quatrième trimestre 2025, en variation annuelle. Le commerce, les services non marchands et ceux destinés aux particuliers afficheraient la plus forte dynamique. L'industrie connaîtrait une légère reprise, tirée principalement par les activités liées aux minéraux de carrière, à l'automobile et aux industries électriques, tandis que le secteur de la construction accélérerait sensiblement, soutenant la croissance globale de 0,4 point.

Notre scénario de croissance pour la deuxième moitié de 2025 demeure soumis à des aléas, orientés globalement à la baisse, tenant en compte des informations collectées jusqu'au 2 octobre 2025. Les prévisions n'intègrent pas les répercussions d'un éventuel changement de comportement des entreprises exportatrices, qui pourraient s'orienter vers un déstockage plus important si les effets de la politique monétaire tardent à se manifester sur la demande intérieure en Europe et aux Etats Unis.

Des facteurs positifs sont, également, identifiés, susceptibles d'améliorer les perspectives du secteur secondaire. Les exportations manufacturières pourraient se révéler plus dynamiques que prévu, stimulées par les effets anticipés de l'entrée en vigueur, dès février 2026, du mécanisme d'ajustement carbone aux frontières. Cette évolution soutiendrait une progression plus importante du volume global des exportations de biens et services pendant le dernier trimestre de 2025, sans entraîner d'effet d'éviction significatif sur les importations. Les industries les plus susceptibles de bénéficier de ce dynamisme seraient principalement les filières chimiques, électriques et d'équipement.

<p> Ilot 31-3, secteur 16, HAY RIAD, RABAT - MAROC, BP : 178 - 10001</p> <p> hcp.ma</p> <p> contact@hcp.ma</p> <p> +212(0)5 37 57 69 00</p>	 <p>Scannez pour accéder aux publications de l'institut</p>	
 <p>@hcpmaroc 36,4 K Followers</p>	 <p>HCP Maroc (Page officielle) 58 K Followers</p>	 <p>@marochcp 5,5 K Followers</p>