

المملكة المغربية
ROYAUME DU MAROC



المندوبية السامية للتخطيط
HAUT-COMMISSARIAT AU PLAN

N° 47 – Octobre 2025

Note de
CONJONCTURE

INSTITUT NATIONAL D'ANALYSE DE LA CONJONCTURE

HAUT COMMISSARIAT AU PLAN

INSTITUT NATIONAL D'ANALYSE DE LA CONJONCTURE

NOTE DE CONJONCTURE

N°47 – OCTOBRE 2025

Date d'achèvement de la rédaction le 03 octobre 2025

SOMMAIRE

3	Préambule
4	Synthèse conjoncturelle
8	موجز الظرفية
12	Focus Thématiques
13	▪ Focus 1 : Nowcasting de l'activité du secteur des transports
15	▪ Focus 2 : Pourquoi l'économie va lorsque la construction va ?
18	Tendances conjoncturelles
19	▪ Environnement international
23	▪ Evolutions sectorielles
31	▪ Demande intérieure
33	▪ Prix à la consommation
35	▪ Emploi et chômage
37	▪ Echanges extérieurs
40	▪ Finances publiques
42	▪ Financement de l'économie
46	▪ Bourse des valeurs
49	Tableau de bord et annexes
58	Signes et abréviations

PRÉAMBULE

L'étude de la conjoncture économique revêt une importance particulière pour les décideurs. C'est un baromètre d'indicateurs de phénomènes annonciateurs de tendances qu'il importe d'appréhender dans les meilleurs délais.

Le Haut-Commissariat au Plan est chargé, dans ce cadre, de la collecte et de l'analyse de l'information de conjoncture, ainsi que de l'établissement des prévisions à court terme des principaux indicateurs de l'activité économique.

Le diagnostic et la prévision conjoncturels sont établis sur la base des études d'informations économiques, monétaires et financières. Les impacts de l'économie mondiale sont saisis à travers le suivi de l'évolution des principales grandeurs dont celles relatives à la zone euro en particulier.

Les données traitées sont, pour la plupart, de périodicité trimestrielle. La publication correspond au trimestre d'estimation. L'évolution des observations est suivie pour le trimestre antérieur et la prévision est élaborée pour le trimestre qui suit. Les prévisions annuelles sont mises à jour avec l'apparition de nouvelles données.

Les tableaux annexes retracent une série de données infra-annuelles de nature à permettre une appréciation quantitative des évolutions récentes de la conjoncture économique et financière.

SYNTHÈSE CONJONCTURELLE

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, enregistré 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 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 ce contexte, 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, après +37,6% au trimestre précédent, 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%.

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 1 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.

موجز الظرفية

من المتوقع أن تستمر مرحلة التنامي للاقتصاد الوطني، التي انطلقت نهاية عام 2023، خلال النصف الثاني من عام 2025. وعلى الرغم من تسجيلها انخفاضاً في وتيرة تطورها مقارنة بالفقرة التي حققتها في الفصل الثاني من عام 2025، فإن دينامية الفروع الثانوية والثالثة ستظل مهمة، مما سيساهم في رفع النمو الاقتصادي الإجمالي إلى 4,3% و 4,7% على التوالي، على أساس سنوي، خلال الفصلين الثالث والرابع. ومن المنتظر ألا يسفر هذا الأداء عن إحداث ضغوط كبيرة على الأسعار، حيث يُرَجَّح أن يظل التضخم الكامن عند مستويات معتدلة أقل من 2% خلال الفترة ذاتها.

توسع على قاعدة عريضة خلال الفصل الثاني من عام 2025

دخلت دورة النمو الجديدة للاقتصاد الوطني فصلها السادس، مسجلة ارتفاعاً في النشاط غير الفلاحي بمتوسط سنوي قدره 4,8% في الفصل. وقد أتاح هذا الزخم، الذي مكن من سد الفجوة في النشاط الناجمة عن الأزمة الصحية لكوفيد-19 بالكامل، ارتفاع معدل النمو الاقتصادي. وتعززت الدينامية الاقتصادية لتصل إلى 5,5% في الفصل الثاني من عام 2025، بفضل انتعاش امتد ليشمل غالبية فروع النشاط. وقد شهدت الصناعات التحويلية والاستخراجية والبناء والإيواء تطوراً مهماً، مؤمنة ما يقرب 40% من النمو الاقتصادي الإجمالي.

وتحفز تسارع النشاط بشكل خاص بفضل انتعاش الصادرات الذي كان أقوى من التوقعات (8,5% عوض 2,2% في الفصل الأول)، وكذا بفضل تحسن توجه الطلب الداخلي (+9,2%). حيث ارتفعت ثقة الأسر، مما شجع على زيادة نفقاتها الاستهلاكية بنسبة 5,1%، مقابل 4,4% في الفصل السابق. كما تؤكد أيضاً تعافي الاستثمار، الذي استقر في مسار تصاعدي منذ منتصف عام 2023، حيث كان السياق المالي مؤاتياً بشكل عام للتجهيز خلال الفصل الثاني من 2025، في ظل تخفيف تكلفة الاقتراض واستمرار تراجع أسعار استيراد سلع التجهيز الصناعي.

وأفضت الدينامية المتواصلة للطلب الداخلي، خلال نفس الفترة، إلى تطور حجم واردات السلع والخدمات بنسبة 15,7%. غير أن تحسن شروط التبادل التجاري، الناجم عن التطورات المتباينة لأسعار الصادرات والواردات وارتفاع سعر الصرف، ساهم في كبح ثقل فاتورة المدفوعات الخارجية، مما مكن من تخفيف تأثيرها على توسع النشاط. وهكذا، سجل الاقتصاد الوطني نمواً بلغ 5,5% خلال هذه الفترة، محققاً بذلك أعلى وتيرة له منذ مرحلة التعافي ما بعد كوفيد في عام 2021. وقد رافق هذا الأداء تحسن أكثر اعتدالاً في سوق الشغل، مع تقدم التوظيف المؤدى عنه بنسبة 1,4%، على أساس التغير السنوي، خلال نفس الفترة، مقابل 3,4% في الفصل الأول. ويعزى ذلك بالأساس إلى توجه الشركات في قطاعي الخدمات والصناعة إلى تعديل قائم على رفع إنتاجية العمل بدل التوظيف الجديد، في سياق تميز بارتفاع التكاليف الأجرية، خاصة بالنسبة للمستخدمين بالحد الأدنى للأجور.

إضافة إلى ذلك، اقترن انتعاش النمو أيضاً بارتفاع الحاجة إلى التمويل. فرغم التطور الملحوظ للإيرادات الجبائية، سواء بالنسبة للضرائب غير المباشرة أو للضريبة على الشركات، الذي يعكس توسيع الوعاء الضريبي بفضل انتعاش النشاط، حققت النفقات وخاصة تلك المتعلقة بأجور الموظفين دينامية مهمة بلغت

10,8% ، مما ساهم في زيادة الحاجة للتمويل بالنسبة للإدارات العمومية. وهكذا، وباعتبار تفاقم احتياجات الشركات المرتبطة بمشاريع الاستثمار، ارتفعت الحاجة الإجمالية لتمويل الاقتصاد الوطني، لتبلغ % 3,2- من الناتج الداخلي الإجمالي الفصلي، مقابل % 2- في الفصل السابق.

توازن الأداء الاقتصادي خلال الفصل الثالث

يرجح أن يعرف الاقتصاد الوطني عملية إعادة توازن خلال الفصل الثالث من عام 2025، بعد الطفرة القوية التي سجلها في الفصل السابق. ويُرجح أن تشهد القيمة المضافة الأولية بعض التسارع، بينما ستشهد باقي فروع الإنتاج، في العموم، اعتدالاً في وتيرة نموها. حيث سينتقل تنامي الفروع الثانوية الى نسبة % 4,4 عوض % 7,4، على أساس سنوي، رغم دينامية قطاع البناء. كما يرتقب ان تسجل الأنشطة الثالثية تباطؤاً طفيفاً، بنمو قدره % 4,4، مقارنة بـ % 4,8 في الفصل السابق. وفي هذا العموم، يرجح أن يبلغ النمو الإجمالي للاقتصاد % 4,3، مقارنة بـ % 4,8 و % 5,5 المسجلين في الفصلين الأول والثاني على التوالي.

ويُعزى هذا التباطؤ في النمو بشكل أساسي إلى بيئة دولية أقل مواتاة. ففي منطقة اليورو، ينتظر ان يتعرض النشاط الاقتصادي للكبح بسبب تباطؤ الصادرات خارج أوروبا وفتور استهلاك الأسر، بسبب استمرار ارتفاع معدل الادخار وتساعد حالة عدم اليقين. في ظل ذلك، سيشهد حجم الصادرات الوطنية من السلع والخدمات تراجعاً في معدل نموه عقب ارتفاع بلغ % 8,5 في الفصل الثاني من العام. وفي الوقت ذاته، ينتظران تسجل الواردات نمواً أسرع من الصادرات، رغم تراجع ديناميتها مقارنة مع الفصل الثاني، مما سيساهم في تفاقم العجز التجاري واستمرار التأثير السلبي للتجارة الخارجية على النمو (% 3,7- نقطة).

وبخلاف ذلك، يرجح أن يستمر دعم الطلب الداخلي للنشاط الاقتصادي، مساهماً بـ 8 نقاط في النمو خلال الفصل الثالث. حيث سيواصل الاستثمار مساره التصاعدي، مدفوعاً بتعزيز مشاريع البنية التحتية وتطور قطاع البناء، كما سيستمر استهلاك الأسر في التنامي (% 4,1) بفضل استدامة الإجراءات الاجتماعية والضريبية، وتطبيق الشريحة الثانية من زيادة أجور الموظفين، واعتدال الضغوط التضخمية.

في هذا الإطار، تشير التقديرات الى ارتفاع أسعار الاستهلاك في الفصل الثالث من عام 2025 بوتيرة أكثر اعتدالاً مما كانت عليه في بداية العام، حيث سيستقر في حدود % 0,4، على اساس التغير السنوي، مقابل % 2 و % 0,5 في الفصلين الأول والثاني. ويُعزى هذا التطور إلى النمو الطفيف لأسعار المنتجات غير الغذائية (% 0,3+) واستقرار ارتفاع أسعار المواد الغذائية عند % 0,7+. ورغم هذا الاعتدال العام، من الراجح ان تكون بعض المواد، كالمنتجات الغذائية الطازجة ولا سيما الخضروات، قد سجلت زيادات سعرية مهمة ومستمرة منذ بداية العام. وفي المقابل، ستعرف أسعار المواد الغذائية غير الطازجة، ترجعاً على خلفية استقرار الأسعار الدولية للمواد الأولية مثل الحبوب والزيوت والقطاني. اما بالنسبة للمنتجات غير الغذائية، فيعود الانخفاض الطفيف في وتيرة تطور أسعارها بشكل أساسي الى استمرار تراجع أثمان الطاقة، الذي سيبلغ % 2,7-، مقابل % 2,4- في الفصل السابق، بسبب انخفاض بنسبة % 8,8 في أسعار المحروقات وتبديد تأثيرات تعديلات تعريفات الغاز التي جرت في ماي 2024. ومن الراجح ان تكون اسعار المنتجات المصنعة والخدمات قد عرفت خلال الفترة ذاتها انخفاضاً في معدل تزايدها بـ 0,1 نقطة مقارنة بالفصل السابق، مما سيبقي مساهمتها الإجمالية في تطور الأسعار شبه مستقرة. وسيشهد التضخم الكامن، الذي يستبعد الطاقة والمواد ذات الأسعار المقننة والمتقلبة، بدوره، انكماشاً، إلى % 0,8+، بعد % 1,1+ في الفصل السابق، نتيجة تراجع أسعار مكونه الغذائي بشكل أساسي.

اعتدال دينامية القروض والكتلة النقدية

يُرَجَّح أن تكون القروض المقدمة للاقتصاد قد سجلت بعض التباطؤ في الفصل الثالث من عام 2025، حيث ستحقق ارتفاعاً بنسبة 6,5% على أساس سنوي، مقابل 7,4% و 7,7% في الفصلين السابقين على التوالي. يُعود هذا التباطؤ بالأساس إلى تراجع قروض الخزينة الممنوحة للشركات، في حين ستحافظ القروض الموجهة للتجهيز على ديناميتها. وستشهد المطالبات الصافية على الإدارة المركزية تقدماً، مما يعكس زيادة متوقعة في المديونية النقدية للخزينة بنسبة 1,3%، في حين ستعرف الأصول الاحتياطية من العملة الصعبة، خلال الفترة ذاتها، ارتفاعاً بـ 12,6%. في ظل ذلك، يرتقب أن تسجل الحاجة إلى السيولة لدى البنوك تراجعاً مع بقاءها عند مستويات مهمة، بفضل استمرار تباطؤ التداول النقدي وتحسن ملحوظ في احتياطات الصرف، مما سيدفع بنك المغرب إلى تقليص حجم تدخلاته التمويلية تجاه الينك. وفي المجمل، ينتظران تشهد الكتلة النقدية تباطؤاً نسبياً، محققة زيادة قدرها 7,7%، بعد 8% في الفصل الذي سبقه.

في نفس السياق، يُنتظر أن تستقر أسعار الفائدة بين البنوك حول المستوى نفسه لسعر الفائدة الرئيسي، مع تسجيل انخفاض سنوي قد يصل إلى 50 نقطة أساس. حيث حافظ بنك المغرب على سعر فائدته الرئيسي دون تغيير عند 2,25% للفصل الثالث على التوالي، بعدما تم تخفيضه بـ 25 نقطة أساس خلال الفصل الأول من السنة الجارية. كما يُرَجَّح أن تواصل معدلات الفائدة على سندات الخزينة منحها التراجعي، مدفوعةً بتوقعات أكثر اعتدالاً بشأن المديونية وتراجع الضغوط التضخمية، مسجلة انخفاضاً بحوالي 72 و 76 نقطة أساس لأجل سنة وخمس سنوات وعشر سنوات على التوالي. ومن الراجح أيضاً أن تسير أسعار الفائدة الدائنة أيضاً في نفس الاتجاه التنازلي، مدعومةً بتحسن الظروف المالية للمؤسسات البنكية، مع انخفاض مرتقب بمتوسط يناهز 27 نقطة أساس. أما على مستوى سوق الصرف، فيُتوقع أن يُسجل الدرهم ارتفاعاً بنسبة 1,8% مقابل اليورو و 7,7% مقابل الدولار خلال الفصل الثالث من عام 2025.

بالموازاة مع ذلك، ينتظران يواصل سوق الأسهم تقدمه، خلال الفترة ذاتها، على الرغم من تصحيح مؤقت مرتبط بجني الأرباح ميز شهر شتنبر الماضي. فمنذ بداية العام، ظل الاتجاه التصاعدي سائداً بفضل تصورات إيجابية لدى المستثمرين، مدعومة بتيسير السياسة النقدية وتراجع الضغوط التضخمية. ويشمل هذا الارتفاع معظم الشركات المدرجة، وينعكس بالأساس في نمو مؤشر مازي (MASI) بنسبة 32,4% على أساس سنوي في الفصل الثالث، بينما سترتفع الرسمة السوقية بـ 35,3%. ويعزى هذا الأداء بالخصوص إلى تحسن أسعار الأسهم في قطاعات الهندسة و سلع التجهيز الصناعي، والنقل، والمناجم، والسياحة والفندقة، والصناعة الصيدلانية، والكهرباء، والصحة. كما ستواصل سيولة السوق توسعها، إذ يرتقب ان يرتفع حجم المعاملات بنسبة ستصل إلى 165,7%.

توقعات بتسارع طفيف للنمو خلال الفصل الرابع من عام 2025

من المُنتظر أن يُسجل الاقتصاد الوطني استعادة نسبية للنشاط خلال الفصل الرابع من عام 2025، ليُحقق نمواً قدره 4,7% على أساس سنوي. حيث تشير التوقعات إلى تطور أكثر إيجابية للطلب الأجنبي مقارنة بالفصل الثالث، تحت تأثير التخفيف التدريجي المُنتظر لأسعار الفائدة على الاستهلاك والاستثمار في كل من أوروبا والولايات المتحدة.

علاوة على ذلك، يتوقع ان تستمر العوامل التي دعمت الطلب الداخلي خلال الفصول الثلاثة الأولى في تأثيرها الإيجابي على الاقتصاد. حيث سيستفيد استهلاك الأسر من مواصلة تحسن قدرتها الشرائية، في ظل ظرفية ستتسم برفع الأجور العمومية والخاصة والمكاسب المرتبطة بضرية الدخل، مما سيدفع نموه إلى 4,4%، على أساس سنوي، خلال الفصل الرابع من عام 2025. بينما سيواصل الاستثمار تقدمه بنسبة 12,6%، مدفوعاً بتحسين نفقات التجهيز بالنسبة للشركات غير المالية وتنامي الاستثمارات العمومية.

على صعيد فروع الإنتاج، ينتظر ان تواصل الخدمات دعمها للنمو الاقتصادي خلال الفترة ذاتها، بزيادة قدرها 4,7% بفضل تنامي قطاعات التجارة، والخدمات غير قابلة للتجارة، وتلك الموجهة للأفراد. كما ستشهد الصناعة بعض التسارع، مستفيدة من تحسن الصادرات مقارنة بالفصل الثالث، بينما سيتعزز النمو بقطاع البناء بشكل ملموس، مما سيرفع مساهمته في النمو الإجمالي إلى 0,4 نقطة.

يرتكز السيناريو المعتمد للنصف الثاني من سنة 2025 على المعطيات المتوفرة إلى حدود 2 أكتوبر، ويظل معرضاً لمخاطر تميل إجمالاً نحو الانخفاض. حيث لا تأخذ التوقعات في الاعتبار تغير محتمل في استراتيجيات المقاولات المصدرة، التي قد تُفضّل اللجوء إلى تصريف مخزونها بوتيرة مكثفة عوضاً عن تعزيز وتيرة الإنتاج، في ظلّ تأخر ارتداد السياسة النقدية على الطلب الداخلي على مستوى الأسواق الشريكة، وتحديداً في أوروبا والولايات المتحدة.

في المقابل، تبرز عوامل إيجابية قد تُفضي إلى تحسّن ملموس في آفاق القطاع الثانوي. حيث من غير المستبعد ان تكون الصادرات الصناعية أكثر دينامية من المتوقع، بتحفيز من التأثيرات المنتظرة لدخول آلية تعديل الكربون على الحدود (MACF) حيز التنفيذ، اعتباراً من فبراير 2026. وقد يسهم هذا التطور في تسريع وتيرة نمو الصادرات الإجمالية من السلع خلال الفصل الأخير من عام 2025، دون أن يُحدث تأثير إزاحة مهم على الواردات. وتُعدّ القطاعات الكيماوية والكهربائية وصناعات التجهيز الأكثر ترجيحاً للاستفادة من هذه الدينامية.



FOCUS
THÉMATIQUES

Focus 1: Nowcasting de l'activité du secteur des transports¹

Le secteur des transports occupe une place centrale dans l'économie nationale, contribuant à hauteur de 4,2% au PIB. Sa sensibilité marquée aux variations de la demande, aux chocs énergétiques et aux aléas internationaux en fait un indicateur avancé de l'activité économique globale, notamment au cours des quatre dernières années. La période 2020-2024 a, en effet, été caractérisée par des fluctuations de grande ampleur, notamment les épisodes successifs de perturbations sanitaires, de chocs énergétiques et géopolitiques, ayant mis en lumière les limites des outils classiques de suivi du secteur. A noter que la publication des indicateurs précurseurs de l'activité du secteur, bien qu'indispensable, présente un décalage temporel structurel qui empêche la détection précoce des retournements de tendance.

Dans ce contexte, la démarche de nowcasting s'impose comme un instrument complémentaire essentiel. Elle permet d'estimer en temps quasi-réel l'évolution de la valeur ajoutée sectorielle à partir d'indicateurs à haute fréquence, offrant, ainsi, une lecture plus immédiate de la conjoncture. Ce focus présente cette nouvelle approche combinant à la fois des données traditionnelles et des indicateurs digitaux, notamment les tendances de recherche Google, afin d'améliorer la réactivité et la fiabilité des estimations de court terme.

Cadre méthodologique

Le modèle repose sur la famille des modèles RegARIMA, adaptés au suivi de séries à haute fréquence et à la prise en compte de dynamiques sectorielles spécifiques. L'approche adoptée consiste à modéliser la valeur ajoutée du secteur des transports (Y_t) comme une fonction d'un ensemble d'indicateurs disponibles en temps réel, selon la spécification formelle suivante :

$$(B) (1 - B)^d (Y_t - \sum_1^r \beta_j Z_{jt}) = \theta_q(B) \varepsilon_t$$

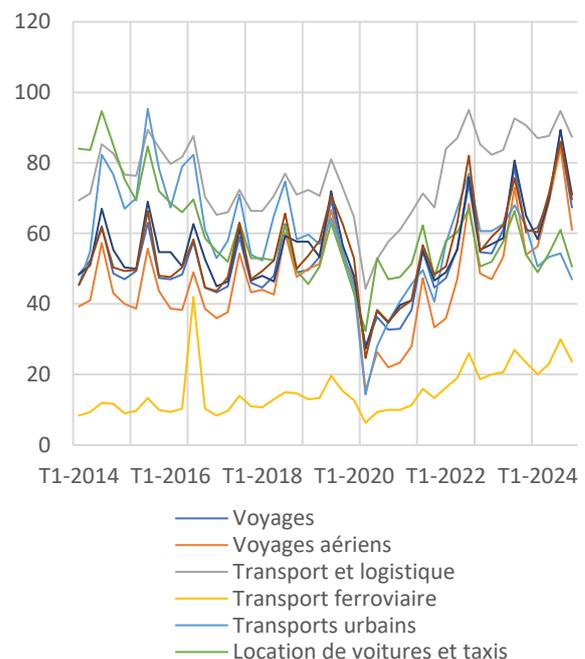
Où Y_t représente la valeur ajoutée des transports ; B : opérateur retard ; Z_t vecteur des

variables explicatives ; φ et θ polynômes autorégressifs et moyenne mobile, et ε_t le terme d'erreur idiosyncratique. L'estimation s'appuie sur l'algorithme de Banbura et Modugno (2014), particulièrement adapté aux modèles dynamiques de grande dimension.

Données et sélection des indicateurs

L'innovation méthodologique majeure de ce type de modélisation réside dans l'intégration structurée des données Google Trends, synthétisées en un indicateur composite construit par analyse en composantes principales (ACP). Huit thématiques représentatives des comportements de mobilité ont été retenues : voyage et tourisme, location de véhicules et taxis, bus et tramway, hébergement, transport aérien, logistique, transport ferroviaire et transports urbains.

Figure 1: Valeurs historiques des catégories Google Trends liées aux transports

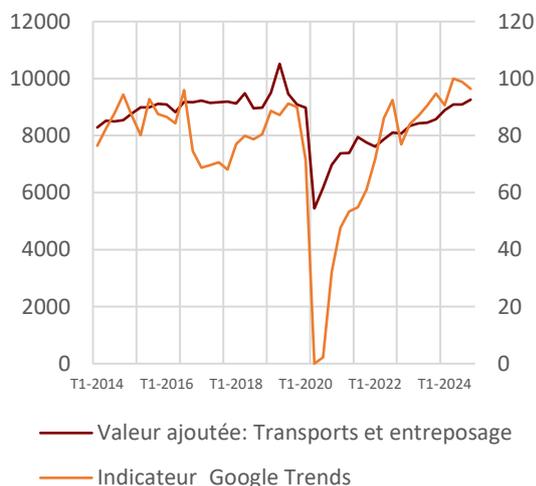


Ces séries, couvrant la période de janvier 2014 à mars 2025, ont été agrégées à une fréquence trimestrielle, désaisonnalisées (X-13-ARIMA-SEATS) et corrigées des ruptures structurelles observées. Ensuite, une analyse en composantes principales (ACP) a été mise en œuvre ; cette méthode permet d'expliquer 68%

¹ Houda Faris, Salim Cherkaoui, Institut National D'Analyse de la Conjoncture

de la variance totale à travers un facteur principal unique, interprété comme indicateur synthétique des intentions de transport ou mobilité des internautes nationaux.

Figure 2: Évolution de la valeur ajoutée du transport et indicateur Google Trends



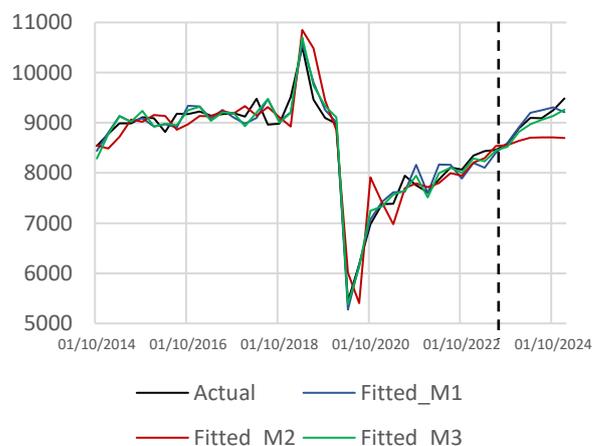
Afin d'évaluer la contribution des données issues de Google Trends à la prévision de l'activité du secteur des transports, plusieurs spécifications de modèles ont été testées et comparées.

- Modèle 1 : Intégrant les indicateurs traditionnels uniquement ;
- Modèle 2 : Incluant les données des tendances de recherches Google uniquement ;
- Modèle 3 : Combinaison des deux approches.

Résultats empiriques

L'évaluation en pseudo-temps réel sur la période, s'étalant du premier trimestre 2024 au premier trimestre 2025, montre que le modèle hybride atteint les meilleures performances, avec un RMSE de 27, soit une amélioration de 10,4% par rapport au modèle 1 dans lequel les données issues de Google Trends ne sont pas intégrées. En revanche, le modèle utilisant uniquement les données de recherche en ligne demeure moins performant que le modèle combiné et le modèle usuel.

Figure 3: Comparaison des prévisions de la valeur ajoutée du secteur du transport, en et hors échantillon.



Ces résultats confirment que les données issues d'Internet apportent une information complémentaire aux indicateurs économiques classiques, en particulier en tant qu'indicateur avancé, et peuvent améliorer la qualité des prévisions conjoncturelles pour le secteur du transport sans pour autant remplacer les variables classiques.

Références bibliographiques

- Askatas N. & Zimmermann K. F. (2009), « Google Econometrics and Unemployment Forecasting », *Applied Economics Quarterly* 55(2), 107-120.
- Banbura, M., & Modugno, M. (2014). Maximum likelihood estimation of factor models on datasets with arbitrary pattern of missing data. *Journal of Applied Econometrics*, 29(1), 133–160.
- Banbura, M., Giannone, D., & Reichlin, L. (2011). Nowcasting. In *The Oxford Handbook of Economic Forecasting*, pp. 193–224. Oxford University Press.
- Bañbura, M., & van Vlodrop, A. (2021). Nowcasting with online search data: Evidence from the euro area labour market. *ECB Working Paper Series*, No. 2583.
- Ferrara, L., & Simoni, A. (2019). When are Google data useful to nowcast GDP? An approach via pre-selection and shrinkage. *OECD Working Paper Series*.

Focus 2 : Pourquoi l'économie va lorsque la construction va ?²

L'économie marocaine connaît depuis fin 2023 une accélération de son rythme de croissance, portée, en partie, par la vigueur de l'activité de la construction (+5% en 2024), en particulier celle des travaux publics. L'adage traditionnel « Quand le bâtiment va, tout va » reflète la perception intuitive du rôle central du secteur dans l'activité économique. Cette intuition trouve-t-elle une validation empirique dans la structure productive nationale ? Pour répondre à cette question, ce focus mobilise la méthodologie input-output développée par Wassily Leontief, permettant de quantifier précisément les interdépendances entre le secteur de la construction et l'ensemble de l'économie.

Cadre méthodologique

Le modèle input-output de Leontief repose sur la représentation de l'économie comme un système interdépendant de n secteurs. La relation fondamentale s'écrit sous forme: $X = AX + Y$

où X est le vecteur ($n \times 1$) de la production totale, Y est le vecteur ($n \times 1$) de la demande finale, A est la matrice ($n \times n$) des coefficients techniques, où chaque élément a_{ij} représente la quantité d'input du secteur i nécessaire pour produire une unité d'output du secteur j .

La solution du système est donnée par :

$X = (I - A)^{-1}Y$ où $L = (I - A)^{-1}$ est la matrice inverse de Leontief.

Le coefficient de liaison en amont du secteur j mesure la sensibilité de l'ensemble de l'économie à une variation de la demande finale adressée au secteur j , alors que celui de liaison en aval mesure la dépendance du secteur i à la demande finale adressée aux autres secteurs. Pour comparer les secteurs entre eux, on utilise le rapport des indices normalisés.

Données et sélection des indicateurs

L'analyse utilise le tableau entrées-sorties de l'économie nationale selon la nomenclature de l'activité 2010, avec un niveau de détail de 27 branches.

Résultats : le réseau d'interdépendances de la construction

Le secteur de la construction fait partie des secteurs stratégiques qui dynamisent l'économie à travers d'importants réseaux d'interdépendance. En particulier, il exerce un effet d'entraînement notable sur plusieurs branches industrielles, notamment les industries non métalliques et métalliques, les industries extractives et chimiques, ainsi que sur les services aux entreprises, la production d'électricité et les services financiers, etc.

Tableau 1 : Les 10 principaux secteurs fournisseurs de la construction

Secteurs	Part dans l'output
Construction	42,9%
Fabrication d'articles en caoutchouc et autres produits minéraux non métalliques	13,5%
Fabrication de produits métallurgiques de base et d'ouvrages en métaux	13,1%
Industrie d'extraction	7,1%
Fabrication de produits chimiques	4,2%
Cokéfaction et fabrication de produits pétroliers raffinés	3,3%
Recherches et développement et services rendus aux entreprises	2,6%
Fabrication d'articles en bois et en papier; imprimerie et reproduction de supports	2,5%
Distribution d'électricité et de gaz- Distribution d'eau,	2,4%
Fabrication de matériel électrique	2,0%
Activités financières et d'assurances	1,6%

Le secteur affiche, à cet effet, un coefficient de liaison en amont de 2,36 au niveau global, et de 1,69 au niveau domestique, ce qui signifie que pour chaque million de dirhams de demande finale additionnelle adressée à la construction, la production totale de l'économie augmente de 2,36 millions de dirhams.

En aval, la construction fournit des inputs essentiels à des secteurs tels que l'immobilier,

² Amal Mansouri, Hajar Fanchy, Institut National d'Analyse de la Conjoncture

l'information et communication et l'industrie. Toutefois, son coefficient de liaison en aval reste inférieur à la moyenne (1,5 au lieu de 1,9), reflétant une dépendance modérée des autres secteurs à ses outputs.

Tableau 2 : Utilisation de la construction comme input dans les autres secteurs

Secteurs utilisateurs	Part dans l'output
Construction	67,1%
Activités immobilières	8,3%
Information et communication	4,3%
Administration publique et défense; sécurité sociale obligatoire	1,5%
Recherches et développement et services rendus aux entreprises	1,4%
Activités financières et d'assurances	1,4%
Fabrication de produits métallurgiques de base et d'ouvrages en métaux, sauf machines et matériel	1,1%
Fabrication de textiles, d'articles d'habillement, de cuir et d'articles de cuir	1,0%
Fabrication d'ordinateurs, d'articles électroniques et optiques	1,0%
Autres services	1,0%
Commerce de gros et de détail; réparation de véhicules automobiles et de motocycles	0,9%

Avec un pouvoir d'entraînement supérieur à la moyenne et une sensibilité modérée, la construction se classe parmi les secteurs clés de l'économie. Elle occupe une position centrale, aux côtés des activités telles que l'hébergement-restauration et l'administration publique. Sur le plan international, son pouvoir d'entraînement reste comparable à celui de la France (2,45) et des États-Unis (2,51), légèrement inférieur à celui de l'Allemagne (2,68) ou du Japon (2,89).

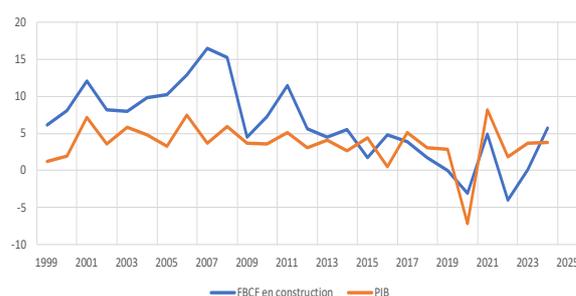
Si la mesure des interdépendances sectorielles par l'approche input-output établit de manière évidente la position stratégique de la construction dans l'appareil productif, cette photographie statique doit être complétée par l'analyse de ses dynamiques temporelles et de ses déterminants structurels. En effet, la puissance des effets d'entraînement mis en lumière par l'approche des interdépendances ne saurait être appréhendée indépendamment des comportements d'investissement des différents acteurs et des transformations profondes qui ont affecté le marché du logement. Il convient donc d'examiner comment les cycles économiques, les évolutions démographiques et les mutations des modes d'habitation influent sur la trajectoire du secteur et modulent son impact sur l'économie globale.

L'investissement dans la construction repose globalement sur trois acteurs principaux aux logiques distinctes. Les ménages qui demeurent des investisseurs structurels

résilients, guidés principalement par les déterminants démographiques. Les entreprises non financières qui reflètent davantage les fluctuations du cycle économique et leur FBCF construction s'aligne sur les phases d'expansion et de ralentissement du PIB. Les administrations publiques, pour leur part, constituent un stabilisateur contra-cyclique, pilotant leur effort d'investissement selon des logiques de régulation macroéconomique et de planification stratégique.

Dans l'ensemble, l'investissement dans les produits de construction est resté en phase avec la dynamique de la croissance économique. Les cycles d'expansion, de ralentissement et de récession ont évolué de manière relativement synchronisée, témoignant d'une forte corrélation entre l'activité du secteur et l'économie globale. Entre 2000 et 2007, l'investissement dans le secteur a enregistré une croissance moyenne annuelle de 10%, en adéquation avec un rythme économique soutenu de 4,2 %. Cette période a été marquée par un effort considérable en matière de réalisation de grands projets d'infrastructures (autoroutes, barrages, etc.), et par une flambée des prix immobiliers. La construction de logements résidentiels suivait, également, une phase d'embellie, avec un taux de ménages non propriétaires s'élevant à 34,9 %, traduisant une demande forte et croissante.

Figure 1: FBCF en construction et PIB global, évolutions annuelles en %



La crise financière de 2008 a, certes, impacté le secteur, mais les investissements sont restés solides jusqu'en 2011. À partir de 2012, le secteur est, toutefois, entré dans une phase de ralentissement. La baisse des prix de l'immobilier, conjuguée à une décélération des crédits à l'habitat, ont freiné sa performance. Le taux de croissance annuelle moyenne de la production de logements est, ainsi, passé de 4,1% (2007–2011) à seulement 1,9% entre

2012 et 2019. En parallèle, la croissance économique a connu un essoufflement passant de 4,4% à 3,2% par an. Cette période s'est, également, caractérisée par une transition démographique, avec un ralentissement de la croissance de la population. En 2014, la part des ménages propriétaires de leur logement s'élevait à 71,9%, traduisant une forme de maturité du marché, mais aussi une moindre pression sur la demande en construction neuve. Ce contexte a contribué au maintien de la phase de ralentissement du secteur. En 2024, une nouvelle dynamique semble se dessiner. Le secteur de la construction a connu un regain d'activité, tiré notamment par les travaux publics. Le bâtiment amorce une reprise, comme en témoigne la hausse de 24% des mises en chantier. Cette relance coïncide avec une croissance soutenue, qui s'élève à 3,8% cette même année, laissant entrevoir une phase de redynamisation de l'investissement.

Dans ce contexte de reprise, les transformations structurelles du parc immobilier méritent une attention particulière. Le tissu résidentiel connaît une profonde mutation, tant en termes de typologie que de conditions d'occupation. Les résultats du dernier recensement de la population et l'habitat ont révélé un recul de l'habitat traditionnel au profit des appartements, particulièrement dans les zones urbaines où leur part est passée de 17,5% en 2014 à 24,4% en 2024.

Par ailleurs, la superficie moyenne des logements a, également, diminué, passant de 3,7 à 2,7 pièces par logement. La part des logements occupés par leurs propriétaires s'est situé à nouveau en dessous de 70%, tandis que la location a progressé, atteignant 19,7% à l'échelle nationale, avec des pics encore plus marqués dans certaines régions. Cette tendance s'explique par une mobilité résidentielle accrue, la flambée des prix dans les pôles urbains, ainsi que le développement de l'offre locative privée.

Le ralentissement démographique et la réduction de la taille des ménages modifient profondément la demande en logement, orientée vers des formats plus compacts et

adaptés aux nouvelles configurations familiales. Ces transformations, conjuguées aux comportements d'investissement différenciés et aux mutations structurelles du parc, dessinent un secteur en mutation continue. Les interdépendances de la construction avec le reste de l'économie s'adaptent, ainsi, aux nouvelles réalités démographiques, financières et territoriales, confirmant le rôle central et évolutif du secteur dans la dynamique globale de l'appareil productif.

Tableau 3 : Evolution du type de logements

	RGPH 2024					RGPH 2014					Evolution en points							
	Villa	Appart.	Maison	H. rural	Autres types	Villa	Appart.	Maison	H. rural	Autres types	Villa	Appart.	Maison	H. rural	Autres types			
Niveau de résidence																		
Urbain	2,7	24,4	68,0	3,3	0,8	0,9	4,5	17,5	70,4	5,2	1,3	1,0	-1,8	6,9	-2,4	-1,9	-0,5	-0,1
Rural	0,5	1,2	40,5	2,6	53,3	1,8	0,8	0,3	30,7	3,1	64,1	1,0	-0,3	0,9	9,8	-0,5	-10,8	0,8
Régions																		
Tanger-Tétouan-Al Hoceïma	0,9	16,1	66,3	1,0	15,0	0,7	2,2	10,0	65,7	1,8	19,4	0,9	-1,3	6,1	0,6	-0,8	-4,4	-0,2
Oriental	1,4	6,0	75,5	0,9	14,7	1,5	3,1	3,5	71,9	3,0	16,4	2,0	-1,7	2,5	3,6	-2,1	-1,7	-0,5
Fès-Meknès	1,5	14,7	58,1	2,8	21,9	1,0	2,9	12,0	57,5	2,7	24,1	0,9	-1,4	2,7	0,6	0,1	-2,2	0,1
Rabat-Salé-Kénitra	2,7	23,1	57,3	3,4	12,8	0,8	4,5	15,6	56,0	7,6	15,5	0,9	-1,8	7,5	1,3	-4,2	-2,7	-0,1
Béni Mellal-Jharaïra	1,4	2,4	73,5	1,3	20,6	0,9	2,5	1,5	66,6	2,3	26,2	0,8	-1,1	0,9	6,9	-1,0	-5,6	0,1
Casablanca-Settat	3,1	32,7	42,0	7,5	13,5	1,2	4,6	23,4	44,8	9,7	16,4	1,1	-1,5	9,3	-2,8	-2,2	-2,9	0,1
Marrakech-Safi	2,1	9,4	53,1	1,6	32,4	1,4	3,0	5,6	47,1	1,9	41,8	0,8	-0,9	3,8	6,0	-0,3	-9,4	0,6
Drâa-Tafilalet	0,8	1,3	56,5	0,2	40,4	0,8	1,7	1,6	48,4	1,0	46,6	0,7	-0,9	-0,3	8,1	-0,8	-4,2	0,1
Souss-Massa	1,2	8,1	74,5	0,6	13,8	1,9	1,9	6,5	68,6	1,0	20,6	1,4	-0,7	1,6	5,9	-0,4	-8,8	0,5
Coastim-Qued Noun	0,3	1,1	80,5	0,3	16,6	1,1												
Ladyoune-Sakia El Hamra	0,6	10,6	83,6	3,0	0,6	1,7												
Dakhla-Oued Ed-Dahab	0,6	11,9	72,6	6,2	0,2	8,5												
Ensemble	1,9	16,6	58,8	3,0	18,4	1,2	3,2	11,6	56,8	4,5	22,8	1,0	-1,3	5,0	2,0	-1,5	-4,4	0,2

Références bibliographiques

Bourgeois, C. & Briand, C. (2019). *Le modèle Avionic : une maquette d'exploitation des comptes nationaux trimestriels selon les équilibres ressources-emplois*. INSEE, Document de travail G2019/02.

Guillou, S. (2020). *Input-output Tables and Foreign Inputs Dependency: Methodological Note*. OFCE, Working Paper n° 2020-19.

OCDE (2023). *Inter-Country Input-Output Tables (ICIO)*. Organisation de Coopération et de Développement Économiques.



TENDANCES CONJONCTURELLES

ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

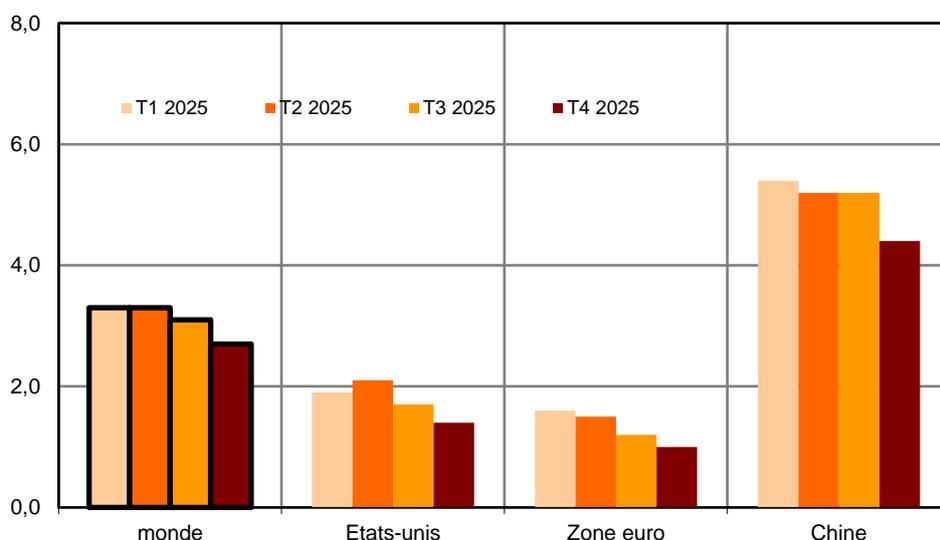
Modération de la croissance mondiale au deuxième trimestre 2025

Depuis le début de l'année 2025, l'économie mondiale a fait preuve de résilience face au durcissement progressif de la politique tarifaire des États-Unis, qui a porté les droits de douane à des niveaux inédits depuis la seconde guerre mondiale. Ce virage protectionniste s'est, d'abord, traduit par une accélération du commerce mondial ; les entreprises américaines ayant anticipé les hausses tarifaires en constituant des stocks. Les échanges ont, ensuite, légèrement reflué au deuxième trimestre, les producteurs asiatiques réorientant rapidement leur offre vers les marchés régionaux.

Face aux fluctuations du commerce mondial, l'activité a été soutenue dans les pays avancés par la résilience de la demande intérieure. Du côté des économies émergentes, les performances de croissance ont été supérieures aux anticipations, portées par des facteurs conjoncturels, dont le redressement de la production agricole au Brésil, la reconstitution importante des stocks en Turquie, ainsi qu'un rebond marqué de l'investissement en Indonésie. En Chine, la croissance est restée solide, grâce à l'accélération des dépenses publiques ayant permis de compenser les effets négatifs du rééquilibrage du marché immobilier et des tensions commerciales persistantes avec les États-Unis.

Croissance mondiale

(GA en %)



Source : GPM, élaboration HCP

Plus particulièrement, l'activité a progressé de 2% au deuxième trimestre 2025, aux États-Unis, après +1,9% au premier trimestre, traduisant une contribution positive des exportations nettes, compensant partiellement le ralentissement de la dynamique commerciale amorcée avec la mise en œuvre de la nouvelle politique tarifaire. La demande intérieure privée hors variations de stocks aurait fait preuve de résilience, malgré la poursuite de la décélération des ventes finales réelles aux acheteurs intérieurs privés. Parallèlement, des signes d'un retournement du marché du travail sont apparus, notamment le recul des indices ISM d'emploi dans l'industrie comme dans les services, et le maintien du taux de rotation de la main-d'œuvre à un niveau bas, suggérant un pouvoir de négociation accru des employeurs. Ce fléchissement s'est accompagné d'une décélération de la croissance de la population active, sans, toutefois, provoquer une hausse significative du taux de chômage, du fait d'une politique migratoire plus restrictive.

L'activité dans la zone euro a, pour sa part, progressé modérément au deuxième trimestre 2025 (+1,4% contre +1,6% au trimestre précédent), bridée par le ralentissement des économies ayant initialement

bénéficié de la vigueur des importations américaines en début d'année. En revanche, d'autres pays ont vu leur croissance s'accélérer grâce à une demande intérieure en hausse continue. Par branche d'activité, les services sont restés le principal moteur de la croissance, avec un rythme stable, tandis que l'industrie a connu un ralentissement, lié à la disparition des effets d'anticipation des entreprises américaines sur les exportations et à l'impact des hausses tarifaires. Pour sa part, la valeur ajoutée dans la construction a diminué compensant, en partie, la forte progression du trimestre précédent.

A l'inverse, l'économie chinoise est restée solide au deuxième trimestre 2025 dans un contexte de politique budgétaire expansionniste et de forte croissance des exportations, dans le sillage de la prolongation jusqu'en novembre de la suspension des droits de douane entre les États-Unis et la Chine. Toutefois, et au-delà des secteurs soutenus par la politique économique, la demande intérieure est restée faible, avec une persistance de l'atonie sur le marché de l'immobilier résidentiel et des dépenses de consommation modérées en dehors des biens subventionnés. En variation annuelle, l'activité économique a progressé de 5,2%, après +5,4% au cours du premier trimestre.

Décélération de la croissance au cours du troisième trimestre 2025

Les indicateurs d'activité récents fondés sur les enquêtes de conjoncture et ceux de haute fréquence laissent entrevoir un ralentissement continu de l'activité, au cours du troisième trimestre 2025. La production industrielle aurait, en effet, décéléré au cours des mois de juillet et août dans plusieurs pays, dont la Corée, l'Allemagne et le Brésil. Des signes d'une modération de la dynamique de la consommation dans certaines grandes économies se seraient, également, renforcés. La confiance des consommateurs serait restée en berne par rapport aux niveaux moyens, sur fond d'une montée des incertitudes.

Aux États-Unis, la croissance se serait établie à +1,7% en rythme annuel au troisième trimestre 2025, dans un contexte marqué par l'impact du relèvement des droits de douane, du fléchissement du revenu disponible réel et d'un climat de confiance moins propice. Ces facteurs auraient pesé sur la demande intérieure, tant en consommation qu'en investissement. Le marché du travail aurait, également, montré des signes d'affaiblissement, avec une baisse de l'emploi non agricole et des révisions défavorables des données des mois précédents.

Dans la zone euro, la progression de l'activité serait restée, également, modérée, à +1,2% en variation annuelle. La croissance aurait été portée par les investissements publics, notamment dans les infrastructures et la défense, ainsi que par l'assouplissement graduel des conditions monétaires. Le marché du travail, bien qu'en phase d'ajustement, serait resté globalement favorable à la demande, mais le maintien des taux élevés de l'épargne des ménages aurait continué de peser sur la consommation. En dépit de la réduction de l'incertitude liée à la conclusion d'un accord commercial avec les États-Unis, le secteur manufacturier aurait continué de faire face à des contraintes, liées notamment à l'appréciation de l'euro, à la hausse des droits de douane et à une concurrence internationale accrue.

Perspectives d'atténuation du ralentissement économique au quatrième trimestre 2025

La croissance mondiale devrait continuer de ralentir au quatrième trimestre 2025, mais à un rythme moins prononcé qu'au cours des deux trimestres précédents. Des facteurs défavorables continueraient de peser sur les échanges commerciaux et les investissements internationaux, dont la dissipation progressive des effets d'anticipation observés au premier semestre, la montée en charge des droits de douane appliqués par les États-Unis et la Chine, ainsi que le maintien d'un climat géopolitique incertain. Toutefois, l'entrée en vigueur de mesures de soutien budgétaire dans plusieurs économies, l'assouplissement progressif des politiques monétaires, ainsi que la stabilisation relative des anticipations des agents économiques, après plusieurs mois marqués par une forte incertitude, devraient compenser, en partie, les effets contraignants du ralentissement des échanges extérieurs et de l'investissement.

Dans les économies avancées, l'activité devrait ralentir, en particulier aux États-Unis, sur fond du durcissement commercial. Elle serait, toutefois, portée par la vigueur de l'investissement dans les

technologies de pointe, les mesures budgétaires de soutien et l'assouplissement progressif de la politique monétaire. La croissance américaine pourrait atteindre dans l'ensemble +1,4% en rythme annuel au quatrième trimestre 2025. Dans la zone euro, la croissance serait soutenue par la reprise modérée de la demande intérieure, notamment en Espagne. L'assouplissement des conditions de crédit et une politique budgétaire expansionniste en Allemagne contribueraient au soutien de l'activité, tandis que les efforts d'assainissement budgétaire attendus en France et en Italie en limiteraient les effets. Les exportations européennes seraient, quant à elles, bridées par l'appréciation de l'euro, qui renchérit les prix relatifs à l'export, notamment face au dollar, freinant, ainsi, la contribution du commerce extérieur à la croissance.

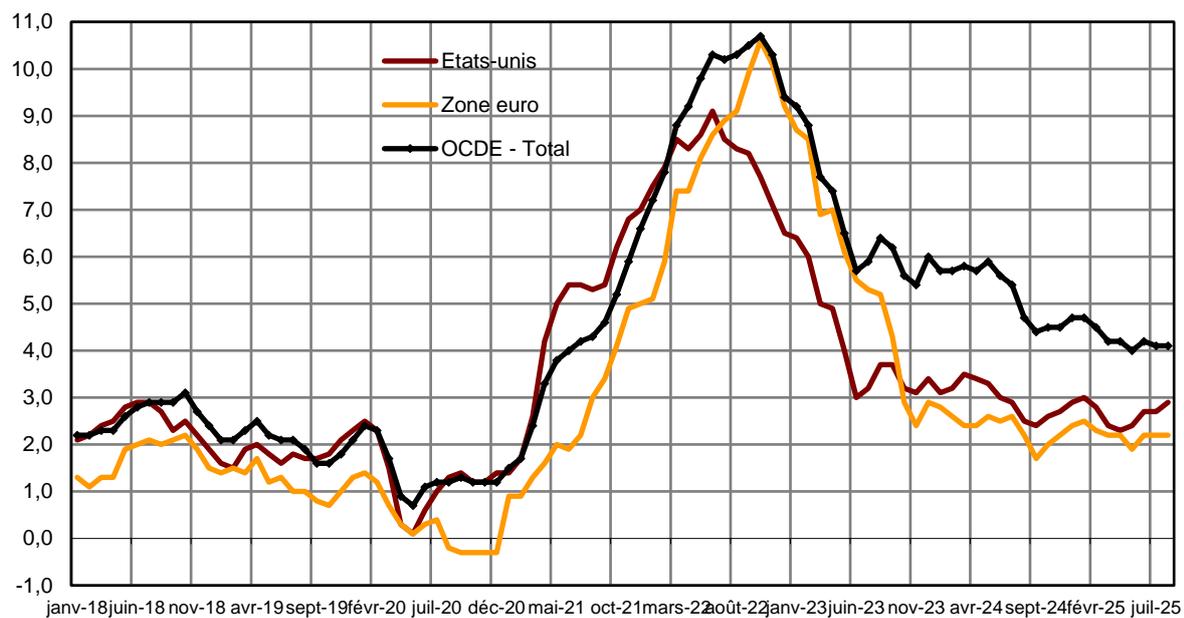
Dans les économies émergentes, le ralentissement serait, également, quasi-général mais différencié en ampleur. En Chine, la fin des effets d'anticipation sur les exportations, le relèvement des droits de douane sur les importations et un recentrage progressif de la politique budgétaire pèseraient sur la croissance, attendue à +4,4 %. Au Brésil, les facteurs temporaires ayant soutenu l'activité au trimestre précédent s'estomperaient, entraînant un repli graduel avant stabilisation. En Inde, les exportations seraient affectées par le durcissement tarifaire, mais la demande intérieure bénéficierait des effets conjugués d'un assouplissement monétaire et budgétaire, ainsi que de la mise en œuvre de réformes fiscales, notamment la taxe sur les biens et services.

Des tensions inflationnistes sont réapparues dans certaines économies

Au deuxième trimestre 2025, le processus de désinflation a marqué un point d'arrêt dans de nombreuses économies, sous l'effet de la hausse des prix de certains biens alimentaires transformés et de la persistance de tensions dans les services, en particulier dans la santé, les loisirs et la restauration, bien que des signes de modération soient apparus.

L'inflation aurait connu des divergences notables selon les zones au troisième trimestre 2025. C'est ainsi que la part des produits, ayant affiché une hausse annuelle des prix supérieure à 2%, se serait accrue au Canada et au Royaume-Uni, tandis qu'elle aurait diminué en Australie. Aux États-Unis, l'inflation se serait établie à 2,5% en rythme annuel, et à 2% dans la zone euro. Dans les économies émergentes, les évolutions auraient été contrastées, avec une accélération de l'inflation en Indonésie, un recul en Turquie et en Argentine et un passage à la déflation en Chine au mois d'août.

Les projections d'inflation pour le quatrième trimestre 2025 ont été révisées à la hausse dans de nombreuses économies avancées, en particulier sous l'effet combiné de l'intensification des mesures tarifaires et de l'orientation expansionniste des politiques budgétaires aux États-Unis. Cette dynamique reflèterait, également, un effet de transmission différée des hausses de droits de douane, qui concernent majoritairement des intrants situés en amont des chaînes de production. L'effet amortisseur lié à l'anticipation des importations par les entreprises à travers la constitution de stocks s'estomperait progressivement. Dans ce contexte, les anticipations d'inflation à court terme des ménages sont situées à des niveaux élevés aux États-Unis et au Royaume-Uni, se maintenant au-dessus de leurs niveaux historiques. Dans les autres économies, les révisions des anticipations, à court comme à long terme, auraient été plus limitées.



Source : OCDE, octobre 2025

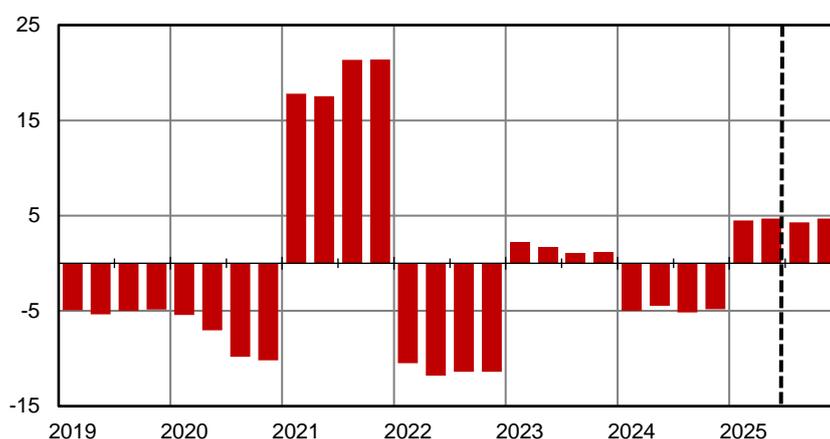
EVOLUTIONS SECTORIELLES

Evolution contrastée des productions agricoles

La valeur ajoutée agricole aurait augmenté de 4,3%, au troisième trimestre 2025, en comparaison avec la même période de l'année passée, après avoir crû de 4,7% au deuxième trimestre. Cette progression modérée se poursuivrait au quatrième trimestre, au rythme de 4,7%. Sur l'ensemble de l'année 2025, les activités agricoles auraient pâti des conditions pluviométriques très contrastées et des vagues de températures au-dessus des normales saisonnières. Le cumul pluviométrique, depuis le début de la campagne et jusqu'à fin mai, a été en baisse d'environ 48,5% par rapport à la normale. Ce déficit a été, principalement, enregistré au cours de la saison automnale, alors qu'entre janvier et mars, le cumul pluviométrique est devenu excédentaire de 27% par rapport à la même période d'une année normale. Dans ces conditions, la production végétale se serait réajustée à la hausse, alors que celle liée aux filières animales aurait été en baisse.

Valeur ajoutée agricole

(GA en %)



Source : HCP, estimation et prévision au-delà des pointillés.

Le redressement de la production végétale aurait, principalement, concerné les cultures des céréales, des légumineuses et certaines cultures précoces bénéficiant de cycles alternés de production. La récolte des trois principales céréales aurait, en effet, progressé de 41% en 2025, en variation annuelle, en ligne avec la hausse de son rendement de 43,7%. Cette hausse aurait soutenu une réduction de leurs importations de 22,6% au cours du troisième trimestre 2025, après un relèvement de 1,4% au premier semestre. A l'inverse, les quantités importées de maïs auraient connu un sensible mouvement de reprise en 2025, affichant des hausses respectives de 55,4%, 11,5% et 8% aux premier, deuxième et troisième trimestres, en variations annuelles. Ces évolutions contrastées auraient été opérées sur fond de repli des cours internationaux de céréales. Les prix internationaux du blé et du maïs se seraient, en effet, infléchis d'environ 14,6% et 3,1% respectivement, en variations annuelles, au troisième trimestre 2025.

La production de la betterave à sucre se serait, également, redressée, au terme de la campagne agricole 2024/25, du fait notamment d'un relèvement de presque du double des superficies cultivées. Pour sa part, la récolte des agrumes se serait accrue de 12%, en comparaison avec 2024, profitant du bondissement de la production des mandarines. Cet affermissement aurait profité à l'amélioration de leurs exportations de 15,6%. La production des maraichères de saison se serait, également, améliorée, favorisant des

hausse respectives de 22,7% et 38% des expéditions des tomates fraîches et des pastèques et melons au troisième trimestre 2025.

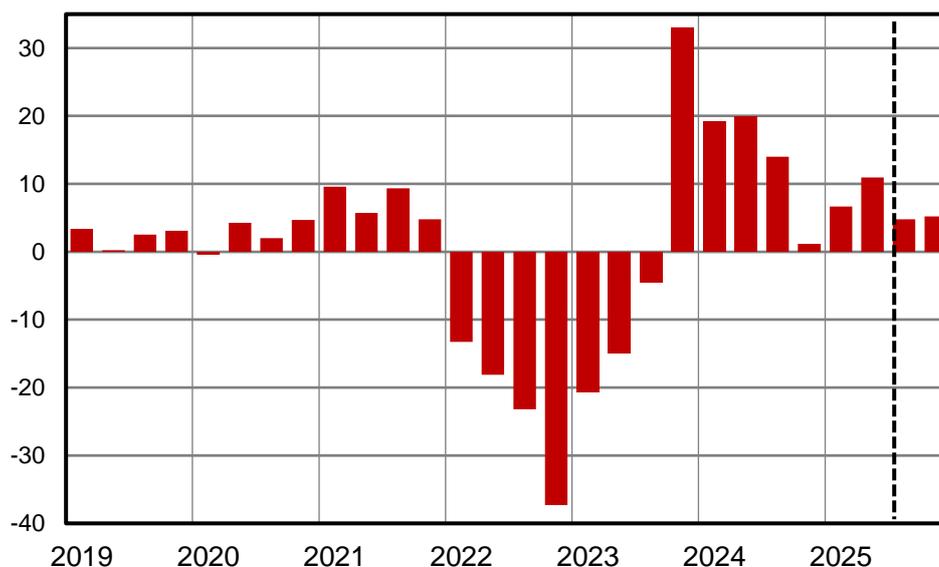
S'agissant de la production animale, sa baisse se serait poursuivie, en 2025, à un rythme légèrement accentué (-3,9%, en variation annuelle, au lieu de -3,7% en 2024). Si les perspectives d'évolution laissent augurer un redressement de la production de viande de volaille de 5,9%, celles de la production de viande rouge tablent, à l'inverse, sur un renforcement de la baisse, compte-tenu des effets du déficit pluviométrique ayant marqué l'année et du repli des abattages. Les produits annexes à l'élevage auraient conservé leur évolution au ralenti pour la seconde année consécutive. La production des œufs se serait améliorée de 4,4%, tandis que celle du lait aurait marqué une nouvelle régression, après s'être déjà repliée de 5%, en variation annuelle, en 2024.

Modération de la production minière après une relance au deuxième trimestre

La valeur ajoutée minière aurait progressé de 4,8%, au troisième trimestre 2025, en variation annuelle, après +10,9% et +6,7%, au cours des deux premiers trimestres de l'année. Cette évolution confirme la poursuite du raffermissement conjoncturel des activités minières, enclenchée en fin 2023, après une phase de contre-performances ayant marqué leur évolution pendant sept trimestres.

Valeur ajoutée minière

(GA en %)



Source : HCP, estimation et prévision au-delà des pointillés.

Pour rappel, la production minière s'est nettement repliée entre 2022 et 2023, en raison notamment du recul de l'extraction des minerais non métalliques et des faibles performances des métaux. Cette situation s'est traduite par une baisse de 15% des volumes exportés de phosphate brut au cours de la même période. À partir de la fin 2023, le secteur a amorcé une nouvelle phase d'expansion, avec un taux de croissance annuelle moyenne de 14,8% par trimestre. Ce rétablissement a, principalement, été le fait de la reprise des activités d'extraction du phosphate, tirée par la vigueur de la demande des industries locales de transformation, en réponse au renforcement des exportations des engrais phosphatés.

L'embellie de la filière phosphatée s'est poursuivie au premier semestre 2025, stimulée essentiellement par le raffermissement de la demande du DAP adressée par les pays de l'Afrique, de l'Amérique du nord, mais également de ceux de l'Amérique latine,

notamment au Brésil, où la politique publique de soutien à l'agriculture combinée à la dépréciation du real a stimulé les importations d'engrais.

Cette dynamique aurait, quelque peu, ralenti au troisième trimestre, en raison de stocks élevés et d'une baisse des cours internationaux des produits agricoles. C'est ainsi que les quantités exportées de phosphate brut auraient affiché une diminution de 2,3%, en variation annuelle, après une hausse de 25,5% au premier semestre. L'activité de la filière phosphatée serait, ainsi, restée principalement soutenue par la résilience de la demande des industries locales de transformation, dans un contexte marqué par la hausse des expéditions d'engrais (+1,7% entre juillet et août 2025). Cette tendance devrait se poursuivre au quatrième trimestre 2025, portée par un renforcement attendu de la demande asiatique, en particulier indienne.

S'agissant des autres minerais, leur extraction a enregistré une quasi-stagnation au deuxième trimestre 2025, en variation annuelle (+0,1%), après une hausse de 0,2% au trimestre précédent. Cette faible performance se serait maintenue au troisième trimestre, sur fond d'une baisse des prix à l'export, notamment ceux du zinc et du cuivre (-7,6% et -21,6%, en variations annuelles).

Dans l'ensemble, et tenant compte de la résilience de la filière phosphatée, la valeur ajoutée du secteur minier devrait continuer de croître au second semestre ; pour clôturer l'année sur une performance de 6,9%, marquant, ainsi, une deuxième année consécutive de progression.

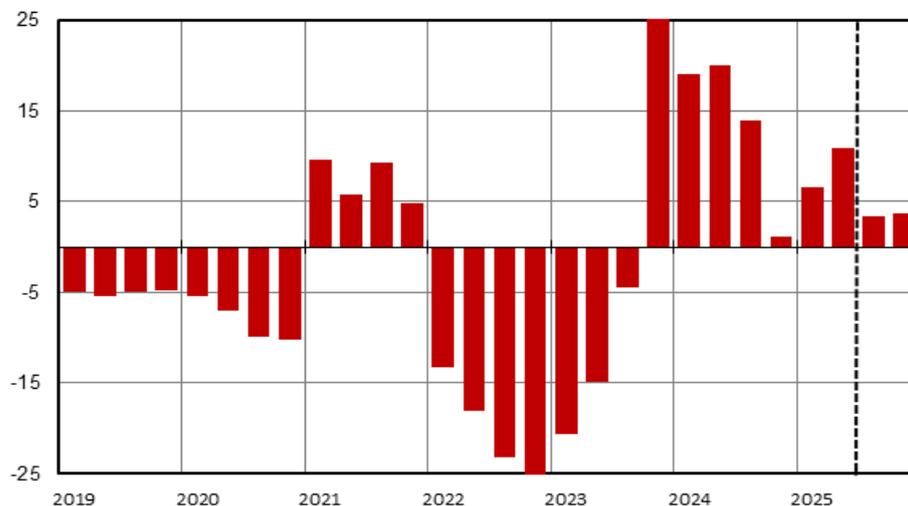
Hausse plus tempérée de l'activité industrielle après le rebond du deuxième trimestre 2025

L'activité industrielle a connu une sensible accélération au deuxième trimestre 2025, principalement sous l'impulsion d'une demande extérieure plus soutenue. Cette reprise s'est inscrite dans un contexte d'atténuation marquée des contraintes de l'offre, facilitant l'amélioration des conditions d'approvisionnement des opérateurs. Le renforcement de l'activité s'est traduit par une hausse des quantités importées de demi-produits, tandis que la faible augmentation des coûts de production, observée sur les deux dernières années, s'est globalement poursuivie, avec une augmentation des prix à la production de 0,1% sur le trimestre en rythme annuel. Parallèlement, la situation de trésorerie des entreprises a été mieux orientée, dans un contexte de hausse du volume des exportations de biens d'équipement et des biens intermédiaires, conjuguée à une appréciation de leurs prix extérieurs. En atteste l'amélioration de 3 points des perceptions des entreprises manufacturières sur la situation de leur trésorerie, collectées dans le cadre de l'enquête de conjoncture réalisée par le HCP.

Dans ces conditions, la valeur ajoutée industrielle a bondi de 6,9% en variation annuelle, contribuant de manière significative à la croissance économique globale (1 point). Cette dynamique a été portée par les industries chimiques, stimulées par la vigueur des commandes étrangères et par la hausse de leurs prix à l'export, notamment dans la transformation des phosphates. Il en est de même pour les filières de fabrication des produits pharmaceutiques, dont la valeur ajoutée s'est accrue de 7,5%. Le secteur du matériel de transport a vu, pour sa part, sa valeur ajoutée s'accélérer à +18%, contre 10,2% au trimestre précédent, grâce notamment à la forte demande à l'exportation, en particulier pour les véhicules utilitaires (+19,5%). Les industries agroalimentaires ont, également, connu un sensible mouvement de reprise (+7,1%), bénéficiant d'un retournement à la hausse de la production des filières de fabrication des huiles et de produits de boulangerie-pâtisserie et de pâtes alimentaires, ainsi que celle du tabac manufacturé.

Valeur ajoutée de l'industrie

(GA en %)



Source : HCP, estimation et prévision au-delà des pointillés.

Cette performance a été, toutefois, nuancée par la hausse concomitante d'une sous-utilisation des capacités, en comparaison avec la même période de l'année passée. La croissance industrielle s'est, également, accompagnée par une création nette plus modérée des emplois supplémentaires (2 mille, au deuxième trimestre, au lieu de 88 mille postes un trimestre plus tôt). La baisse des capacités avait, principalement, marqué des filières industrielles traditionnelles. En particulier, la valeur ajoutée du textile et du cuir a enregistré une baisse de 8%, en glissement annuel, essentiellement imputable aux difficultés d'exportation sur le marché européen. Les industries de la confection ont été particulièrement affectées par la nette régression des commandes et les effets de l'appréciation du dirham par rapport à l'euro. Pour rappel, les exportations d'articles de bonneterie et de vêtements confectionnés ont reculé de 13% et de 7,1% respectivement, tandis que celles de la chaussure ont crû de 5,9%, en variations annuelles. Les autres activités manufacturières, notamment la fabrication de machines ont, également, marqué un recul de 34% par rapport à la même période de 2024.

Au troisième trimestre 2025, la valeur ajoutée industrielle afficherait une croissance plus modérée. Les industries tournées vers l'export évolueraient dans un contexte marqué par le ralentissement des commandes étrangères, une poursuite de l'appréciation du dirham par rapport à l'euro et par l'impact potentiel de la mise en vigueur des nouvelles taxes américaines sur le tissu productif européen et américain. Ces facteurs auraient soutenu le scénario d'une consolidation de 3,4%, en rythme annuel, après +6,9% au deuxième trimestre.

Les perspectives pour le quatrième trimestre 2025 seraient mieux orientées. La valeur ajoutée du secteur devrait afficher une progression de 3,7% en variation annuelle. Ce léger regain serait attribuable au redressement des industries agroalimentaires, chimiques, métallurgiques et au maintien des activités du matériel de transport. Il serait appuyé par une amélioration de la demande étrangère, liée aux effets décalés de la politique monétaire accommodante, une inflation modérée des prix des intrants et à l'impact positif des stratégies de diversification des marchés entreprises par l'industrie chimique.

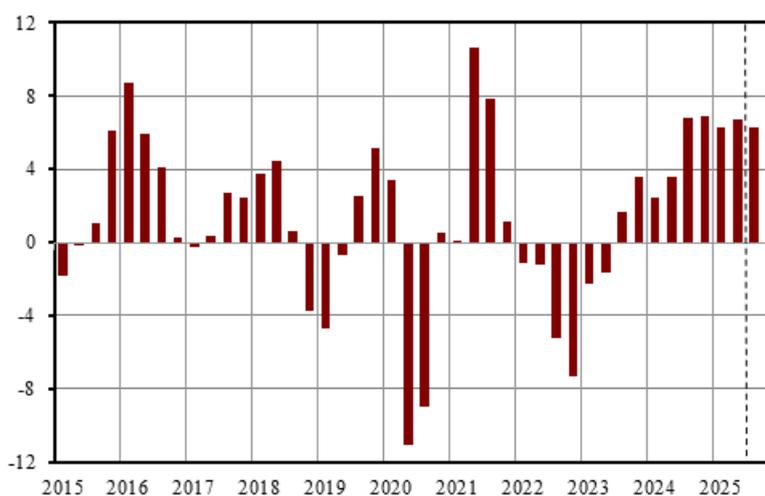
Dynamique maintenue de la construction

Le secteur de la construction aurait poursuivi son expansion au troisième trimestre 2025, enregistrant une progression annuelle de 6,3%, après +6,7% au trimestre précédent. Cette évolution aurait été, principalement, portée par les travaux publics, stimulés par les chantiers liés à la préparation de la CAN 2025 et de la coupe du monde 2030, ainsi que par la mise en œuvre de projets hydrauliques stratégiques, notamment le dessalement d'eau de mer et la construction de barrages.

Le bâtiment aurait, de son côté, amorcé une reprise, sur fond du prolongement du programme d'aide à l'acquisition de logements et du regain des crédits immobiliers, dans le sillage du repli des taux d'intérêts. La bonne orientation du secteur aurait été confirmée par la hausse annuelle des ventes de ciment de 12,1% au cours de la même période, ainsi que par l'augmentation des carnets de commandes, telle qu'anticipée par les chefs d'entreprise du secteur dans la dernière enquête de conjoncture menée par le HCP.

Valeur ajoutée de la construction

(GA en %)



Source : HCP, estimation et prévision au-delà des pointillés.

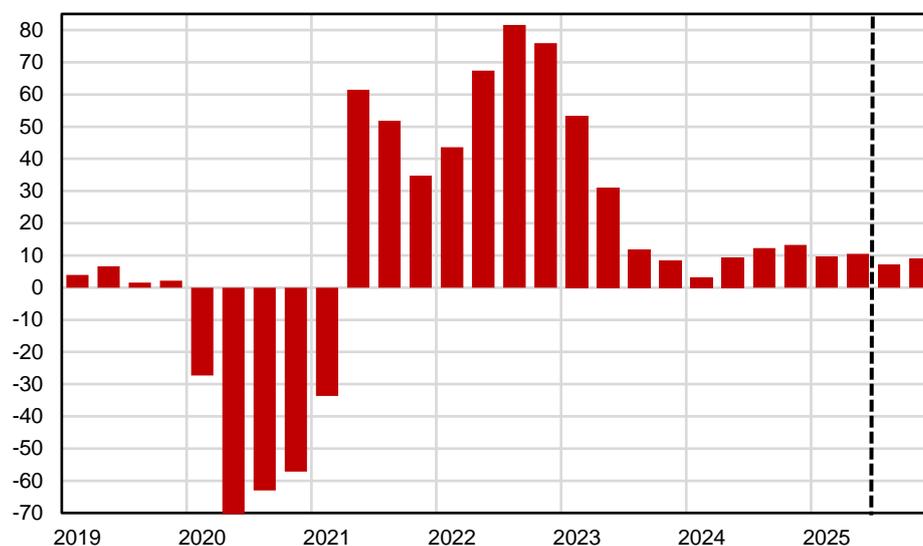
Poursuite du raffermissement des activités d'hébergement et de restauration

Au troisième trimestre 2025, le secteur touristique national aurait poursuivi sa trajectoire positive, soutenu par une stratégie axée sur le renforcement de la connectivité aérienne et la diversification de l'offre touristique. La valeur ajoutée générée par les activités d'hébergement et de restauration aurait, ainsi, enregistré une hausse de 7,2%, en glissement annuel, après des croissances respectives de 9,7% et 10,5% aux premier et deuxième trimestres. Parallèlement, les nuitées touristiques auraient progressé de 12,2%, portées en grande partie par la hausse de la fréquentation des touristes non-résidents.

Les recettes voyages auraient, quant à elles, connu une augmentation soutenue (+23,5% en variation annuelle pour les mois de juillet-août), traduisant une montée en puissance de la consommation touristique sur le territoire. Du côté des arrivées aux postes frontières, une progression de 15,7% aurait été enregistrée, alimentée principalement par la consolidation des arrivées en provenance du Royaume-Uni et de l'Italie.

Valeur ajoutée de l'hébergement et de la restauration

(GA en %)



Source : HCP, estimation et prévision au-delà des pointillés.

Il est à noter que le secteur du tourisme mondial a poursuivi une trajectoire favorable au deuxième trimestre 2025, avec une hausse de 4,9%, en glissement annuel, des arrivées de touristes internationaux. Bien que toutes les régions aient contribué positivement à cette croissance, les dynamiques ont varié selon les zones géographiques. La région Asie-Pacifique a enregistré une progression notable de 8,4%, tirée principalement par les performances de l'Asie du Nord-Est. En Afrique, la croissance a atteint 14,8%, soutenue par la consolidation du tourisme en Afrique du Nord, en particulier au Maroc, grâce à des politiques publiques ciblées et à la diversification de l'offre touristique. Du côté de l'Europe et des Amériques, les hausses ont été plus modérées, se chiffrant respectivement à +5,2% et +2,1%.

Pour le reste de l'année 2025, l'Organisation Mondiale du Tourisme (OMT) anticipe une légère amélioration du climat de confiance au sein du secteur. L'indice de confiance est passé de 114 points entre mai et août à 120 points pour la période de septembre à décembre. Les prévisions globales pour l'ensemble de l'année restent stables, avec une croissance attendue des arrivées internationales comprise entre 3% et 5%.

Valeur ajoutée de l'hébergement et de la restauration

(GA en %)

	2023				2024*				2025*	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Monde	85,2	37,3	22	19,3	20,5	10,4	6,6	8,7	5,2	4,9
Europe	51,6	18,9	9,6	7,5	11,3	6,0	3,0	5,1	1,9	5,2
Asie et Pacifique	489,2	230,2	141,5	81,7	60,0	35,4	23,9	21,0	13,0	8,4
Amérique	62,7	23,9	19,4	13,2	11,6	6,4	4,6	5,0	3,3	2,1
Afrique	108,2	45,4	20,1	9,2	12,7	8,5	11,3	10,5	9,8	14,8
Moyen-Orient	66	44,3	19	0,4	6,4	-4,5	1,6	0,8	-0,3	-8,7

Source : Source : Organisation Mondiale du Tourisme (OMT);

* : Données provisoires.

Croissance modérée des transports

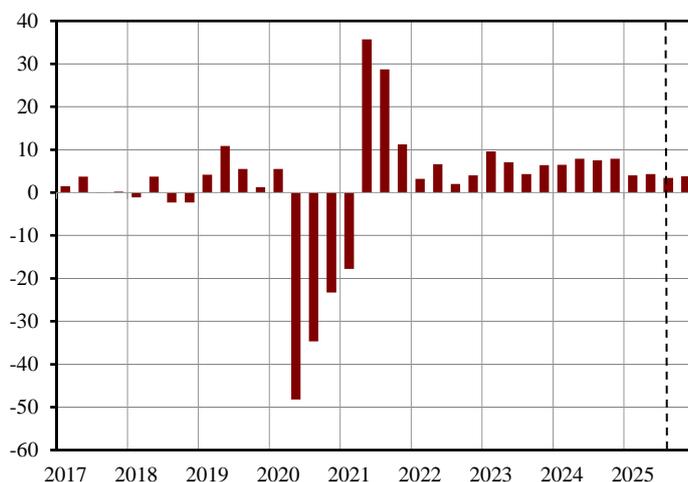
Au deuxième trimestre 2025, l'activité de la branche des transports a poursuivi sa progression, enregistrant +4,3% en variation annuelle. Cette dynamique a été stimulée, d'une part, par l'accroissement du trafic des passagers des compagnies aériennes nationales, en hausse de 11% par rapport à la même période de l'année précédente, et par l'augmentation des tonnages traités dans les ports, de 5%, en variation annuelle. D'autre part, le bilan du premier semestre 2025 pour le transport ferroviaire fait état d'une croissance de 20% du volume de fret, porté à 11 millions de tonnes, et d'une augmentation de 3% du nombre de voyageurs à fin juin 2025.

Au troisième trimestre 2025, la valeur ajoutée de la branche des transports aurait progressé à un rythme légèrement moins soutenu, enregistrant une hausse de 3,4% en variation annuelle. Cette évolution aurait été tirée par le dynamisme du transport aérien, dont le trafic des passagers en hausse de 9,4%, ainsi que par la croissance du transport ferroviaire de voyageurs, qui aurait progressé de 3,8%. S'agissant du transport maritime, son activité aurait connu une légère amélioration sous l'effet conjugué de la baisse des exportations de phosphates (-2,3%) et de la hausse du volume global des importations (+4%). Dans ces conditions, le taux de croissance du trafic global traité par les ports se serait maintenu à 0,8%, en variation annuelle.

Au quatrième trimestre 2025, les perspectives de croissance de la branche des transports laissent entrevoir une légère accélération du rythme, avec un taux de croissance de la valeur ajoutée qui pourrait s'établir à +3,8%, en variation annuelle. Ce regain reposerait, essentiellement, sur le renforcement attendu des segments aérien et ferroviaire, soutenus par l'organisation de la Coupe d'Afrique des Nations au Maroc, qui devrait stimuler la mobilité des passagers pendant cet événement sportif.

Valeur ajoutée des transports

(GA en %)



Source : HCP, estimation et prévision au-delà des pointillés.

Poursuite de l'amélioration des services de l'information et communication

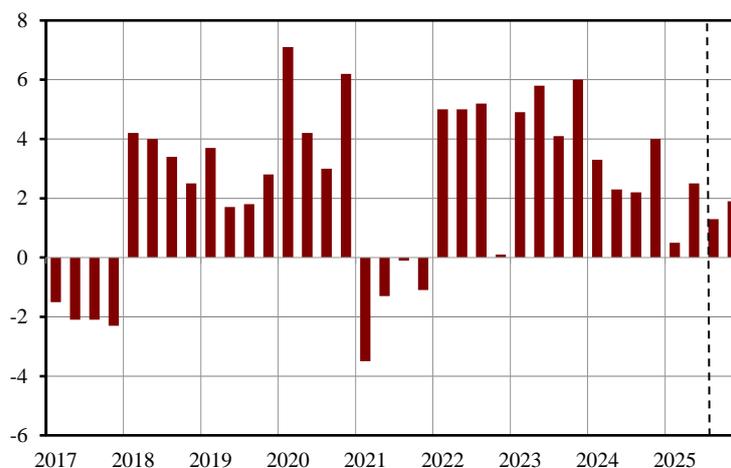
Au troisième trimestre 2025, la valeur ajoutée de la branche « Information et communication » aurait enregistré une progression de 1,3%, en variation annuelle. Cette évolution aurait été soutenue par la hausse du parc de la téléphonie fixe (+6,1%) et de

celui d'Internet (+5,2%), dans un contexte marqué par la diffusion continue de la fibre optique, dont le déploiement par les opérateurs poursuit son expansion sur le territoire national.

Il convient de rappeler qu'au deuxième trimestre 2025, la croissance de la branche « Information et communication » s'est établie à +2,5%, en variation annuelle, dans un contexte de progression du parc de la téléphonie fixe (+8,4%) et mobile (+3,2%), dont les taux de pénétration ont atteint respectivement 39,75% et 159,53% à fin juin 2025. Le parc Internet a, également, enregistré une hausse de 5%, portant son taux de pénétration à 111,83%.

Valeur ajoutée de la communication et de l'information

(GA en %)



Source : HCP, estimation et prévision au-delà des pointillés.

Les perspectives de croissance de la valeur ajoutée de cette branche pour le quatrième trimestre 2025 demeurent favorables, avec une hausse prévue de 1,9%, en variation annuelle. Cette dynamique incomberait au lancement de la technologie de cinquième génération (5G), prévu à partir du mois de novembre 2025, qui devrait stimuler la consommation de services à forte intensité en données. L'organisation de la Coupe d'Afrique des Nations au Maroc viendrait renforcer cette dynamique, en générant un accroissement temporaire mais significatif du trafic numérique, lié aux retransmissions en direct, aux plateformes de streaming et aux usages mobiles des supporters.

DEMANDE INTÉRIEURE

La demande intérieure, principal moteur de la croissance économique.

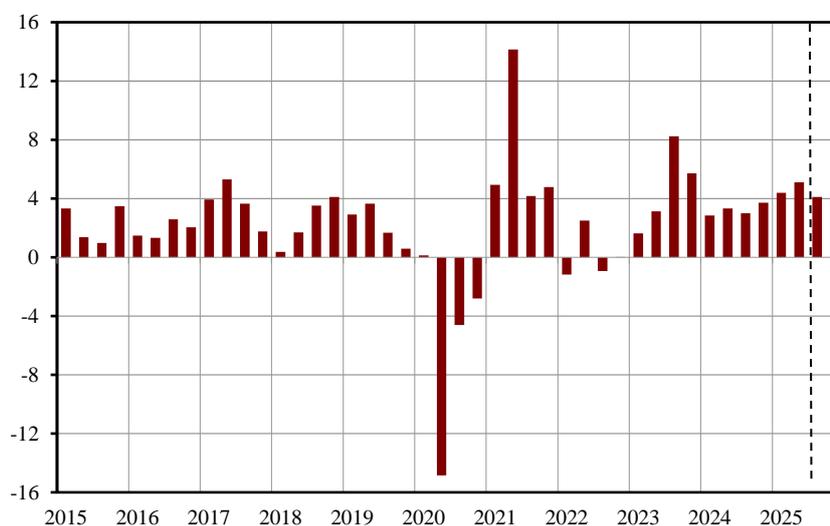
La demande intérieure aurait continué de soutenir l'activité, enregistrant une progression de 7,4% au troisième trimestre 2025, soit une contribution de 8 points à la croissance économique globale.

Dans un contexte d'inflation modérée, la consommation des ménages serait restée bien orientée, portée par l'amélioration des revenus extérieurs, ainsi que par la hausse des revenus salariaux liés aux ajustements à la baisse de l'impôt sur le revenu, à la revalorisation des salaires de la fonction publique et au relèvement des SMIG et SMAG³. La baisse des taux d'intérêts aurait, également, stimulé les crédits à la consommation pour appuyer l'accroissement des dépenses de consommation des ménages de 4,1% au troisième trimestre 2025. La consommation des administrations publiques se serait, quant à elle, accrue de 6,3% au cours de la même période, en ligne avec l'accroissement des dépenses de fonctionnement administratif.

Il est à noter qu'au deuxième trimestre 2025, les dépenses de consommation finale des ménages avaient augmenté de 5,1%, contribuant pour 3 points à la croissance économique, au lieu de 2 points au cours de la même période une année auparavant. La consommation finale des administrations publiques avait, pour sa part, progressé de 6,5%, contribuant pour 1,2 point à la croissance du PIB, au lieu de 0,9 point à la même période en 2024.

Consommation finale des ménages

(GA en %)



Source : HCP, estimation et prévision au-delà des pointillés.

L'investissement aurait poursuivi son expansion au troisième trimestre 2025, bien qu'à un rythme moins soutenu, affichant une progression de 14,2% en variation annuelle. L'investissement public dans les infrastructures, lié à la préparation de la CAN 2025 et de

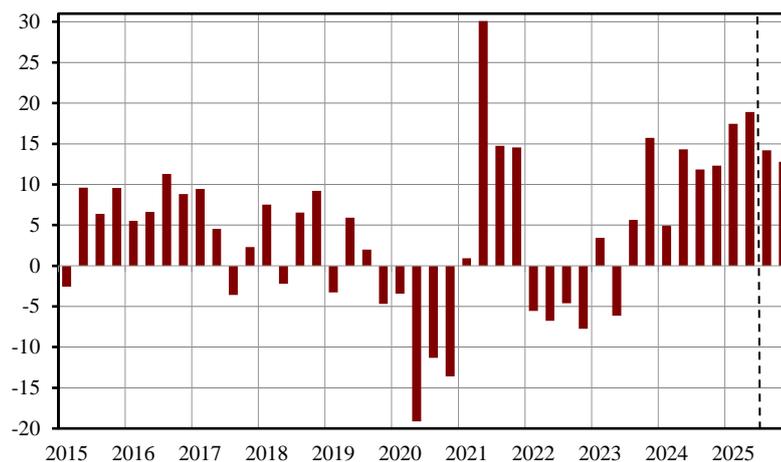
³ Les SMIG et SMAG ; ont connu à partir de janvier 2025 une hausse de 5% portant leur niveau mensuel à 3266 dh et 2418 dh respectivement.

la Coupe du monde 2030, se serait maintenu, tandis que celui des entreprises et des ménages auraient été stimulé par la baisse des coûts de financement. Cette dynamique favorable aurait appuyé une hausse des importations des biens d'équipements et une amélioration des crédits à l'équipement.

Pour rappel, la formation brute de capital avait progressé de 18,9% au deuxième trimestre 2025, contribuant pour 5,6 points à la croissance économique, contre 3,9 points à la même période de l'année précédente.

Formation brute de capital (FBC, en volume)

(GA en %)



Source : HCP, estimation et prévision au-delà des pointillés.

Au quatrième trimestre 2025, la demande intérieure devrait continuer de soutenir l'activité, dans un contexte marqué par le maintien de l'investissement public, ainsi que par la poursuite de l'affermissement de l'investissement privé et de la consommation, sur fond de l'amélioration continue des conditions de financement et des gains accentués du pouvoir d'achat des ménages.

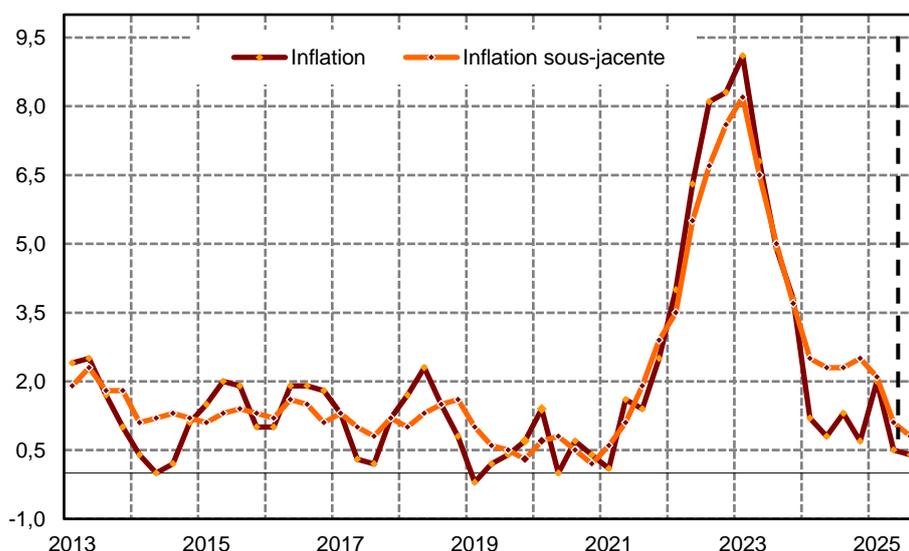
PRIX A LA CONSOMMATION

Faibles tensions sur les prix à la consommation

Les prix à la consommation auraient continué à augmenter au troisième trimestre 2025, mais à un rythme bien plus modéré qu'en début d'année, s'établissant à 0,4% en variation annuelle, après 2% au premier trimestre et 0,5% au deuxième. Cette tendance aurait été le résultat d'une augmentation limitée de 0,3% des prix des produits non-alimentaires, associée à une stabilisation à 0,7% de celle des prix des produits alimentaires. Parallèlement, l'inflation sous-jacente qui exclut les tarifs publics et les produits frais aurait, également, décéléré, pour se situer à 0,8%, après 1,1% au trimestre précédent, traduisant la décélération des prix des produits alimentaires hors frais et la détente des coûts de production.

Prix à la consommation

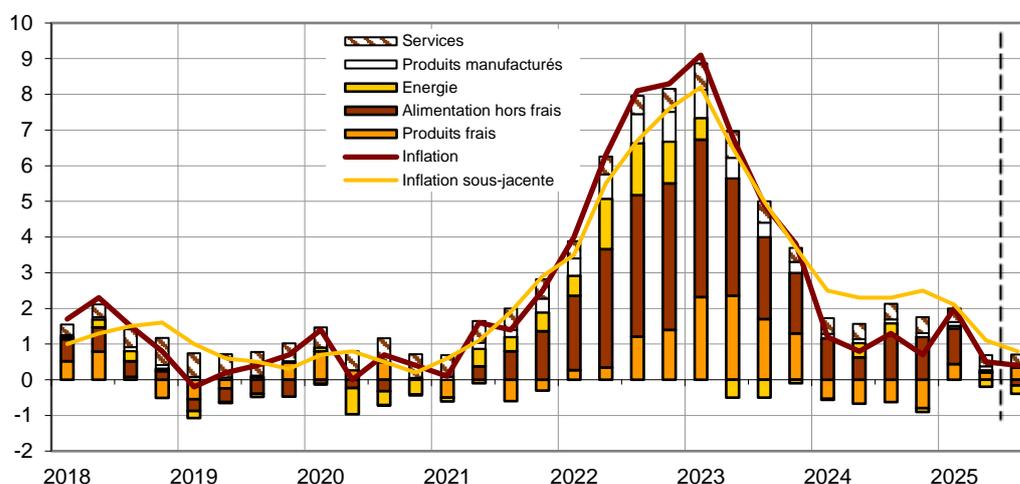
(GA en %)



Source : HCP, estimation au-delà des pointillés

La modération des prix des produits non-alimentaires au troisième trimestre s'expliquerait principalement par une contribution négative de l'inflation énergétique, due notamment à la baisse de 8,8% des prix des carburants et à l'annulation de l'effet de base lié à la hausse des tarifs du gaz enregistrée en mai 2024. Hors énergie, l'inflation des produits non-alimentaires aurait continué à progresser de manière modérée, à un rythme légèrement inférieur à celui du trimestre précédent. La hausse des prix des services serait passée de 1% à 0,9%, en dépit de la progression des prix de transport, reflétant la légère baisse des prix des communications et la décélération des prix des services liés à l'entretien et à la réparation du logement. Par ailleurs, la faible progression de 0,5% des prix des produits manufacturés traduirait, en partie, le ralentissement des prix d'achat de véhicules.

Prix à la consommation (GA en %, Contributions en points de %)



Source : HCP, estimation au-delà des pointillés

Les prix des produits alimentaires se seraient, pour leur part, connus une stabilisation de leur cadence d'évolution (+0,7%), reflétant des tendances en sens opposé au niveau de ses composantes. Certains postes alimentaires auraient continué d'exercer une pression à la hausse sur l'inflation, tandis que d'autres auraient apporté un léger répit. Les pressions inflationnistes se seraient concentrées surtout sur les produits frais, dont les prix auraient augmenté de 3,9%, contre 2,4% au deuxième trimestre, notamment du fait de la progression dynamique des prix des légumes (contribution de 0,4 point) et à la reprise des prix des agrumes, après une baisse au trimestre précédent. Cette tendance aurait, également, été accentuée par la hausse des prix des œufs et du café. À l'inverse, les prix des céréales, des huiles et des légumineuses sèches auraient reculé, en ligne avec la détente de leurs cours mondiaux.

Pour le reste de l'année 2025, l'inflation poursuivrait sa progression modérée et devrait se situer autour de 1% pour l'ensemble de l'année 2025. Les prix de l'énergie resteraient globalement stables, sur fond de la récente décision de l'OPEP+ d'augmenter sa production. Néanmoins, des tensions pourraient subsister, notamment sur certains produits alimentaires sensibles aux aléas climatiques. L'inflation sous-jacente connaîtrait, pour sa part, une baisse significative, diminuant de plus de moitié par rapport à 2024, pour s'établir à 1%, contre 2,4%.

Prix à la consommation

Groupes de produits	Glissements annuels						Moyennes annuelles	
	III-24	IV-24	I-25	II-25	III-25	IV-25	2024	2025
Produits alimentaires	1,0	0,7	3,4	0,7	0,7	1,6	0,8	1,5
Produits non-alimentaires	1,4	0,7	1,1	0,4	0,3	0,3	1,2	0,5
Ensemble	1,3	0,7	2,0	0,5	0,4	0,8	0,9	1,0
Inflation sous-jacente	2,3	2,5	2,1	1,1	0,8	0,2	2,4	1,0

Source : HCP

EMPLOI ET CHOMAGE

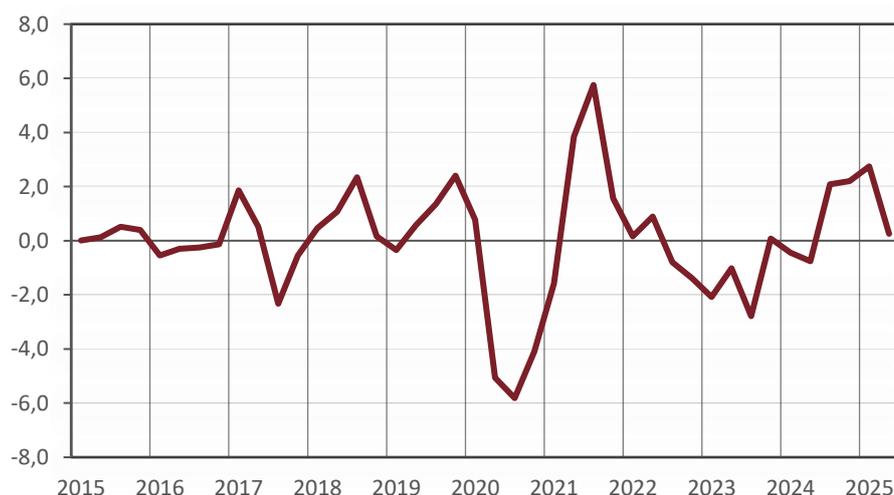
Hausse de l'emploi hors agriculture ...

Malgré une relance de la croissance économique au deuxième trimestre 2025, l'ajustement du marché du travail s'est révélé partiel et modéré. Le nombre d'actifs occupés a, en effet, affiché une quasi-stagnation par rapport à la même période de 2024, s'établissant aux environs de 10,9 millions de personnes. Cette évolution traduit l'effet conjugué du renforcement du près de 3% des effectifs salariés et de la baisse de 5,4% des auto-employés.

Dans l'ensemble, l'effectif de personnes occupant un travail rémunéré a crû de 1,4% au deuxième trimestre 2025, en glissement annuel, au lieu de 3,4% au trimestre précédent. La majorité des nouveaux postes a été générée en milieu urbain, tandis que les zones rurales ont connu une perte d'emplois. L'emploi non rémunéré a poursuivi, pour sa part, sa tendance baissière, accusant un recul de 126 mille postes, dont plus de 90% s'est concentrée en milieu rural.

Actifs Occupés

(CVS, GA en %)



Source : HCP

Au niveau sectoriel, l'activité de construction a continué de dynamiser le marché du travail, affichant une hausse de 6,3% de ses effectifs employés au deuxième trimestre 2025, sur fond du renforcement de la réalisation des grands chantiers d'infrastructures. Les industries et les services ont connu, pour leurs parts, une légère amélioration de leurs effectifs employés bien qu'en dessous de leurs performances enregistrées au cours du premier trimestre. En variation annuelle, l'emploi du secteur de l'industrie s'est accru de 0,1% et celui des services de 1%. A l'inverse, l'emploi agricole s'est maintenu sur une tendance baissière, affichant une diminution de 3,6% en glissement annuel, au deuxième trimestre 2025, après une baisse de 2,3% un trimestre plus tôt.

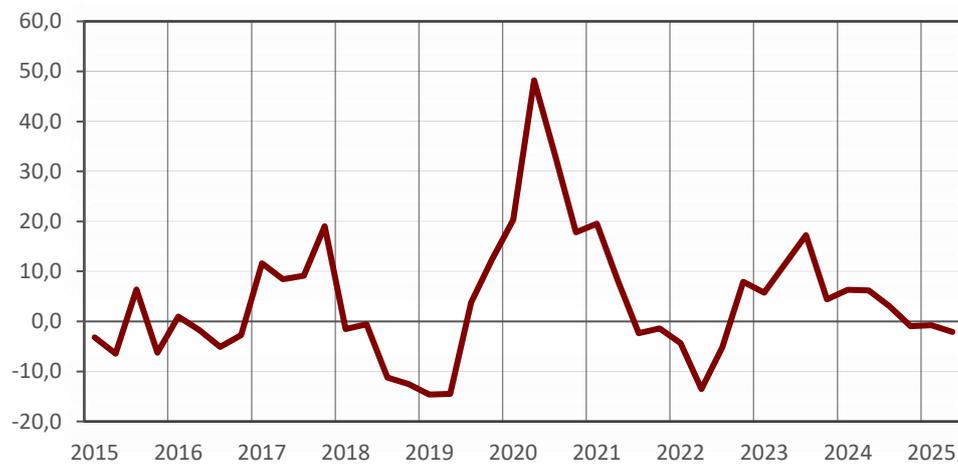
... et baisse du chômage

Le nombre des chômeurs, au niveau national, a diminué de 2,3%, au deuxième trimestre 2025, en glissement annuel, pour se situer aux environs de 1,595 millions. Ce reflux s'est accompagné d'une réduction de 0,3% de la population active, après six trimestres de

hausse continues. Dans ces conditions, le taux de chômage se situant à 12,8% au deuxième trimestre 2025, a poursuivi sa tendance baissière au rythme de -0,3 point, au lieu de -0,4 point un trimestre plus tôt.

Effectifs des chômeurs

(CVS, GA en %)



Source : HCP

ECHANGES EXTÉRIEURS

Le contexte international aurait été marqué, au troisième trimestre 2025, par une croissance plus modérée du commerce mondial comparativement au premier semestre. Au niveau national, la contribution des échanges extérieurs à la croissance économique nationale aurait continué de peser sur l'activité malgré la hausse des exportations, y soustrayant 3,7 points, en raison du dynamisme du volume des importations.

Résilience du commerce mondial

Le commerce mondial a fait preuve de résilience face aux chocs persistants sur la première moitié de 2025, y compris les récentes hausses de droits de douane. Il a été relativement dynamique au premier trimestre 2025 à la faveur des effets d'anticipation sur les échanges et l'accumulation de stocks. Le commerce international de marchandises a, ainsi, progressé de 5,3% en variation annuelle, porté en partie par la hausse des importations des États-Unis, l'intensification inattendue du commerce intra-asiatique et le redéploiement des flux commerciaux via certains pays tiers, reflétant la capacité de la Chine à diversifier rapidement ses débouchés.

Cette dynamique s'est poursuivie au deuxième trimestre dans les économies avancées d'Asie, ainsi que dans celles émergentes d'Asie et d'Europe de l'Est. En revanche, les volumes d'importations ont nettement reculé aux États-Unis et les exportations ont diminué au Canada et en Amérique latine. Au troisième trimestre 2025, le commerce mondial se serait quelque peu tempéré, comme le laissent entrevoir les indicateurs mondiaux à haute fréquence ; le trafic portuaire de conteneurs, le fret aérien et le transport de passagers ayant légèrement fléchi durant l'été.

En ligne avec la tendance observée du commerce mondial, la demande étrangère adressée au Maroc a continué à s'améliorer au deuxième trimestre 2025, après une hausse de 5,6% un trimestre plus tôt, favorisant une hausse du volume des exportations des biens et services de 8,5%, en variation annuelle. Cette évolution est attribuable à la croissance des ventes des industries extractives et manufacturières, notamment de la chimie, de l'agro-alimentaire, de la métallurgie et du matériel de transport. Parallèlement, les importations de biens et services ont enregistré une progression plus soutenue, avec une hausse de 15,7% sur la même période, sous l'effet d'une demande accrue en biens d'équipement industriel et en produits finis de consommation.

Les exportations portées par les services, les biens d'équipement et les produits agricoles

Au troisième trimestre 2025, le volume des exportations nationales des biens et services aurait continué à s'améliorer, au rythme de +7,8%, porté par la bonne tenue des services liés au tourisme, des expéditions des biens d'équipement et des produits de l'agriculture.

En valeur, les **exportations de biens** auraient connu une hausse de 5,8%, en variation annuelle. Cette progression aurait été, principalement, portée par l'augmentation des expéditions des biens d'équipement industriel, notamment les fils, les câbles et autres conducteurs électriques, les bandages et pneumatiques, qui auraient contribué à hauteur de +2,5 points à la croissance globale des exportations, sur la période de juillet-août 2025. Soutenues par une demande extérieure toujours dynamique, les ventes à l'international des produits agricoles et de la pêche, en particulier les pastèques et les melons, les tomates fraîches, les agrumes et les poissons frais auraient, également, affiché une performance notable, apportant une contribution de +1,2 point. Elles auraient été suivies

par celles des engrais naturels et chimiques et du secteur métallurgique, avec des contributions plus modestes (+0,9 point et +0,5 point respectivement).

En revanche, les exportations de l'industrie du textile et du cuir, notamment celles de la confection et de la bonneterie, auraient pesé négativement sur la performance globale (-0,6 point), après plusieurs trimestres d'évolutions contrastées, en raison d'une demande étrangère peu allante.

Les importations en hausse, alimentées par les biens de consommation, les demi-produits et les biens d'équipement

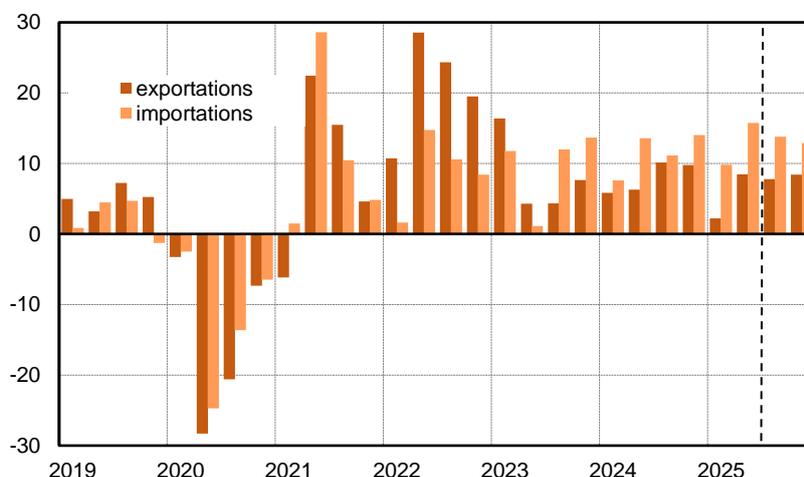
Les importations de biens et services, en volume, auraient maintenu leur tendance haussière au troisième trimestre 2025, enregistrant une progression de 13,8% en glissement annuel, après +15,7% au deuxième trimestre. Les données en valeur, disponibles pour les mois de juillet-août 2025, révèlent un accroissement de 7,1%, en variation annuelle, des principaux groupes de produits importés. Les acquisitions des biens de consommation, avec une contribution de +3,2 points, auraient été notamment soutenues par l'augmentation des importations des voitures de tourisme et des médicaments. Les achats des demi-produits auraient, pour leur part, concouru pour +2,1 points à l'accroissement des importations globales, tirés par les produits chimiques et les matières plastiques. Les biens d'équipement industriel, en hausse, également, avec une contribution de +1,8 point, auraient été tirés notamment par les avions et autres véhicules aériens, ainsi que par les machines et les biens d'équipements destinés au génie civil et à la construction, en lien avec une demande intérieure toujours soutenue dans le secteur du BTP.

A l'inverse, la facture alimentaire se serait allégée, avec une contribution négative de 1,3 point, sous l'effet du recul des achats de blé, d'orge et de tourteaux. La facture énergétique aurait, également, reflué (-0,4 point), malgré la hausse des volumes importés de gasoils et de fuels, en raison du repli des cours internationaux des produits énergétiques en comparaison avec la même période de 2024.

La hausse plus soutenue des importations en valeur par rapport à celle des exportations se serait traduite par un élargissement du déficit de la balance commerciale des biens, en augmentation de 8,7% en glissement annuel et entraîné un recul du taux de couverture de 0,7 point par rapport à la même période de 2024, pour s'établir à 52,7%.

Echanges extérieurs des biens et services du Maroc

(GA %)



Source : CN-HCP, volumes prix de l'année précédente chaînés, prévisions au-delà des pointillés.

L'évolution des échanges extérieurs du Maroc tributaire du contexte mondial et des incertitudes commerciales et géopolitiques au dernier trimestre 2025

Au quatrième trimestre 2025, l'environnement international resterait caractérisé par les incertitudes liées aux tensions géopolitiques et commerciales. L'amélioration des conditions macro-économiques en Europe et en Asie devrait jouer en faveur de l'amélioration des échanges commerciaux, malgré l'incertitude tarifaire qui continuerait de peser sur la confiance des entreprises, l'investissement et les chaînes d'approvisionnement. L'effet négatif des conditions tarifaires resterait, néanmoins, limité par les stratégies de contournement et par le relatif redémarrage de l'investissement en Europe.

En phase avec l'évolution du commercial mondial, la dynamique de la demande étrangère adressée au Maroc devrait s'améliorer quelque peu par rapport au troisième trimestre, profitant de la relance de l'activité et de l'investissement en Europe favorisée par l'assouplissement des crédits. L'optimisme des entreprises de la zone euro quant à une hausse de leur activité dans les douze prochains mois (ayant ainsi atteint son deuxième plus haut niveau depuis juillet 2024) devrait soutenir l'élan des exportations nationales, en particulier celles relatives aux services, aux industries électriques et extractives. Parallèlement, les importations conserveraient leur tendance haussière, mais à un rythme moins soutenu, impulsées par la poursuite des achats des biens d'équipement et des demi-produits, dans un contexte de poursuite de la mise en œuvre de nombreux chantiers d'infrastructure. Ainsi, la contribution de la demande extérieure nette resterait négative, mais pèserait moins lourdement sur la croissance économique nationale comparativement aux trimestres antérieurs, s'établissant à -3,2 points, au lieu de -4,4 points et -3,7 points respectivement aux deuxième et troisième trimestres 2025.

FINANCES PUBLIQUES

Les finances publiques seraient restées sous pression, avec un déficit budgétaire qui aurait peiné à se résorber malgré les efforts d'assainissement. L'exécution en cours du budget 2025 aurait dévoilé une dégradation temporaire des comptes du Trésor. A fin août 2025, les recettes ordinaires se seraient accrues à un rythme plus important que les dépenses ordinaires. Toutefois, le solde déficitaire global se serait nettement creusé et la dette publique aurait encore augmenté.

Dynamisme des recettes ordinaires ...

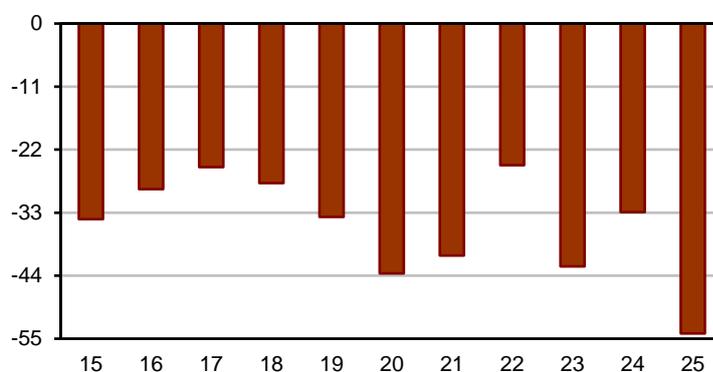
A fin août 2025, les recettes ordinaires auraient marqué une augmentation de 18,7%, en glissement annuel. Les recettes fiscales auraient enregistré un accroissement de 17% et auraient contribué de 14,9 points à l'évolution des recettes budgétaires. Globalement, les impôts directs auraient enregistré une progression de 25,9%, due essentiellement à la croissance de 33% et 18,3% des recettes de l'IS et l'IR respectivement. Les impôts indirects auraient augmenté de 11,4%, tirés par les hausses de 15% et 10,1% des recettes de la TIC et de la TVA. Les droits de douane auraient crû de 3,6%. Les droits d'enregistrement et de timbre auraient progressé de 6,7%. Parallèlement, les recettes non-fiscales auraient marqué un bond de 31,2%, contribuant, de ce fait, pour 3,8 points à l'évolution globale.

... et creusement du déficit budgétaire

Les dépenses ordinaires auraient marqué un alourdissement de 16,5%, malgré le repli continu des émissions au titre des dépenses de compensation. Les dépenses de biens et services auraient crû de 18,5%, contribuant pour 14,5 points à l'évolution globale. Les intérêts de la dette publique auraient augmenté de 9,3%. Les dépenses de compensation auraient, néanmoins, reculé de 19,2%. Parallèlement, l'effort de l'investissement budgétaire se serait maintenu et les dépenses y afférentes auraient enregistré une hausse de 7,3%.

Solde budgétaire

(Janvier-août, milliards de dh)



Source : TGR, élaboration HCP

Tiré par un accroissement des recettes plus important que les dépenses, le solde ordinaire excédentaire se serait amélioré. Nonobstant cette évolution, le déficit budgétaire se serait nettement accentué, se situant à -54,1 milliards de dh à fin août 2025, contre -32,9 milliards

de dh aux huit premiers mois du budget 2024. Ce creusement du déficit serait le fait, principalement, de la dégradation du solde des comptes spéciaux du Trésor, redevenu négatif.

Le besoin de financement du Trésor aurait atteint un niveau élevé, dopé aussi par la hausse des apurements de ses arriérés. Son financement net se serait stabilisé sur le marché intérieur, mais aurait nettement augmenté sur le marché extérieur à la suite du doublement des tirages sur le marché financier international. Le stock de la dette intérieure à fin août aurait augmenté de 4,2% en comparaison avec celui de fin 2024.

Evolution des charges et ressources du Trésor

(Hors TVA des collectivités locales, millions de dh, GA en %)

Rubriques	Niveaux			Variations	
	Août-23	Août-24	Août-25	Août-24	Août-25
Recettes ordinaires	204 846	228 834	271 661	11,7	18,7
Recettes fiscales	179 733	201 073	235 247	11,9	17,0
Recettes non-fiscales	25 113	27 761	36 414	10,5	31,2
Dépenses ordinaires	208 387	216 266	252 005	3,8	16,5
Biens et services	156 964	168 794	200 054	7,5	18,5
Intérêts de la dette publique	26 077	30 938	33 801	18,6	9,3
Compensation	19 091	8 059	6 509	-57,8	-19,2
Solde ordinaire	-3 541	12 568	19 656	-454,9	56,4
Investissement	59 431	67 457	72 384	13,5	7,3
Solde budgétaire	-42 397	-32 887	-54 101	-22,4	64,5

Situations cumulées à partir de janvier;

Source : TGR, calculs HCP

FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

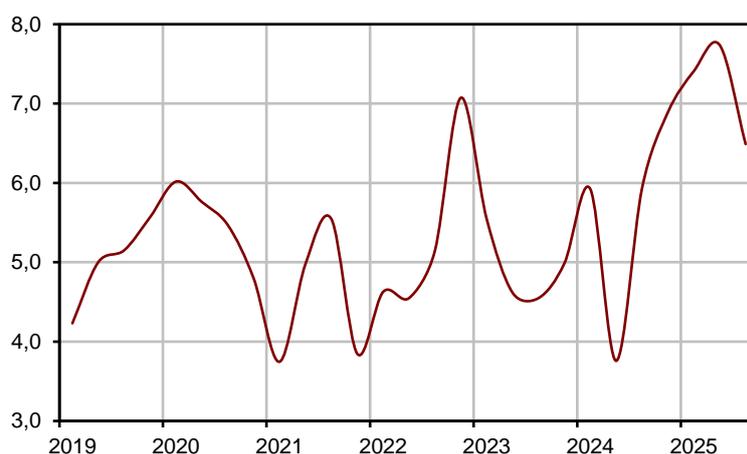
La liquidité des banques se serait légèrement améliorée, tout en atténuant leur besoin chronique au troisième trimestre 2025. Bank Al-Maghrib aurait maintenu son taux directeur inchangé à 2,25% en septembre 2025, après une dernière baisse de 25 points de base au premier trimestre 2025. Les taux d'intérêt des adjudications des bons du Trésor auraient reculé. La masse monétaire et les crédits à l'économie auraient ralenti. Le marché boursier continuerait d'enregistrer une croissance de ses indicateurs.

Décélération de la masse monétaire et du crédit bancaire

Les **créances sur l'économie** auraient marqué une évolution au ralenti au troisième trimestre 2025, enregistrant une augmentation de 6,5%, en glissement annuel, au lieu de +7,4% et +7,7% aux deux premiers trimestres respectivement. Cette décélération se poursuivrait au quatrième trimestre 2025, avec une hausse attendue à 5,6%. Les crédits bancaires auraient ralenti à la suite de la baisse des crédits de trésorerie aux entreprises (-4,7%, au lieu de +2,2% un trimestre auparavant), alors que les crédits à l'équipement se seraient maintenus.

Créances sur l'économie

(GA en %)



Source : BAM, calculs HCP

La **masse monétaire** aurait, également, décéléré au troisième trimestre 2025, affichant un accroissement de 7,7%, après une augmentation de 8% un trimestre auparavant, en glissements annuels. Son évolution se stabiliserait à 7,6% au dernier trimestre de l'année. Les avoirs officiels de réserve auraient légèrement accéléré, enregistrant une croissance de 12,6%. Les créances nettes sur l'administration centrale auraient connu une reprise, traduisant un accroissement de l'endettement monétaire du Trésor de 1,3%.

Principaux indicateurs monétaires

(GA en %)

Indicateurs	2023				2024				2025		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
Masse monétaire	7,3	7,6	7,5	3,9	4,4	4,6	6,6	8,0	8,0	8,0	7,7
Contreparties dont :											
- Avoirs officiels de réserve	8,6	5,1	4,2	6,4	0,2	5,8	3,6	4,5	2,5	11,1	12,6
- Créances nettes sur l'AC	9,7	14,2	9,3	-4,7	0,0	5,6	8,6	6,9	7,7	-1,4	1,3
- Créances sur l'économie	5,5	4,6	4,5	5,0	5,9	3,8	5,9	6,9	7,4	7,7	6,5

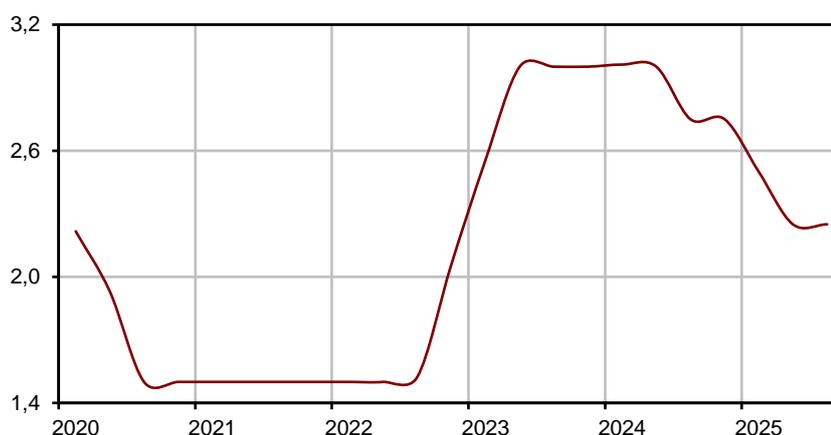
Source : BAM, calculs HCP

Par ailleurs, le besoin de la liquidité des banques se serait atténué à la suite de la décélération de la circulation fiduciaire et de l'augmentation des réserves de change, bien qu'il reste autant à un niveau significatif. Bank Al-Maghrib aurait, ainsi, diminué le volume de ses financements aux banques.

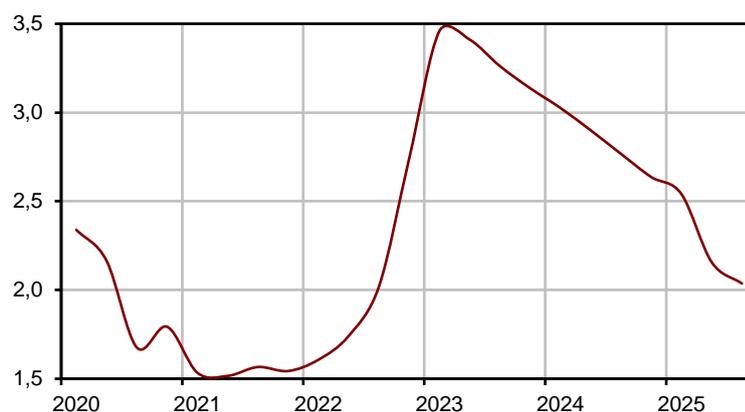
Après avoir réduit son taux de 25 points de base au premier trimestre 2025, Bank Al-Maghrib aurait encore maintenu inchangé son taux directeur à 2,25% au troisième trimestre. Les taux d'intérêt sur le marché interbancaire se seraient stabilisés au niveau du taux directeur, marquant un recul de 50 points de base de leur niveau moyen, en variation annuelle. Parallèlement, les taux auraient nettement décru sur le marché des adjudications des bons du Trésor, avec des baisses de 72 points, 72 points et 76 points de base respectivement pour les taux de maturité 1 an, 5 ans et 10 ans. Par ailleurs, les replis du taux directeur en 2024 et au début 2025 auraient eu les mêmes effets baissiers sur les taux créditeurs. Les taux moyens pondérés des dépôts à 12 mois et à 6 mois auraient reculé de 7 et 46 points de base respectivement, en comparaison avec leur niveau une année auparavant. Parallèlement, les taux débiteurs auraient poursuivi, en moyenne pondérée et en variation annuelle, leur baisse au deuxième trimestre 2025, pour se situer à 4,84%, soit 59 points de base de moins. Cette évolution serait le fruit, notamment, du repli de 74 et 19 points de base respectivement des taux appliqués aux crédits à la trésorerie des entreprises et à leur équipement.

Taux interbancaire moyen trimestriel

(en %)



Source : BAM, élaboration HCP

Taux moyen trimestriel des adjudications des bons du Trésor à 1 an (en %)

Source : BAM, élaboration HCP

Principaux taux d'intérêt

Types	(en %)											
	2023				2024				2025			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	
Taux directeur⁽¹⁾												
. Avances à 7 jours	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	2,75	2,75	2,50	2,25	2,25	2,25	
Taux interbancaires⁽²⁾	2,56	3,00	3,00	3,00	3,00	2,99	2,75	2,71	2,47	2,25	2,25	
Taux des adjudications des bons du Trésor⁽²⁾												
. 1 an	3,46	3,41	3,26	3,14	2,98	2,86	2,74	2,58	2,54	2,02	2,02	
. 5 ans	3,98	4,16	3,82	3,72	3,42	3,43	3,11	2,94	2,83	2,46	2,39	
. 10 ans	4,38	4,55	4,20	4,14	3,79	3,75	3,48	3,25	3,17	2,80	2,72	
Taux créditeurs⁽¹⁾												
. Dépôts à 6 mois	2,38	2,45	2,51	2,47	2,54	2,56	2,77	2,45	2,53	2,45	2,31	
. Dépôts à 12 mois	2,69	2,97	2,63	2,86	2,86	3,06	2,60	2,88	2,78	2,80	2,53	

Source : BAM, calculs HCP

(1) : taux en fin de période, (2) : taux moyens

Appréciation de la valeur du dirham

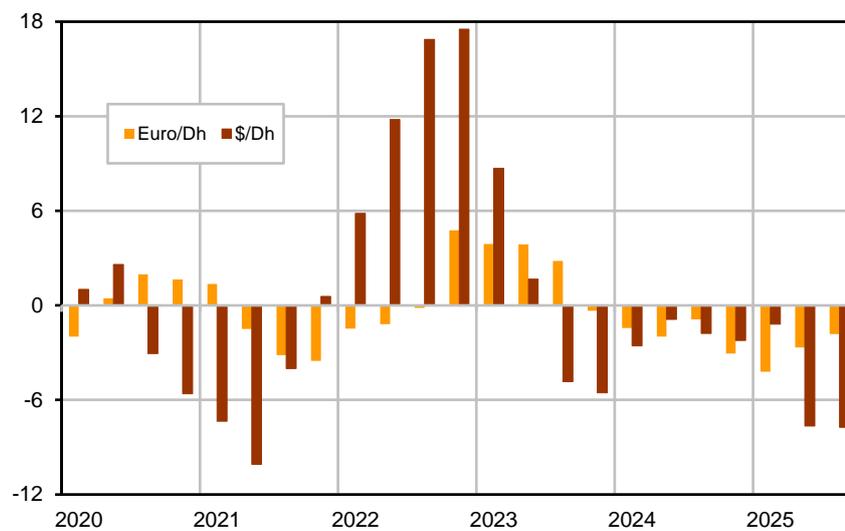
Sur le marché de change, le dirham aurait subi, au troisième trimestre 2025, une appréciation vis-à-vis de l'euro et du dollar américain.

Après avoir gagné 2,7% de sa valeur moyenne, par rapport à l'euro, au deuxième trimestre 2025, en glissement annuel, le dirham se serait apprécié de 1,8% au troisième trimestre. La parité dirham/euro se serait établie à 10,55 dirhams, contre 10,75 dirhams une année plus tôt.

Vis-à-vis du dollar, la variation du cours bilatéral du dirham aurait été plus importante. Le dollar se serait échangé de 9,79 dirhams au troisième trimestre 2024, à 9,03 dirhams au troisième trimestre 2025. La valeur du dirham se serait, ainsi, appréciée de 7,7%. Le calcul du taux de change effectif nominal du dirham, établi par le HCP, qui représente sa valeur nominale sur la base du panier des devises d'indexation de la monnaie nationale, a permis de dégager une appréciation globale du dirham, soit un gain de 4,4 points au troisième trimestre 2025 par rapport à une année plus tôt.

Taux de change bilatéral moyen du dirham

(GA en %)



Source : BAM, calculs HCP

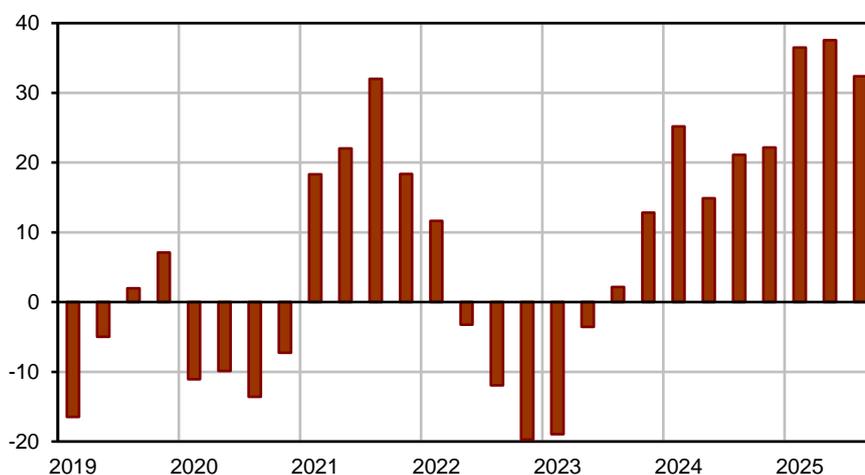
BOURSE DES VALEURS

Maintien de la hausse des indicateurs boursiers ...

La croissance du **marché des actions** se serait maintenue au troisième trimestre 2025, en dépit d'une phase de correction à la baisse au mois de septembre, due à des prises de bénéfices par les investisseurs. Le marché aurait enchaîné des évolutions haussières depuis le début de l'année, du moment que les investisseurs auraient continué de maintenir leur perception positive envers ce marché, tout en renforçant leur confiance en bourse et ce, depuis sa reprise enregistrée à partir du troisième trimestre 2023. La hausse des indices boursiers se serait manifestée par la progression des cours de la quasi-totalité des sociétés cotées, dans un environnement caractérisé par le repli des tensions inflationnistes au niveau national et à la politique d'assouplissement monétaire. L'indice MASI aurait progressé de 32,4%, en glissement annuel, au troisième trimestre 2025, après une hausse de 37,6% un trimestre auparavant.

Indice MASI

(GA en %)



Source : SBVC, élaboration HCP

La performance du marché boursier traduirait l'accroissement des cours boursiers d'une partie importante des secteurs cotés. Ces derniers auraient subi des évolutions à la hausse, mais à des degrés divers. Le secteur des ingénieries et biens d'équipement industriels aurait marqué la plus forte hausse au troisième trimestre 2025, soit +144,7%, suivi du secteur des services de transport (+101,3%), des mines (+96%), des loisirs et hôtels (+86,5%) et de l'industrie pharmaceutique (+85,7%). En revanche, deux secteurs seulement auraient enregistré des replis. Le secteur des boissons aurait enregistré la plus forte baisse, soit -8%, suivi des sociétés de placement immobilier (-6,8%).

Indicateurs boursiers

	(GA en %)											
	2023				2024				2025			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	
MASI dont :	-18,9	-3,6	2,2	12,8	25,2	14,9	21,1	22,2	36,5	37,6	32,4	
Ingénieries et biens d'équipement industriels	-30,5	-12,0	-32,8	-14,8	-8,3	-1,4	43,4	16,8	50,3	300,9	144,7	
Services de transport	-19,2	-3,0	12,1	26,1	30,4	22,8	75,5	96,8	168,7	159,6	101,3	
Mines	16,4	-7,2	-20,0	-32,9	-28,7	15,0	41,0	67,4	150,5	95,1	96,0	
Loisirs et hôtels	19,6	41,1	81,0	81,7	85,2	45,5	4,7	8,2	32,7	41,7	86,5	
Industrie pharmaceutique	-17,1	-13,6	-30,5	-20,8	-15,4	-17,4	-2,0	-9,1	9,8	44,2	85,7	
Electricité	-10,3	-8,1	-9,0	-8,0	25,0	31,0	39,8	32,7	92,5	115,4	62,1	
Transport	-1,0	7,0	2,3	1,6	6,0	19,5	13,5	85,5	85,8	34,2	44,4	
Santé	-	-	-	-	135,5	100,3	123,6	113,6	87,9	110,0	37,3	
Sylviculture et papier	3,3	4,3	-31,3	-21,1	-20,6	-21,9	-7,5	-4,5	20,5	46,4	36,2	
Holdings	-16,3	4,5	27,6	51,8	44,6	60,0	68,1	55,9	116,8	63,6	36,2	
Bâtiment	-29,4	-2,9	3,4	32,7	45,9	20,1	28,9	28,1	33,5	39,8	34,3	
Promotion immobilière	-21,6	23,6	94,2	132,4	250,2	219,8	158,2	197,5	145,3	47,6	31,0	
Sociétés de placement immobilier	-	-	-	-	15,2	9,0	9,0	5,7	-2,9	-7,3	-6,8	
Boissons	-17,3	5,7	15,1	-3,4	14,7	-9,6	-4,5	-3,1	-18,9	-17,9	-8,0	
Capitalisation boursière	-18,8	-4,1	1,0	11,6	23,9	15,7	21,7	20,2	37,8	38,6	35,3	

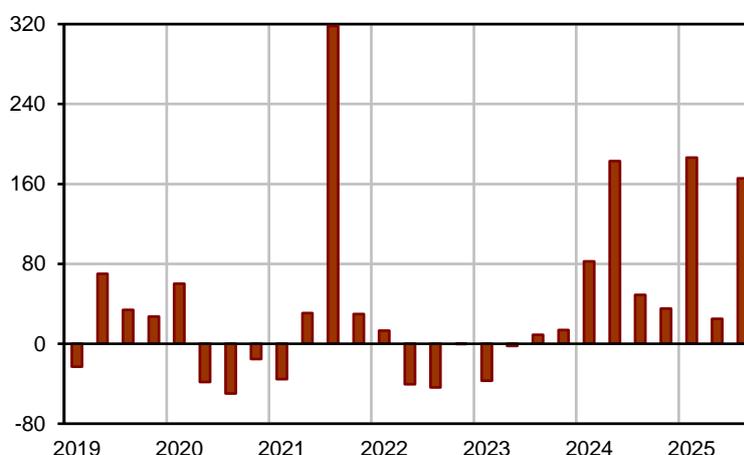
Source : SBVC, calculs HCP

... et nette hausse du volume des transactions

Le marché boursier aurait continué d'afficher des positions globalement acheteuses de la part des investisseurs, marquant leur volonté pour la prise de risque. La liquidité du marché aurait poursuivi son trend haussier, à un rythme important, après une reprise de sa croissance à partir du troisième trimestre 2023. Globalement, les investisseurs auraient continué de manifester leur confiance au marché des actions en 2025. Le volume des transactions sur ce marché aurait augmenté de 165,7% en glissement annuel, au troisième trimestre 2025. Le marché central aurait participé à hauteur de 87,6% du volume global; les transactions y afférentes se seraient accrues de 136%, en variation annuelle. Parallèlement, le chiffre d'affaires sur le marché des blocs aurait nettement bondi, mais n'aurait engendré que 12,4% du chiffre d'affaires global.

Volume des transactions

(GA en %)



Source : SBVC, élaboration HCP.

Dans ce contexte de progression de la performance de la place financière de Casablanca, la capitalisation boursière se serait encore appréciée au troisième trimestre 2025. Elle s'est située à 1003,9 milliards de dh, enregistrant, ainsi, une croissance de 35,3% en variation annuelle, soit un gain de 262 milliards de dh environ.

Chiffre d'affaires

	2023				2024				2025		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
Marché central	-44,7	7,2	35,3	30,7	116,6	88,2	71,9	68,8	178,2	71,6	136
Marché des blocs	77,1	-92	-49,5	4,7	-76	12 323,3	-86,1	12,2	534,6	-65,7	2 343,5
Total	-37	-2,2	8,9	13,9	82,4	182,9	49,1	35,1	186,5	24,9	165,7

Source : SBVC, calculs HCP

TABLEAU DE BORD ET ANNEXES

Secteurs et indicateurs de croissance		2024		2025		الأنشطة القطاعية ومؤشرات النمو	
		III	IV	I	II		
PIB (base 2014)	Valeur ajoutée agricole	-5,1	-4,8	4,5	4,7	القيمة المضافة للنشاط الفلاحي	الناتج الداخلي الإجمالي، أساس 2014
	Valeur ajoutée non-agricole	5,7	4,8	4,6	5,5	القيمة المضافة للأنشطة غير الفلاحية	
	PIB global	5,0	4,2	4,8	5,5	الناتج الداخلي الإجمالي	
Indicateurs sectoriels	Ventes de ciment	18,9	16,5	4,5	15,4	مبيعات الاسمنت	مؤشرات قطاعية
	Indice de production électrique	3,5	6,0	7,1	9,4	مؤشر إنتاج الكهرباء	
	Indice de production industrielle	9,2	5,0	3,2	7,0	مؤشر إنتاج الصناعة	
Prix à la consommation (base 2017)	Indice général	1,3	0,7	2,0	0,5	المؤشر العام	أثمان الاستهلاك (أساس 2017)
	Produits alimentaires	1,0	0,7	3,4	0,7	المواد الغذائية	
	Produits non-alimentaires	1,4	0,7	1,1	0,4	المواد غير الغذائية	
Echanges Extérieurs	Exportations de biens en valeur	9,0	5,4	2,6	6,4	الصادرات	المبادلات الخارجية
	Importations de biens en valeur	10,7	10,9	7,0	10,7	الواردات	
	Déficit commercial	12,8	19,8	15,1	17,0	العجز التجاري	
	Taux de couverture (en points)	-0,8	-3,1	-2,7	-2,3	نسبة التغطية (بالنقط)	
	Recettes voyages	17,2	3,9	2,4	16,5	المدخلات السياحية	
	Transferts des MRE	8,8	-4,8	-6,2	0,9	تحويلات المغاربة القاطنين في الخارج	
Finances publiques	Recettes ordinaires	12,5	8,7	20,2	20,6	المدخلات العادية	المالية العمومية
	Dépenses ordinaires	2,8	2,7	36,3	19,0	النفقات العادية	
	Investissement budgétaire	5,6	0,3	15,9	10,9	الاستثمارات العمومية	
	Solde budgétaire	-24,4	-14,0	-64,6	21,3	رصيد الحسابات	
Monnaie, intérêt et change	Masse monétaire	6,6	8,0	8,0	8,0	الكتلة النقدية	النقد ونسبة الفائدة و سعر الصرف
	Avoirs officiels de réserve	3,6	4,5	2,5	11,1	الموجودات الخارجية الصافية	
	Créances nettes sur l'AC	8,6	6,9	7,7	-1,4	الديون الصافية على الحكومة المركزية	
	Créances sur l'économie	5,9	6,9	7,4	7,7	الديون على الاقتصاد	
	Taux d'intérêt interbancaire en %	-0,25	-0,29	-0,53	-0,74	نسبة الفائدة بين البنوك ب %	
	Taux des adjudications des bons du Trésor d'un an en %	-0,52	-0,56	-0,44	-0,84	نسبة فائدة سندات الخزينة لسنة واحدة ب %	
	Taux de change dirham / euro	-0,9	-3,0	-4,2	-2,7	سعر الصرف درهم / أورو	
Taux de change dirham / dollar	-1,8	-2,2	-1,2	-7,7	سعر الصرف درهم / دولار		
Bourse des valeurs	MASI	21,1	22,2	36,5	37,6	مؤشر مازي	بورصة القيم
	Capitalisation boursière	21,7	20,2	37,8	38,6	رسملة البورصة	
	Volume des transactions	49,1	35,1	186,5	24,9	حجم المعاملات	

TABLEAUX ANNEXES

2023		2024			2025		
IV	I	II	III	IV	I	II	

ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

Taux de croissance du PIB (glissements trimestriels en %)

Etats-Unis	0,8	0,4	0,7	0,8	0,6	-0,1	0,8
Zone euro	0,0	0,3	0,2	0,4	0,4	0,6	0,1
Allemagne	-0,3	-0,1	-0,3	0,0	0,2	0,3	-0,3
France	0,4	0,1	0,2	0,4	-0,1	0,1	0,3
Italie	0,2	0,2	0,2	0,0	0,2	0,3	-0,1
Royaume-Uni	-0,2	0,9	0,5	0,0	0,1	0,7	0,3
Espagne	0,8	1,1	0,9	0,8	0,8	0,6	0,8

Indice des prix à la consommation (glissements annuels en %)

Etats-Unis	3,2	3,2	3,2	2,6	2,7	2,7	2,5
Zone euro	2,3	2,6	2,4	2,2	2,2	2,3	2,0
Allemagne	3,6	2,5	2,3	1,9	2,3	2,2	2,1
France	3,7	2,8	2,2	1,7	1,3	1,1	0,8
Italie	1,0	0,9	0,8	1,0	1,2	1,7	1,7
Royaume-Uni	4,4	3,9	2,9	2,0	2,5	2,8	3,5
Espagne	3,3	3,1	3,5	2,2	2,3	2,5	2,3

Source : OCDE

AGRICULTURE

	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25*
Céréales	103000	35000	56000	31200	43000
Légumineuses	3841	1956	1513	-	-
Cultures maraîchères	74018	74721	75088	-	-

Source : Ministère de l'Agriculture, du Développement Rural et des Pêches Maritimes,
* 3 principales céréales

2023		2024			2025	
IV	I	II	III	IV	I	II

INDICE DE PRODUCTION ENERGETIQUE ET MINIERE (Base 100 : 2015)

Electricité	132,4	127,5	126,4	149,3	140,4	136,6	138,3
Mines	137,6	115,7	123,8	138,1	150,2	128,2	144,6
Minerais métalliques	117,3	103,5	89,7	105,3	117,5	103,7	89,8

Source : HCP

2023	2024				2025		
IV	I	II	III	IV	I	II	

INDUSTRIE

Indices de la production industrielle

(Base 100 : 2017)

Industries alimentaires	3,7	0,7	-5,5	9,0	2,4	0,7	9,0
Fabrication de produits à base de tabac	19,5	-6,0	-27,6	10,2	5,6	-27,3	19,1
Fabrication de textile	-8,3	-7,8	-11,7	-5,3	-2,3	1,3	7,3
Industrie de l'habillement	6,0	2,8	4,9	11,8	-2,9	-0,5	-11,6
Industrie du cuir et de la chaussure (à l'exception de	19,5	-5,9	-11,4	-11,6	-,73	-0,3	-9,1
Travail du bois et fabrication d'articles en bois et en	-6,1	-9,2	-8,7	-32,3	14,0	-7,8	10,7
Industrie du papier et du carton	-10,6	-2,9	-1,2	12,1	8,1	-0,5	7,5
Imprimerie et production d'enregistrements	16,1	-2,0	7,1	24,0	-4,4	-3,1	-0,8
Produits chimiques	-12,4	-6,5	-10,2	18,2	6,6	8,2	9,3
Fabrication de produits en caoutchouc et en	1,1	1,1	6,2	1,3	-1,3	1,5	-3,2
Fabrication d'autres produits minéraux non métalliques	-12,0	-2,7	-1,8	5,3	12,5	2,9	10,8
Fabrication de machines et équipements N.C.A.	5,1	-7,2	-5,5	17,9	5,6	0,3	-0,5
Fabrication d'équipements électriques	21,1	23,3	6,1	2,7	11,9	21,8	16,3
Fabrication de produits informatiques, électroniques	38,9	4,9	-1,8	16,7	25,7	-5,6	5,8
Industrie automobile	15,4	27,9	-3,1	17,0	3,2	12,7	5,6
Fabrication d'autres matériels de transport	-0,2	36,2	16,6	11,2	-14,5	-12,1	-14,5
Fabrication des meubles	5,8	1,2	10,7	4,8	-1,5	2,1	-1,6
Industrie (Hors raffinage de pétrole)	1,0	1,0	0,8	9,2	5,0	3,2	7,0

2023		2024			2025		
IV	I	II	III	IV	I	II	

INDICE DES PRIX A LA CONSOMMATION

(Base 100 : 2017)

Produits alimentaires	129,4	127,9	129,8	130,7	130,3	132,2	130,7
Produits alimentaires et boissons non alcoolisées	129,2	127,4	129,4	130,3	129,9	131,8	130,1
Pain et céréales	120,3	120,3	119,9	119,6	119,4	119,6	118,9
Viande	127,3	131,4	135,3	144,1	144,1	145,0	137,0
Poissons et fruits de mer	110,2	117,2	123,0	126,4	120,9	128,8	123,4
Lait, fromage et œufs	124,3	125,2	121,9	121,6	124,0	125,6	120,4
Huiles et graisses	153,9	154,0	151,1	149,2	153,4	153,9	149,6
Fruits	137,0	132,3	145,9	146,3	131,4	132,5	142,4
Légumes	150,6	129,2	132,7	125,8	128,6	135,1	139,3
Sucre, confiture, miel, chocolat et confiserie	104,3	104,6	105,2	105,8	105,9	106,2	106,3
Produits alimentaires N.C.A	108,8	111,6	113,0	113,9	114,8	116,4	116,8
Café, thé et cacao	107,9	108,2	108,2	109,0	110,4	112,1	114,0
Boissons alcoolisées, tabac et stupéfiants	136,8	139,9	140,0	140,1	140,2	144,0	144,9
Produits non-alimentaires	111,2	110,9	111,6	112,0	112,0	112,1	112,0
Articles d'habillement et chaussures	114,7	115,4	116,1	116,2	116,6	116,6	117,0
Logement, gaz, eau, électricité et autres	105,0	105,2	107,0	108,7	108,8	109,0	109,3
Meubles, articles de ménages et entretien	112,0	112,0	112,1	112,2	112,3	112,5	112,6
Santé	102,6	101,0	101,2	101,2	101,2	101,3	101,4
Transports	122,0	120,4	120,5	119,8	117,7	117,7	115,8
Communication	104,2	104,1	104,1	104,1	104,1	104,1	103,9
Loisirs et culture	105,4	105,3	105,7	105,5	105,4	105,2	105,0
Enseignement	119,1	119,1	119,1	120,0	121,8	121,8	121,8
Restaurants et hôtels	115,1	115,7	116,3	118,7	119,3	120,0	121,0
Biens et services divers	113,2	114,0	114,9	115,3	115,8	116,1	116,6
Général	118,4	117,6	118,7	119,4	119,2	120,0	119,3

Source : HCP

III-24	IV-24	I-25	II-25
--------	-------	------	-------

ECHANGES EXTERIEURS

Exportations

(en millions de dh)

Produits alimentaires, boissons et tabacs	14219	22109	25406	20172
Produits énergétiques et lubrifiants	1057	1230	1435	1228
Produits bruts d'origine animale et végétale	1368	1502	1440	1329
Produits bruts d'origine minérale	4453	4626	3772	4346
Demi-produits	26602	29608	24997	29589
Produits finis d'équipement agricole	42	58	61	48
Produits finis d'équipement industriel	20358	22300	23966	25525
Produits finis de consommation	35351	40138	34867	37374
Or industriel	86	109	68	80
Total	103537	121680	116011	119690

Importations

Produits alimentaires, boissons et tabacs	22451	23858	23941	24264
Produits énergétiques et lubrifiants	28407	28182	28163	24995
Produits bruts d'origine animale et végétale	3996	4859	5180	5611
Produits bruts d'origine minérale	3579	4476	4224	6134
Demi-produits	39812	44420	39226	45483
Produits finis d'équipement agricole	346	395	400	562
Produits finis d'équipement industriel	44910	52098	42593	50648
Produits finis de consommation	44836	48491	43597	52287
Or industriel	226	372	382	534
Total	188562	207151	187706	210518

Solde commercial des biens	-85.026	-85.471	-71.695	-90.828
Taux de couverture (en %)	54,9	58,7	61,8	56,9
Recettes voyages	38015	25274	24627	29334
Transferts des MRE	34060	26918	26223	29641

Source : Office des Changes, *données provisoires

	2023		2024				2025	
	IV	I	II	III	IV	I	II	

FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Agrégats de monnaie et de placements liquides (en 10⁶ de dh)

Masse monétaire	1 751 823	1 770 671	1 811 036	1 851 225	1 892 039	1 911 732	1 956 334
Contreparties							
-Avoirs officiels de réserve	359 412	361 958	366 148	368 002	375 499	370 937	406 880
-Créances nettes sur l'AC	317 344	329 409	354 738	351 149	339 309	354 690	349 649
-Créances sur l'économie	1 325 834	1 327 131	1 331 781	1 372 169	1 417 193	1 425 452	1 434 822
Placements liquides	874 151	905 672	909 112	958 914	999 921	1 046 515	1 031 464
Liquidité de l'économie	2 625 973	2 676 343	2 720 148	2 810 138	2 891 960	2 958 247	2 987 798

Crédits des banques de dépôts aux entreprises et aux particuliers (en 10⁶ de dh)

Crédits de trésorerie	256 588	249 451	244 630	259 464	258 366	259 019	249 983
Crédits à l'équipement	205 766	209 378	213 923	217 364	242 664	247 031	257 615
Crédits immobiliers	303 935	304 901	307 964	308 688	310 922	312 878	317 283
Crédits à la consommation	57 775	57 983	58 514	58 490	58 548	59 078	60 156

Cours moyen des devises par rapport au dirham

Euro (E)	10,94	10,89	10,78	10,75	10,60	10,43	10,50
Dollar américain (\$)	10,16	10,03	10,01	9,79	9,94	9,91	9,25
Livre Sterling (£)	12,62	12,72	12,64	12,73	12,74	12,48	12,35

Source: BAM

2023		2024				2025	
IV	I	II	III	IV	I	II	

BOURSE DES VALEURS

Indicateurs de la Bourse des Valeurs

Volume des transactions (en 10 ⁶ de dh)	29 621,24	11 612,45	24 925,04	12 922,01	40 017,14	33 270,50	31 142,23
- Marché central	11 980,45	11 341,90	16 454,82	12 747,67	20 221,15	31 553,54	28 237,25
- Marché des blocs	17 640,79	270,56	8 470,21	174,34	19 795,99	1 716,96	2 904,98
MASI	12 092,88	13 009,23	13 301,37	14 372,84	14 773,19	17 756,02	18 296,60
Capitalisation boursière (en 10 ⁶ de dh)	626 078,29	671 595,46	692 367,71	741 945,67	752 436,95	925 258,52	959 443,50

Source : SBVC

FINANCES PUBLIQUES

Charges et recettes du Trésor (en 10⁶ de dh)

Recettes ordinaires	338 262	94 860	175 328	264 784	367 791	113 976	211 472
Dépenses ordinaires	324 602	75 738	156 099	235 715	333 269	103 242	185 830
Solde ordinaire	13 660	19 122	19 229	29 069	34 522	10 734	25 642
Investissement budgétaire	119 180	24 139	49 070	72 981	119 552	27 982	54 436
Solde budgétaire	-74 882	16 822	-20 447	-26 613	-64 367	5 949	-24 809
Solde de financement	-73 330	3 709	-30 529	-36 051	-55 690	-15 538	-45 979

Situations cumulées à partir de janvier ;

Source : TGR

SIGNES ET ABREVIATIONS

SIGNES ET ABBREVIATIONS

-	Données non disponibles
///	Non quantifiable du fait de la nature des informations
ACP	Analyse en composantes principales
BAM	Bank Al-Maghrib
BTP	Bâtiment et travaux publics
CN	Comptabilité Nationale
CVS	Corrigé des variations saisonnières
DS	Direction de la Statistique
DTFE	Direction du Trésor et des Finances Extérieures
FBC	Formation brute de capital
GA	Glissement annuel
GT	Glissement trimestriel
Ha	Hectare
HCP	Haut-commissariat au Plan
I, II, III, IV	Trimestres
IGR	Impôt général sur le revenu
IMME	Industries métalliques, mécaniques, électriques et électroniques
IPC	Indice des prix à la consommation
IPI	Indice de la production industrielle
IPM	Indice de production manufacturière
IS	Impôt sur les sociétés
ISM	Indicateur synthétique manufacturier
MADEX	Most Active Shares Index
MASI	Moroccan All Shares Index
MEMEE	Ministère de l'énergie, des mines, de l'eau et de l'environnement
MRE	Marocains résidant à l'étranger
OC	Office des Changes
OCP	Office Chérifien des Phosphates
OMPIC	Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale
ONDA	Office National des Aéroports
ONEE	Office National de l'Electricité et de l'Eau potable
ONHYM	Office National des Hydrocarbures et des Mines
OPCVM	Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
PME	Petites et moyennes entreprises
qx	Quintal
SBVC	Société de Bourse des Valeurs de Casablanca
t	Tonne



INSTITUT NATIONAL D'ANALYSE DE LA CONJONCTURE

HCP, ILOT 31-3, SECTEUR 16, HAY RIAD, RABAT, BP: 178

Tél : 05 37 57 69 04

www.hcp.ma

