

المملكة المغربية

ROYAUME DU MAROC



المندوبية السامية للتخطيط
HAUT-COMMISSARIAT AU PLAN

N° 49 – Octobre 2026

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°49 – OCTOBRE 2026

Date d'achèvement de la rédaction le 09 octobre 2026

SOMMAIRE

3

Préambule

4

Synthèse conjoncturelle

10

Focus Thématiques

11

- Focus 1 : Inflation perçue : Comment les ménages formulent-ils leurs appréciations ?

14

- Focus 2 : Quelles branches d'activité sont les plus exposées au choc pétrolier de 2026 ?

18

Tendances conjoncturelles

19

- Environnement international

22

- 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 croissance de l'économie nationale se poursuivrait au second semestre 2026, malgré le choc énergétique lié au déclenchement de la guerre en Iran. La progression du PIB atteindrait respectivement 4,1% et 4,7% aux troisième et quatrième trimestres 2026, après une hausse de 4% au deuxième trimestre. L'expansion des activités agricoles et des services continuerait de soutenir l'activité et d'amortir l'impact du choc énergétique. La demande intérieure demeurerait le principal moteur de cette résilience, soutenue par le maintien de conditions monétaires favorables et par une inflation contenue sous 2%.

Une croissance plus modérée au deuxième trimestre 2026

Le déclenchement de la guerre en Iran, à fin février 2026, a fait basculer l'économie mondiale dans une nouvelle crise géopolitique, avec une ascension des cours internationaux des matières premières énergétiques aux pics enregistrés en 2022. Le choc s'est, principalement, transmis à l'économie nationale à travers un renchérissement des intrants énergétiques et minéraux. L'impact, plus perceptible au niveau des activités secondaires (-3,9%), a été, néanmoins, amorti par le renforcement des activités primaires et le maintien des services, en hausse respective de 20,9% et 4%. La croissance économique globale s'est, ainsi, poursuivie au rythme de 4% au deuxième trimestre 2026, après +4,6% au trimestre précédent.

La demande intérieure a absorbé le nouveau choc énergétique de manière inégale. La formation brute de capital s'est modérée à +6,8%, au deuxième trimestre 2026, au lieu de +10,8% un trimestre plus tôt, du fait notamment d'une rentabilité réduite par les coûts de production et d'une demande de logement en ralentissement. En revanche, les dépenses de consommation ont progressé de 4,1%, stimulées par l'amélioration de l'emploi contre revenu (+4%) et le recours accru à l'endettement (+4,5% à fin juin 2026, au lieu de +3,9% à fin mars).

Dans ces conditions, le besoin de financement de l'économie a sensiblement augmenté, pour atteindre 22 milliards de dirhams au deuxième trimestre 2026, au lieu de 10,3 milliards de dirhams au cours de la même période une année plus tôt. Ce renforcement est lié, principalement, à l'élargissement du déficit commercial attribuable à l'alourdissement de la facture énergétique et à la détérioration des termes de l'échange, ainsi qu'au creusement du déficit public, tiré par le coût des dispositifs d'aide visant à limiter la propagation de l'inflation énergétique et l'effort d'investissement budgétaire.

Une croissance résiliente au troisième trimestre

Face au prolongement du choc énergétique au troisième trimestre 2026, l'économie nationale aurait fait preuve de résilience, affichant une amélioration de 4,1%, en variation annuelle. L'agriculture aurait constitué le principal facteur de soutien de l'offre, avec une progression de 19,9%. Les services auraient, pour leur part, enregistré une hausse de 3,9%, tirée par les performances des branches de l'hébergement et restauration et des services non marchands et financiers. À l'inverse, les activités secondaires auraient poursuivi leur repli amorcé au deuxième trimestre, quoiqu'à un rythme moins accentué (-1,9%, en variation annuelle, au lieu de -3,9%). Les industries de l'alimentaire, de l'automobile et de la fabrication du matériel électrique auraient mieux résisté, mais le textile, la chimie, la fabrication du caoutchouc et l'électronique seraient restés en retrait.

La hausse des prix à l'importation serait restée plus soutenue que celle des prix à l'exportation au troisième trimestre 2026, comprimant davantage les marges et les termes d'échange. Dans ces conditions, le volume des exportations aurait poursuivi sa modération, affichant une augmentation de 6,2% au troisième trimestre 2026, au lieu de +7,6% au deuxième trimestre. Cette inflexion se serait accompagnée par un ralentissement des importations, favorisant un allègement de la contribution négative des échanges extérieurs à la croissance à -1,2 point, au lieu de -1,6 point au trimestre précédent.

Du côté de l'investissement, les entreprises auraient poursuivi l'ajustement de leurs dépenses face au renchérissement des équipements importés et des intrants de construction, mais les projets d'infrastructure se seraient maintenus, soutenant une progression de 6,2% de la formation brute de capital. Parallèlement, la consommation des ménages se serait affermie de 4,1% au troisième trimestre

2026, sur fond d'un léger recul de l'inflation (-0,3%). La hausse des prix non alimentaires (+2,4%), portée par leur composante énergétique, aurait été contrebalancée par le repli des prix alimentaires (-3,6%), notamment ceux du poulet, des légumes, des œufs et surtout celui de l'huile d'olive (-1,1 point).

Maintien des conditions de financement et ajustement continu du marché des actions

Les conditions de financement seraient restées favorables au troisième trimestre 2026. Les créances sur l'économie auraient progressé de 11,1% en glissement annuel, après avoir augmenté de 8,4% et 11,6% aux premier et deuxième trimestres, respectivement, tirées par les crédits de trésorerie des entreprises et d'équipement. Les avoirs officiels de réserve auraient augmenté de 19,9% et les créances nettes sur l'administration centrale de 7,1%, soutenant un accroissement de la masse monétaire de 11,9%, après +11,7%. Parallèlement, le déficit de liquidité bancaire se serait accentué, conduisant Bank Al-Maghrib à relever ses financements aux banques et à maintenir son taux directeur à 2,25% pour le sixième trimestre consécutif. Les taux interbancaires se seraient alignés sur le taux directeur, tandis que les rendements des bons du Trésor auraient poursuivi leur expansion (+19 points de base à 1 an, +48 points à 5 ans). Sur le marché des changes, le dirham se serait déprécié de 2,2% face à l'euro et de 3,8% vis-à-vis du dollar.

Au niveau du marché des actions, la correction engagée depuis janvier 2026, après une performance notable enregistrée en 2025, se serait accentuée sur fond de renforcement des tensions géopolitiques et du nouveau choc énergétique. Au troisième trimestre 2026, le MASI aurait perdu 6,8%, en glissement annuel, après -0,4% un trimestre auparavant, mais la capitalisation boursière se serait appréciée de 4%. Le repli aurait marqué les cours de plusieurs sociétés cotées, notamment ceux des secteurs de la chimie, des sociétés de portefeuille, de l'électricité, de l'industrie agricole et des loisirs et hôtels.

Perspectives d'amélioration de la croissance au dernier trimestre de 2026

Sous l'hypothèse centrale d'une relative stabilité des prix de l'énergie et en l'absence de nouveaux chocs majeurs, l'activité économique devrait poursuivre son expansion au rythme de 4,7% au quatrième trimestre 2026. Cette amélioration reposerait, principalement, sur le rattrapage progressif des industries extractives et activités y afférentes, à mesure que leurs travaux d'entretien engagés aux deuxième et troisième trimestres s'achèvent et que les exportations se réajustent au nouveau cycle de reconstitution des stocks d'engrais dans les pays de l'Amérique Latine et de l'Afrique. La croissance resterait, en outre, largement portée par l'agriculture et les services, dont la contribution cumulée avoisinerait 4 points au quatrième trimestre 2026.

La demande intérieure continuerait à soutenir la croissance à fin 2026. La consommation des ménages devrait s'améliorer de 4,3% au quatrième trimestre 2026, en variation annuelle, sur fond du maintien des conditions attractives de financement bancaire et d'une reconduction des mesures budgétaires visant à contenir la propagation de l'inflation énergétique. À cette orientation favorable, s'ajouterait un accroissement prévu de l'investissement de 6,8%, impulsé par les grands projets d'infrastructure.

Ce scénario de croissance demeure, toutefois, exposé à des aléas. Une nouvelle intensification des tensions au Moyen-Orient, conjuguée au renforcement des contraintes d'accessibilité économique durant la période hivernale, pourrait provoquer un surcroît de pressions inflationnistes contraignant lourdement les capacités de production et la croissance économique.

À l'inverse, la levée des contraintes d'approvisionnement en matières premières énergétiques au Moyen-Orient et le repli des prix du pétrole soutiendraient un scénario de croissance plus favorable, situant la progression du PIB aux environs de 5,3% au lieu de 4,7% au quatrième trimestre 2026. Dans ce scénario, le redressement plus soutenu des industries chimiques soutiendrait la reprise industrielle (+1,6%), tandis que l'agriculture et les services resteraient les principaux moteurs de l'activité. Le reflux des prix énergétiques et alimentaires favoriserait, par ailleurs, une amélioration du pouvoir d'achat des ménages, créant des conditions plus favorables à la consommation et la stabilisation des taux d'intérêt contribuerait, en parallèle, à préserver les trésoreries des entreprises et à soutenir la formation brute de capital.

موجز الظرفية

من المرتقب أن يواصل الاقتصاد الوطني نموه خلال النصف الثاني من سنة 2026، رغم الصدمة الطاقية المرتبطة باندلاع الحرب في إيران، حيث يرجح أن يبلغ نمو الناتج الداخلي الخام حوالي 4,1% و 4,7% على التوالي خلال الفصلين الثالث والرابع من سنة 2026، بعد أن سجل ارتفاعاً بنسبة 4% خلال الفصل الثاني. ويعزى هذا الأداء إلى استمرار توسع أنشطة الفلاحة والخدمات الذي من شأنه أن يدعم النشاط الاقتصادي ويساهم في التخفيف من تداعيات الصدمة الطاقية. وسيظل الطلب الداخلي ركيزة هذا الصمود، في ظل استمرار ظروف نقدية مواتية واستقرار معدل التضخم دون عتبة 2%.

اعتدال النمو الاقتصادي خلال الفصل الثاني من 2026

أدى اندلاع الحرب في إيران، مع نهاية فبراير 2026، إلى إدخال الاقتصاد العالمي في أزمة جيوسياسية جديدة، رافقها ارتفاع أسعار المواد الأولية الطاقية على الصعيد الدولي إلى المستويات المسجلة سنة 2022. وانتقلت الصدمة أساساً إلى الاقتصاد الوطني عبر ارتفاع تكلفة المدخلات الطاقية والمعدنية، مما أثر سلباً على أداء الأنشطة الثانوية التي تراجعت قيمتها المضافة بـ 3,9%. غير أن انتعاش القطاع الأولي (+20,9%) وصمود الخدمات (+4%) خلال نفس الفترة قد ساهما في دعم نمو الناتج الداخلي الخام بنسبة 4% خلال الفصل الثاني من سنة 2026، عوض +4,6% خلال الفصل الأول.

وامتص الطلب الداخلي تداعيات هذه الصدمة على نحو غير متكافئ؛ حيث تراجع نمو إجمالي تكوين رأس المال إلى +6,8% خلال الفصل الثاني من سنة 2026 مقارنة بـ +10,8% خلال الفصل الأول، تحت تأثير تراجع الربحية، الناجم عن ارتفاع تكاليف الإنتاج بالإضافة إلى تباطؤ الطلب على السكن. وفي المقابل، حافظت نفقات استهلاك الأسر على منحائها التوسعي، محققة زيادة بـ 4,1% مدفوعة بتحسين الشغل مقابل الدخل (+4%) وزيادة اللجوء إلى الاقتراض (+4,5%) في نهاية يونيو 2026، مقارنة بـ +3,9% (في نهاية مارس).

وفي ظل هذه الظروف، ارتفعت حاجة الاقتصاد إلى التمويل لتبلغ 22 مليار درهم خلال الفصل الثاني من سنة 2026، مقابل 10,3 مليارات درهم خلال الفترة نفسها من سنة 2025. ويعكس هذا الارتفاع الأثر المشترك لتوسع العجز التجاري الراجع إلى ثقل الفاتورة الطاقية وتدهور شروط التبادل التجاري، إضافة إلى تفاقم العجز الميزانياتي بضغط من تكلفة آليات الدعم العمومي واستمرار المجهود الاستثماري العمومي.

استمرار صمود النمو خلال الفصل الثالث

من المنتظر أن يواصل الاقتصاد الوطني مسار نموه رغم امتداد الصدمة الطاقية خلال الفصل الثالث من سنة 2026، محققاً ارتفاعاً يقدر بنسبة 4,1% على أساس سنوي. وسيشكل القطاع الفلاحي الركيزة الأساسية لدعم الإنتاج بنمو سيبلغ 19,9%. كما ستسجل الخدمات ارتفاعاً بنسبة 3,9% مدفوعة بالأداء الإيجابي لفروع الإيواء والمطاعم والخدمات غير القابلة للمتاجرة. وعلى العكس من ذلك، ستواصل الأنشطة الثانوية منحائها التنافسي الذي بدأته خلال الفصل الثاني، وإن بتراجع أقل حدة (-1,9%) على أساس سنوي، مقابل (-3,9%)، إذ ستبين الصناعات الغذائية وقطاع السيارات وصناعة المعدات الكهربائية

عن مرونة أوسع، بينما ستظل أنشطة النسيج والصناعات الكيماوية وفروع انتاج المطاط والإلكترونيات دون المستويات المحققة خلال نفس الفترة من السنة الماضية.

ومن الراجح أن تواصل أسعار الواردات ارتفاعها بوتيرة تفوق نظيرتها المتعلقة بالصادرات خلال الفصل الثالث من سنة 2026، مما سيؤدي إلى انكماش أوسع للهوامش وتراجع شروط التبادل التجاري. وفي هذا السياق، يُرجح أن يواصل حجم الصادرات تباطؤه، مسجلاً ارتفاعاً بنسبة 6,2% خلال الفصل الثالث من سنة 2026، مقابل 7,6% خلال الفصل الثاني. وقد يتزامن هذا التطور مع تباطؤ في حجم الواردات، مما سيساهم في تخفيف الأثر السلبي للمبادلات الخارجية على النمو ليصل إلى 1,2- نقطة، بدلاً من 1,6- نقطة في الفصل السابق.

وعلى مستوى الاستثمار، ستواصل المقاولات تكثيف نفقاتها في ظل استمرار ارتفاع تكلفة التجهيزات المستوردة ومدخلات البناء، بيد أن مواصلة إنجاز مشاريع البنية التحتية سيسهم في رفع إجمالي تكوين رأس المال بنسبة 6,2% خلال الفصل الثالث من سنة 2026 على أساس سنوي. وبالموازاة مع ذلك، يرتقب أن يحقق استهلاك الأسر تحسناً بنسبة 4,1% خلال الفترة نفسها، مدعوماً بتراجع طفيف في معدل التضخم (0,3%-)، إذ سيساهم انخفاض الأسعار الغذائية (3,6%-) ولا سيما أسعار الدواجن والخضراوات والبيض، وخاصة زيت الزيتون (1,1- نقطة) في كبح تأثير الارتفاع المسجل في الأسعار غير الغذائية (2,4%+)، الناجم بالأساس عن ارتفاع أثمان البنزين.

ظروف مواتية للتمويل وتعديل متواصل في سوق الأسهم

من الراجح أن تظل ظروف التمويل مواتية خلال الفصل الثالث من سنة 2026، حيث سيرتفع حجم القروض الموجهة للاقتصاد بنسبة 11,1% على أساس سنوي، بعد تسجيله نمواً بنسبة 8,4% و 11,6% خلال الفصلين الأول والثاني على التوالي، مدفوعاً بتزايد تسهيلات الخزينة للشركات وقروض التجهيز. وستشهد الأصول الاحتياطية الرسمية تنامياً بنسبة 19,9% وصافي الديون على الإدارة المركزية بنسبة 7,1%، مما سيدعم نمو الكتلة النقدية بنسبة 11,9%، مقابل 11,7% خلال الفصل السابق. وبالموازاة مع ذلك، يرتقب أن يواصل عجز السيولة البنكية توسعه خلال نفس الفترة، ما سيدفع ببنك المغرب إلى الرفع من حجم ضخه المالي للبنوك مع الإبقاء على سعر الفائدة الرئيسي عند 2,25% للفصل السادس على التوالي. وستحذو أسعار الفائدة بين البنوك سعر الفائدة الرئيسي، في حين ستشهد عائدات سندات الخزينة ارتفاعاً (19+ نقطة أساس لأجل سنة واحدة، و 48+ نقطة أساس لأجل 5 سنوات). وفي سوق الصرف، ينتظر أن تعرف قيمة الدرهم تراجعاً بنسبة 2,2% مقابل اليورو وبنسبة 3,8% أمام الدولار.

أما على صعيد سوق الأسهم، يرجح أن تشتد حدة الحركة التصحيحية التي عرفها أداء السوق منذ يناير 2026 عقب الطفرة المسجلة سنة 2025، وذلك في سياق ارتفاع التوترات الجيوسياسية الخارجية وتبعات الصدمة الطاقية الجديدة. ومن المنتظر أن يعرف مؤشر "مازي" (MASI) تراجعاً بنسبة 6,8% على أساس سنوي، بعد انخفاضه بـ 0,4% خلال الفصل السابق. في حين سترتفع رسملة البورصة بنسبة 4%. وسيهم المنحنى التنازلي للأداء عدة شركات مدرجة، لا سيما في قطاعات الصناعات الكيماوية، وشركات المحافظ، والكهرباء، والصناعات الفلاحية، وكذا الفنادق والترفيه.

توقعات بتحسن النمو خلال الفصل الرابع من سنة 2026

يُتَوَقَّعُ أن يُواصل النشاط الاقتصادي نموه بمعدل 4,7% خلال الفصل الرابع من عام 2026، وذلك بالاستناد إلى الفرضية الأساسية المتعلقة باستقرار نسبي لأسعار الطاقة وغياب أي صدمة رئيسية جديدة. وَيَزْتَكِزُ هذا التحسن بشكل أساسي على تراجع وتيرة انخفاض انتاج قطاع الصناعات الاستخراجية

والأنشطة المرتبطة به، مع اكتمال أعمال الصيانة التي ميزت الفصلين الثاني والثالث، وتحسن الصادرات الناجم عن استئناف دورة إعادة تكوين مخزونات الأسمدة في دول أمريكا اللاتينية وأفريقيا. وسيظل النمو مدفوعاً بمساهمة مهمة لقطاعات الفلاحة والخدمات، تقدر بـ 4 نقاط مئوية.

ومن الراجح أن يواصل الطلب الداخلي دعم النمو خلال الفترة ذاتها، إذ يُنتظر أن يسجل استهلاك الأسر تحسناً بنسبة 4,3% في الفصل الرابع من عام 2026، على أساس سنوي، مستفيداً من استمرار ظروف التمويل البنكي المواتية وتمديد التدابير المالية الرامية إلى كبح تداعيات تضخم أسعار الطاقة. وسيؤاكب هذا التوجه الإيجابي ارتفاع مرتقب في الاستثمار بنسبة 6,8%، مدفوعاً بالمشاريع الكبرى للبنية التحتية.

غَيْرَ أَنَّ هذا المسار يَظَلُّ محفوفاً بالشكوك، إذ سيُؤدّي تصاعد جديد للتوترات في الشرق الأوسط، مقترناً بتزايد صعوبات التوريد بالوقود خلال فصل الشتاء، إلى إحداث ضغط تضخمي إضافي وفرض قيود على القدرات الإنتاجية والنمو في وقت واحد .

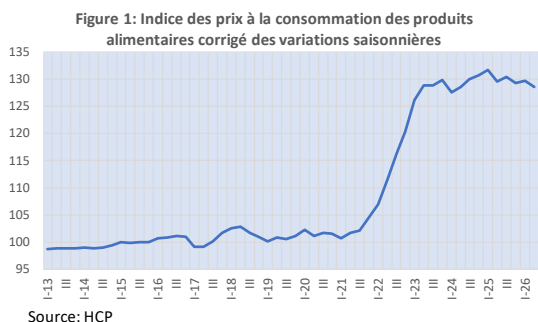
وَعَلَى العَكْسِ مِنْ ذَلِكَ، سَيُذَعَمُ زوال قيود التزود بالمواد الأولية الطاقية وانخفاض أسعار البترول تحقيق دينامية أكثر وضوحاً للاقتصاد الوطني قد ترفع معدل نموه إلى 5,3% عوض 4,7% خلال الفصل الرابع من 2026. حيث سَيُعَزِّزُ التعافي القوي للصناعات الكيماوية تحولاً نحو الارتفاع في النشاط الصناعي (+1,6%)، بينما سَتَسْتَمِرُّ الفلاحة والخدمات كفاطرتين أساسيتين للنشاط. كما سَيُتَّبَعُ تراجع أسعار الطاقة والمواد الغذائية تحسناً في القدرة الشرائية للأسر، مما يُوفِّرُ ظروفاً أكثر إيجابية للاستهلاك وسيُساهِمُ استقرار أسعار الفائدة من جهة أخرى في الحفاظ على السيولة النقدية للشركات ودعم إجمالي تكوين رأس المال.



FOCUS THÉMATIQUES

Focus 1 : COMMENT LES MENAGES FORMULENT-ILS LEURS APPRECIATIONS ?

Depuis la crise sanitaire de 2020, une partie des ménages continue d'associer l'évolution des prix alimentaires à un niveau durablement élevé. Cette perception persistait alors même que l'indice des prix à la consommation des produits alimentaires (IPCA) avait quasiment stagné en 2024 et 2025, après les fortes hausses (+11% et +12,5%) enregistrées en 2022 et 2023. Ce décalage entre l'évolution mesurée des prix et l'appréciation qu'en font les ménages soulève une question importante : comment les ménages évaluent-ils l'évolution des prix et sur quelles informations fondent-ils leurs perceptions ?

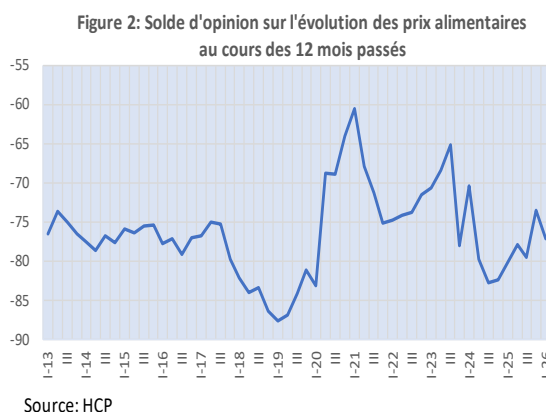


Deux mesures qui ne reposent pas sur la même information

L'inflation mesurée statistiquement et celle perçue par les ménages répondent à deux logiques différentes. La première repose sur les résultats de l'enquête mensuelle menée par le HCP auprès d'environ 90 000 points de vente. L'indice des prix à la consommation, construit par référence à un panier composé de 546 articles et de 1391 variétés de produits consommés par les ménages, constitue une mesure agrégée des prix dont l'évolution quantitative permet de suivre les fluctuations de l'inflation.

Les perceptions des ménages sont, quant à elles, recueillies dans le cadre de l'enquête qualitative de conjoncture, réalisée trimestriellement auprès des ménages depuis 2008. Elles traduisent une évaluation subjective de l'évolution annuelle passée et future des prix qui dépend davantage des coûts auxquels les ménages sont directement confrontés et des informations qu'ils retiennent de leur expérience quotidienne. Cette distinction est

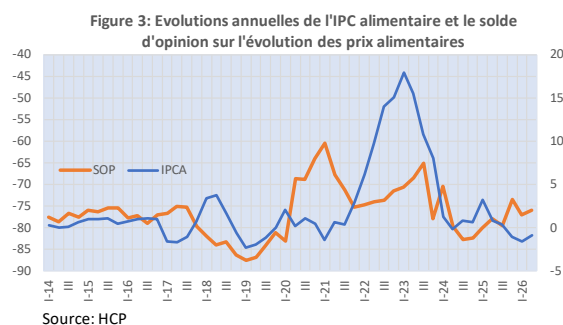
particulièrement importante pour les produits alimentaires, qui représentent 38,93% du panier de consommation des ménages selon la structure de l'année de base. Dans ces conditions, la perception de l'évolution des prix alimentaires ne correspond pas à une moyenne statistique des variations observées dans l'économie, mais constitue plutôt une appréciation sélective de leur évolution, influencée par la fréquence des achats, leur importance dans le budget du ménage et la visibilité sur les variations de l'offre. L'appréciation de l'évolution des prix alimentaires peut ainsi évoluer différemment de l'IPC correspondant, sans que l'écart constitue nécessairement une divergence entre les deux mesures.



Après 2020, un changement dans le référentiel d'appréciation ?

La figure 3 présente les évolutions annuelles du solde d'opinion des ménages relatif à l'évolution passée des prix alimentaires et de l'IPC alimentaire corrigé des variations saisonnières, sur la période 2014-2026.

Entre 2014 et 2016, les fluctuations des deux séries sont relativement synchronisées, avant qu'un décrochage ne s'installe à partir de 2017. Alors que les prix alimentaires ont enregistré des hausses en 2018, puis une forte accélération en 2022 et 2023, dans un contexte marqué par des épisodes de sécheresse et du choc énergétique consécutif à la guerre en Ukraine, les appréciations des ménages ont suivi une dynamique différente, particulièrement au cours de la période 2020-2022, avec plusieurs vagues de hausses.



Cette divergence pourrait suggérer une modification du référentiel mobilisé par les ménages pour apprécier l'évolution des prix après 2020. Plusieurs mécanismes peuvent être envisagés. Les ménages pourraient accorder davantage d'importance au niveau cumulé de croissance des prix qu'à leur variation récente. Une asymétrie dans le traitement de l'information pourrait, également, être envisagée ; les hausses pouvant être davantage prises en compte que les baisses, notamment lorsque les prix connaissent des mouvements successifs de forte amplitude. Une actualisation imparfaite de l'information relative aux évolutions passées pourrait, aussi, contribuer au décalage observé. Ces différentes hypothèses peuvent être confrontées aux données à l'aide de tests appropriés permettant d'en apprécier la pertinence empirique.

Avant d'examiner la relation de long terme et les mécanismes d'ajustement entre l'inflation alimentaire perçue et l'inflation mesurée, les séries ont été corrigées des variations saisonnières et leurs propriétés statistiques ont été étudiées à l'aide de statistiques descriptives et de tests de stationnarité. Cette étape préalable permet de déterminer les propriétés des séries et de vérifier les conditions nécessaires à l'analyse de cointégration. Les résultats indiquent que les deux variables peuvent être intégrées dans un cadre permettant d'examiner leur relation de long terme. Les tests statistiques ont été menés sur 54 observations trimestrielles, à partir des données issues de l'enquête sur les prix à la consommation et de l'enquête de conjoncture produites par le HCP.

Une divergence de court terme, mais une relation stable sur le long terme

La première hypothèse examinée porte sur le processus d'ajustement des perceptions par rapport à l'évolution mesurée des prix. Pour cela, le test de cointégration aux bornes de Pesaran, Shin et Smith (2001) a été mobilisé,

notamment en raison de son adaptation à des échantillons de taille moins élevée. Les résultats ont confirmé la présence d'un mécanisme de correction d'erreur des appréciations des ménages sur l'inflation observée. Le terme de correction d'erreur est négatif, s'établissant à $-0,353$ statistiquement significatif (avec une probabilité associée de $0,0003$). Autrement, les écarts entre les deux variables ne se maintiennent pas durablement, mais se corrigent à hauteur de 35% par trimestre. La demi-vie de l'écart peut ainsi être estimée à environ 1,6 trimestre. La persistance observée dans le solde d'opinion est distinguée d'une inertie très lente des perceptions, traduisant une persistance du niveau de prix atteint précédemment dans le référentiel utilisé par les ménages.

Le niveau cumulé des prix comme référence

L'étape suivante consiste à examiner si les ménages réagissent principalement aux variations récentes des prix ou s'ils prennent également en compte l'évolution cumulée du niveau des prix. Pour distinguer ces deux mécanismes, l'approche d'Hendry et Grayham (1989) a été mobilisée afin de confronter deux spécifications concurrentes : l'une fondée principalement sur le flux ou la variation passée de l'inflation et l'autre sur l'évolution cumulée des prix.

Les résultats du test indiquent que les appréciations des ménages sont davantage associées au niveau cumulé atteint par les prix (coefficient= $-0,384$, Erreur. type= $0,065$) qu'à leur seule variation récente (coefficient= $-0,455$, Erreur.type= $0,154$). Cela signifie qu'un ralentissement du rythme d'augmentation des prix ne se traduit pas nécessairement par une baisse immédiate de la perception de l'inflation.

Ce résultat fournit un élément d'interprétation du décrochage observé entre l'IPC alimentaire et le solde d'opinion au cours de la période récente. Il suggère que l'écart entre inflation mesurée et inflation perçue ne résulte pas uniquement d'une réaction retardée aux variations courantes, mais est également lié à la variation cumulée du niveau de prix au cours des périodes précédentes.

Une prise en compte asymétrique des variations de prix

La dernière hypothèse examinée concerne l'éventuelle asymétrie dans la réaction des ménages aux hausses et aux baisses de prix.

L'analyse s'appuie sur l'approche proposée par Shin, Yu et Greenwood-Nimmo (2014), qui permet de distinguer les effets associés aux mouvements positifs et négatifs de l'IPC alimentaire.

Les résultats confirment la présence d'une asymétrie dans la prise en compte des variations de prix. Autrement, les épisodes de hausse semblent modifier significativement l'appréciation des ménages (coefficient=-2,51, Erreur. type=0,711), alors que les baisses ne se traduisent pas par une modification statistiquement significative du solde (coefficient=0,92, Erreur. type=1,508). Ainsi, le ralentissement ou la baisse ponctuelle de l'IPC alimentaire ne suffit pas nécessairement à faire revenir les perceptions au niveau antérieur, alors que les hausses passées semblent laisser une trace plus durable dans le référentiel de comparaison des ménages.

Pris conjointement, les différents tests conduisent à nuancer l'hypothèse initiale selon laquelle la persistance des perceptions élevées s'expliquerait principalement par une absence d'actualisation de l'information par les ménages. Les données suggèrent plutôt que le solde d'opinion incorpore rapidement l'information relative au niveau atteint par les prix, mais que cette information ne se réduit pas à leur variation la plus récente. Après les fortes hausses enregistrées depuis 2021, l'évolution cumulée des prix constitue désormais un référentiel important dans l'appréciation des ménages. À cette référence au niveau des prix s'ajoute une asymétrie : les hausses récentes sont significativement intégrées dans les appréciations, mais les baisses ne semblent pas produire d'effet statistiquement détectable. Dans ces conditions, les appréciations des ménages ne peuvent être interprétées comme un défaut d'actualisation de l'information, mais traduisent l'effet conjugué de deux mécanismes complémentaires : un ancrage sur le niveau

cumulé de l'évolution des prix et une prise en compte asymétrique des variations récentes.

Références

Accardo J., Célérier C., Herpin N. & Irac D. (2011) « L'inflation perçue ». *Économie et statistique*, 447(1), 3-31.

Hendry, David F. et Mizon, Grayham E. (2010), *Econometric Modelling of Changing Time Series*, Department of Economics Discussion Paper Series, n° 475, University of Oxford, Manor Road Building, Oxford.

Insee (2018), « Que disent les ménages sur leur perception des évolutions de leur niveau de vie dans les enquêtes de conjoncture ? », éclairage de la Note de conjoncture, décembre.

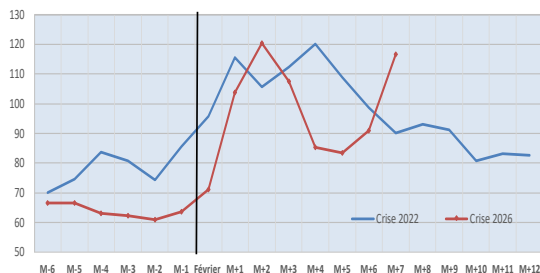
Pesaran, M. Hashem, Shin, Yongcheol et Smith, Richard J. (2001) / Wong Kai Seng, Kelly et Law Siong Hook (2018), *Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships / Bounds Test and ARDL Cointegration Test*, document de travail / cours, Universiti Putra Malaysia (UPM).

Shin, Yongcheol, Yu, Byungchul et Greenwood-Nimmo, Matthew (2014), « Modelling Asymmetric Cointegration and Dynamic Multipliers in a Nonlinear ARDL Framework », in Sickles, R. C. et Horrace, W. C. (éds.), *Festschrift in Honor of Peter Schmidt: Econometric Methods and Applications*, Springer, New York, pp. 281-314.

Focus 2: QUELLES BRANCHES D'ACTIVITE SONT LES PLUS EXPOSEES AU CHOC PETROLIER DE 2026 ?

Après deux années d'apaisement des tensions inflationnistes importées, l'année 2026 est marquée par un nouveau choc pétrolier, plus inscrit en durée qu'initialement anticipé. Les cours internationaux des matières premières énergétiques ont, ainsi, retrouvé des niveaux proches de ceux observés lors du dernier choc énergétique succédant le déclenchement de la guerre en Ukraine en février 2022. Le nouveau choc, amorcé à fin février 2026, résulte principalement des perturbations affectant l'offre de matières premières énergétiques transitant par le détroit de Hormuz.

Figure 1: cours de Brent (\$/baril)



Source : WB, élaboration Inac-HCP

Contrairement à 2022, où l'intensification du choc avait été plus forte au cours des quatre premiers mois après le choc, puis suivie d'un reflux progressif, les tensions actuelles se prolongent en durée. Au sixième mois suivant le déclenchement de la guerre contre l'Iran, la persistance des hostilités continue d'alimenter l'incertitude sur les conditions d'approvisionnement énergétique, soutenant une hausse du cours international du Brent à 90,9 \$/baril en août 2026. Parallèlement, le prix à l'import du gasoil et fuel a connu une appréciation de 47,7%, en variation annuelle.

Dans ce contexte, l'enjeu consiste à étudier le coût de ce nouveau choc pétrolier pour l'économie nationale. Il est nécessaire, à cet effet, d'identifier les branches dont la structure productive les rend particulièrement sensibles au renchérissement des intrants énergétiques. Pour ce faire, l'analyse s'appuie sur deux dimensions complémentaires : d'une part, le

poids des consommations intermédiaires énergétiques dans la production et d'autre part, la capacité des branches les plus exposées à absorber ou à répercuter la hausse des coûts, en s'appuyant notamment sur l'expérience du précédent choc de 2022.

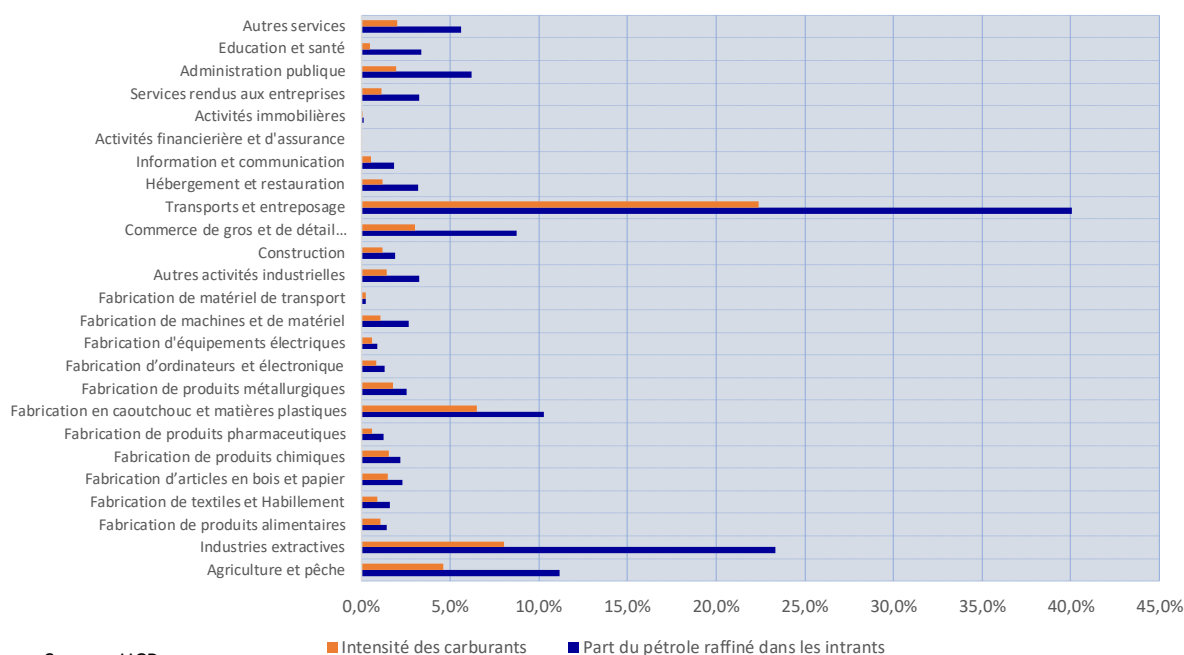
Une exposition très différenciée

L'exposition du tissu productif national aux effets d'un choc pétrolier demeure modérée, avec une intensité des carburants s'élevant à 3,5% pour l'ensemble des branches d'activité et se réduisant à 2,7% de la production si l'on exclut les filières énergétiques. Cette proportion masque, toutefois, des écarts sectoriels importants. L'agriculture et la pêche présentent une exposition intermédiaire avec des consommations de carburants représentant environ 4,6% de leur production et près de 11,2% de l'ensemble de leurs consommations intermédiaires. Les industries extractives sont davantage exposées, avec une intensité pétrolière atteignant 8,1%.

Au sein de l'industrie manufacturière, certaines activités présentent, également, une dépendance importante aux intrants pétroliers. La fabrication d'articles en caoutchouc et en matières plastiques est directement affectée, avec une intensité d'environ 6,5%. Elle est suivie par la métallurgie, les industries chimiques et la fabrication d'articles en bois et en papier à hauteur de 1,8%, 1,5% et 1,47% respectivement.

Dans les services, le transport constitue l'activité la plus exposée au renchérissement des carburants. Le commerce, l'administration publique et les autres services présentent également une consommation énergétique non négligeable ; les carburants représentant environ 7,5%, en moyenne, de leurs consommations intermédiaires.

Figure 2: Exposition au choc pétrolier hors industries énergétiques



Source: HCP

Au-delà de la facture énergétique : les effets directs et indirects

L'exposition directe aux carburants ne constitue qu'une première dimension de la vulnérabilité. Une branche peut être relativement peu consommatrice d'énergie dans son propre processus de production, mais fortement exposée au choc par l'intermédiaire de ses fournisseurs. La vulnérabilité dépend ainsi de plusieurs facteurs : la capacité des entreprises à répercuter la hausse des coûts dans leurs prix de vente, leur intensité capitalistique, leur accès au financement ainsi que leur degré d'exposition à la concurrence internationale.

Pour tenir compte des interdépendances interbranches, une analyse input-output fondée sur le modèle de Leontief en prix a été utilisée, en vue de simuler l'effet d'une hausse du prix du pétrole raffiné sur les coûts de production des différentes branches et, par conséquent, sur leur valeur ajoutée unitaire. Ce type d'analyse permet de distinguer deux canaux de transmission du choc pétrolier. Le premier capte l'effet sur les branches qui consomment une quantité importante d'énergie dans leur propre processus de production, alors que le

second concerne les branches qui consomment relativement peu d'énergie directement, mais utilisent des intrants produits par des branches elles-mêmes fortement énergivores.

Les résultats identifient les filières de l'électricité, du transport et des industries extractives comme étant les activités, dont les coûts de production augmenteraient le plus fortement. La fabrication de produits en caoutchouc et en matières plastiques, la chimie et la métallurgie enregistreraient également une hausse des coûts, mais de moindre ampleur. À l'inverse, les autres branches seraient affectées de manière plus marginale.

Une pression potentielle sur la valeur ajoutée et les marges

La hausse des coûts intermédiaires ne se traduit pas mécaniquement par une baisse équivalente de la rentabilité, mais ses effets dépendront de la capacité des entreprises à ajuster leurs prix de vente. Sur l'ensemble des branches d'activité, un choc correspondant à un

renchérissement de 29,5%¹, sur un an, des prix du pétrole raffiné, conduirait à une baisse d'environ 0,9% de la valeur ajoutée unitaire globale. Pour rappel, la valeur ajoutée unitaire correspond à la part de la valeur ajoutée produite qui reste disponible pour être distribuée entre les salariés, les actionnaires et l'État après paiement des consommations intermédiaires. Lorsque les coûts intermédiaires augmentent sans que les prix de vente progressent dans les mêmes proportions, cette valeur ajoutée unitaire se contracte.

Lorsque le choc est élargi aux prix de l'extractif, la contraction estimée de la valeur ajoutée unitaire globale pourrait atteindre -2,3%. Dans le scénario étudié, la branche de l'électricité connaîtrait une compression significative de sa valeur ajoutée unitaire (-30,9%), sous l'hypothèse de non répercussion sur les prix de vente et non utilisation des sources d'énergie substituables (éolien, solaire, hydraulique). La chimie et le transport enregistreraient, également, des baisses modérées, tandis que les effets sur l'agriculture et les services hors transport évolueraient entre -0,1% et -2,9%.

Figure 3: effets des chocs sur la valeur ajoutée brute des branches



Source: HCP

L'ampleur de cette compression dépend directement du degré de transmission du choc aux prix de vente. Une transmission intégrale de la hausse des coûts laisserait la valeur ajoutée unitaire inchangée. À l'inverse, une

absence totale de répercussion conduirait à une compression maximale. L'expérience de 2022 montre, en effet, que certaines branches avaient non seulement répercuté la hausse de leurs coûts, mais, également, augmenté leurs prix au-delà de celle-ci, contribuant ainsi à la reconstitution de leurs marges.

2022 : une expérience révélatrice de forte capacité d'absorption

L'expérience du choc énergétique de 2022 constitue un point de référence particulièrement utile. Elle a affirmé que l'exposition de l'appareil productif au choc énergétique et la vulnérabilité économique ne se confondaient pas nécessairement. Trois mécanismes ont contribué à absorber une partie de ce choc : la répercussion partielle des hausses de coûts dans les prix de vente, la substitution électrique et les amortisseurs budgétaires, notamment les dispositifs visant à limiter l'impact immédiat de la hausse des prix de l'énergie sur les ménages et les entreprises (indemnités aux transports, stabilisation des prix de l'électricité).

Les performances sectorielles enregistrées en 2022 mettent en évidence une capacité d'absorption sectorielle très différenciée. Les industries agroalimentaires et les industries extractives comptaient parmi les activités ayant relativement mieux résisté à la hausse des coûts énergétiques. Dans un contexte de demande favorable, l'augmentation de leurs prix de vente leur avait permis de compenser la progression des coûts de production et d'améliorer leurs marges.

À l'inverse, la pêche, la fabrication d'articles en caoutchouc et en matières plastiques, la métallurgie et les transports avaient été directement pénalisés par le renchérissement des intrants énergétiques. La filière énergétique, notamment électrique, avait vu son taux de marge se réduire de 5 points.

Un autre facteur important concerne le délai de transmission aux prix de vente. En 2022, les branches directement exposées n'avaient, pour l'essentiel, pas répercuté immédiatement l'intégralité de la hausse de leurs coûts.

¹ Estimation basée sur l'évolution enregistrée au cours des huit premiers mois de 2026 et une hypothèse de 90 \$/baril sur le restant de l'année.

L'ajustement des prix de vente s'était davantage opéré en 2023, avant de se généraliser en 2024, permettant aux entreprises de reconstituer leurs marges.

Dans l'ensemble, le taux de marge avait conservé une orientation globalement favorable en 2022 et n'avait été que, modérément, affecté par le choc énergétique. Cette résilience avait, particulièrement, bénéficié d'une recomposition sectorielle de la croissance. La période 2022-2024 avait été, en effet, marquée par le redressement soutenu post-covid des activités tertiaires, notamment le tourisme, les services aux ménages et aux entreprises et les activités de loisirs. Le raffermissement de la demande intérieure et la progression des prix des prestations dans ces activités avaient soutenu leurs marges et contribué à compenser les baisses des taux de marge enregistrées au niveau des branches secondaires fortement affectées par la hausse des coûts de production. Au total, le taux de marge des sociétés non financières s'est amélioré de 1,6 point en 2022, alors que leur valeur ajoutée unitaire avait accusé une régression de 2,8%.

La configuration de 2026 apparaît cependant sensiblement différente. La principale spécificité du nouveau choc tient à sa durabilité. Après les anticipations d'un retour des prix vers leurs niveaux d'avant-choc, notamment à la suite de l'accord conclu avec l'Iran en juin 2026,

la réouverture puis la fermeture du détroit d'Hormuz et la reprise des hostilités ont ravivé les tensions sur les marchés énergétiques. Le cours international du Brent s'est, ainsi hissé à 116\$ en septembre 2026, au lieu de 90\$ en août.

Cette durée plus longue qu'attendu pourrait modifier potentiellement les conditions d'absorption du choc. En 2022, les services avaient joué un rôle important dans la recomposition de la croissance et dans le soutien aux marges, mais leur capacité à jouer ce rôle en 2026 s'est modérée ; leur phase de rattrapage post-Covid étant largement achevée en 2025. Parallèlement, les branches industrielles sont de nouveau confrontées à une hausse des coûts énergétiques, associée à une demande étrangère affectée par les tensions commerciales et la réorientation des partenaires commerciaux vers les marchés régionaux. Cette configuration réduit les marges de manœuvre dont disposaient les entreprises en faveur d'une répercussion rapide et intégrale des hausses de coûts sur les prix de vente. À l'inverse, une absorption du choc par les marges pèserait directement sur leur rentabilité et, à terme, sur leurs capacités d'investissement.

Références

Araújo, J., Chawki, S., El-Mansouma, Y. et Masnaoui, M. (2023), *Analyse de l'impact de l'arrêt de la raffinerie Samir par une approche input-output interrégionale*, Policy Center for the New South (PCNS), Policy Paper.

Chabert, Alexandre (1950), « Le système d'input-output de W. Leontief et l'analyse économique quantitative », *Économie appliquée*, vol. 3, n° 1, pp. 173-205.

Kim, Kyung-Hag, Kim, Ju-Hee et Yoo, Seung-Hoon (2020), « Input-Output Analysis of the Economic Role and Effects of the Mining Industry in South Korea », *Energies / MDPI*, vol. 13, n° 8.

Stöver, Britta, Wiebe, Kirsten S., Lehr, Ulrike et Wolter, Marc Ingo (2012), *Input-Output Modelling in the MENA Region – A case study for Morocco*, GWS Discussion Paper, n° 12-3, Gesellschaft für Wirtschaftliche Strukturforschung (GWS) mbH.



TENDANCES CONJONCTURELLES

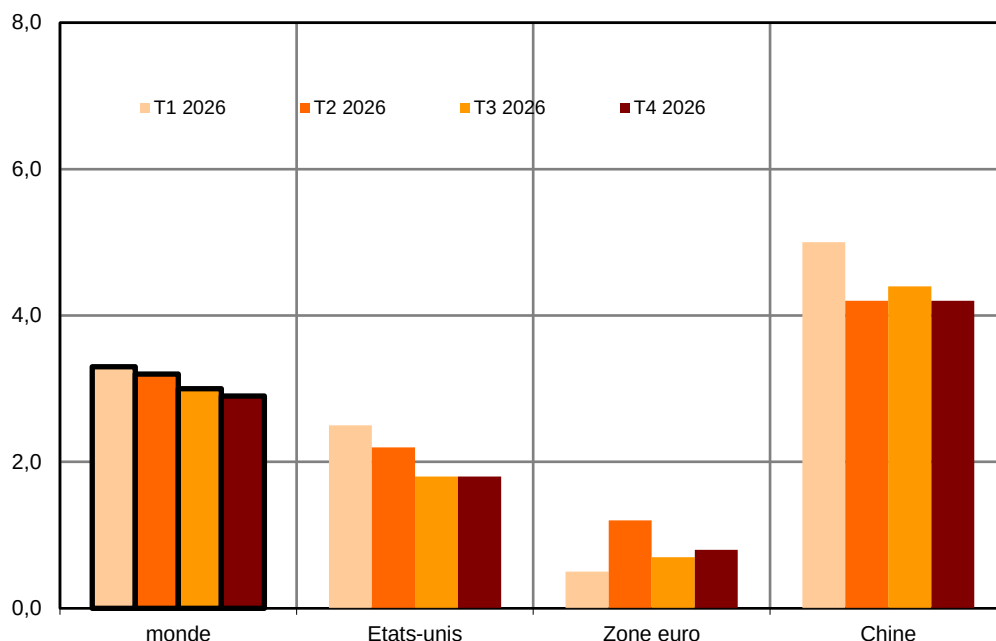
ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

Ralentissement de l'économie mondiale au deuxième trimestre 2026

Le deuxième trimestre 2026 a été marqué par la transmission du choc énergétique à l'économie mondiale. La réduction de l'offre en provenance du Golfe a entraîné une forte hausse des prix du pétrole, du gaz et de certains produits dérivés. Malgré cette dégradation de l'environnement international, les principales économies ont conservé une capacité de résistance appréciable, soutenues par des moteurs internes encore actifs.

Croissance mondiale

(GA en %)



Source : GPM, INSEE octobre 2026

L'économie américaine a maintenu une croissance soutenue, à 2,2% en rythme annuel. La consommation des ménages, l'investissement technologique et les exportations ont constitué les principaux ressorts de l'activité, tandis que le marché du travail a poursuivi sa normalisation.

Dans la zone euro, le redressement s'est confirmé, avec une expansion de 1,2% au deuxième trimestre, après 0,5% au premier. La consommation privée a progressé de 1,1%, dans un contexte d'amélioration de l'emploi, tandis que les exportations nettes ont apporté une contribution positivement significative. Cette évolution d'ensemble a, toutefois, recouvert des situations nationales contrastées. L'Allemagne a enregistré une progression de 0,9% sur le trimestre, portée notamment par les exportations et l'industrie, alors que la France a affiché une croissance de 0,7%. L'Espagne a, pour sa part, conservé une dynamique nettement plus soutenue, avec 2,7%, tirée par la vigueur de la demande intérieure.

En Chine, la décélération s'est poursuivie ; le PIB ayant progressé de 4,2% sur un an, contre 5% au premier trimestre. La production industrielle, les exportations et les secteurs technologiques, notamment les véhicules électriques, ont continué de soutenir l'activité. La demande intérieure est, néanmoins, demeurée peu dynamique, la consommation progressant faiblement et l'investissement reculant.

Redressement de l'activité au troisième trimestre

Après le ralentissement enregistré au deuxième trimestre 2026, les premiers indicateurs relatifs au troisième trimestre ont fait ressortir une amélioration de la conjoncture mondiale. Les enquêtes PMI de juillet et août auraient, notamment, confirmé une amélioration de l'activité, avec une contribution plus marquée des services et des signes d'une amélioration de l'industrie manufacturière. La dynamique mondiale aurait ainsi, retrouvé un peu d'élan, sans pour autant revenir aux rythmes observés avant le ralentissement du premier semestre.

En particulier, le PIB aurait progressé de 1,8% en variation annuelle aux Etats-Unis. Le raffermissement des services et la reprise du secteur manufacturier auraient accompagné une demande privée encore solide, portée par la résilience de la consommation des ménages et l'amélioration de l'investissement des entreprises.

La zone euro aurait, également, prolongé sa progression, à 0,7% au troisième trimestre. La demande intérieure aurait résisté, portée par la bonne tenue de l'emploi et la poursuite des investissements, notamment dans les technologies et l'intelligence artificielle. Cette amélioration serait, toutefois, demeurée partielle, sur fond du maintien de la crise de l'énergie et des perturbations liées à des conditions climatiques exceptionnelles. Les écarts entre économies seraient restés importants. L'activité aurait conservé une dynamique relativement robuste en Espagne, mais aurait enregistré des rythmes plus modérés en France, en Allemagne et en Italie.

La Chine aurait, pour sa part, amorcé une stabilisation, avec une croissance de 4,4%, après le ralentissement du deuxième trimestre. Cette reprise aurait principalement reposé sur les exportations et l'industrie, portée par les activités de haute technologie, les batteries, la robotique industrielle et les applications liées à l'intelligence artificielle, alors que la demande intérieure serait, cependant, restée en retrait.

Un nouvel infléchissement attendu en fin d'année

Le quatrième trimestre devrait marquer un nouveau ralentissement de l'activité mondiale. Après le redressement observé au cours de l'été, les effets du renchérissement de l'énergie et du durcissement des conditions financières pèseraient davantage sur la demande. Aux États-Unis, la croissance resterait positive, mais ralentirait, avec une progression du PIB attendue à 1,8%. Le tassement de la consommation et le maintien d'une politique monétaire restrictive freineraient l'expansion, tandis que l'investissement des entreprises, notamment dans l'intelligence artificielle, demeurerait un soutien déterminant pour la demande intérieure.

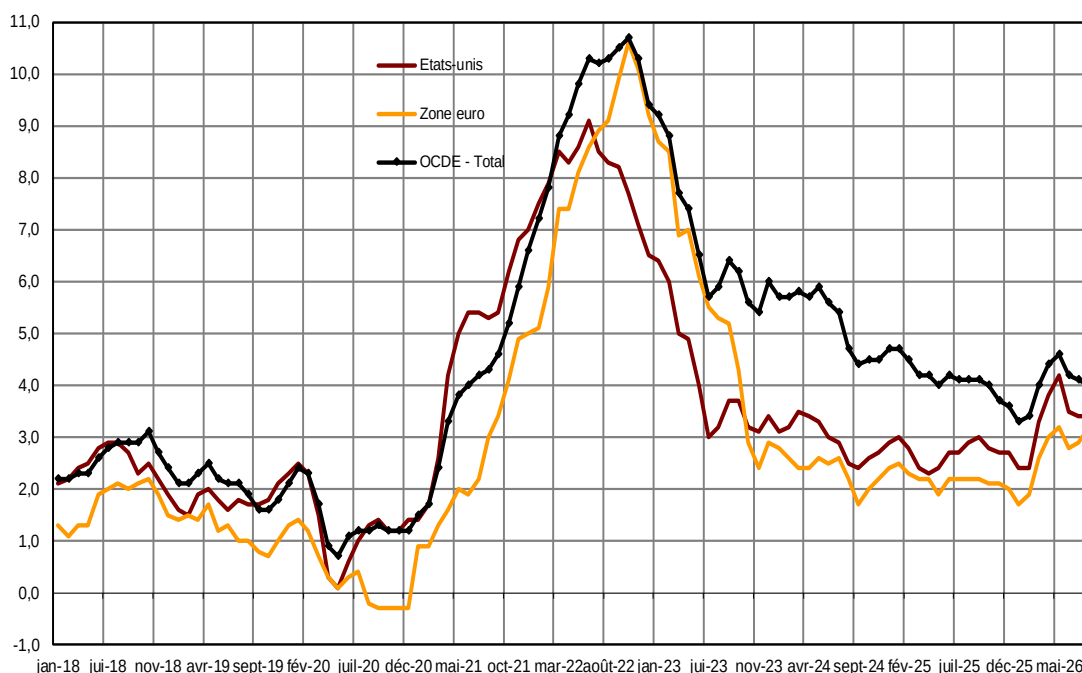
La zone euro aborderait le dernier trimestre sur une trajectoire plus modérée, avec une croissance qui pourrait atteindre 0,8% en glissement annuel. Le renchérissement énergétique et une demande intérieure moins vigoureuse limiteraient le rythme d'expansion, mais les investissements dans les infrastructures, la défense et les technologies de pointe, continueraient de soutenir la croissance.

Du côté chinois, l'activité évoluerait à un rythme modéré, autour de 4,2%. L'industrie et les exportations resteraient portées par les filières technologiques et les investissements associés à l'intelligence artificielle. Cette dynamique productive ne suffirait, toutefois, pas à compenser la faiblesse persistante de la demande intérieure.

Sur l'ensemble de 2026, la croissance mondiale s'établirait à 2,9%, au lieu de 3,2% en 2025. Cette inflexion serait principalement attribuable au choc énergétique lié au conflit au Moyen-Orient, à la résurgence des tensions inflationnistes et au retour des politiques monétaires restrictives. La solidité relative de la consommation et de l'investissement, ainsi que l'essor rapide des activités liées à l'intelligence artificielle, continueraient, toutefois, de soutenir la croissance, empêchant un ralentissement plus marqué.

Evolution de l'inflation

(GA en %)



Source : OCDE, octobre 2026

Retour en force des tensions inflationnistes

Les tensions inflationnistes ont connu un sensible mouvement de reprise au deuxième trimestre 2026, après la période de désinflation observée pendant 2024-2025, dans le sillage du choc sur les matières premières énergétiques, consécutif au déclenchement de la guerre en Iran. Les effets ont été, particulièrement, importants dans les économies importatrices d'énergie, avec une hausse du coût des carburants, du transport, de l'électricité et des intrants industriels. C'est ainsi que le taux d'inflation s'est établi à 3,8% aux Etats-Unis et à 3% en zone euro.

La montée de l'inflation se serait poursuivie au troisième trimestre. Aux États-Unis, la hausse des prix se serait stabilisée à un niveau élevé, avec un taux de 3,4%. Dans la zone euro, l'inflation se serait accélérée, passant de 3% au deuxième trimestre à 3,3%, avec un pic de 3,8% atteint en septembre.

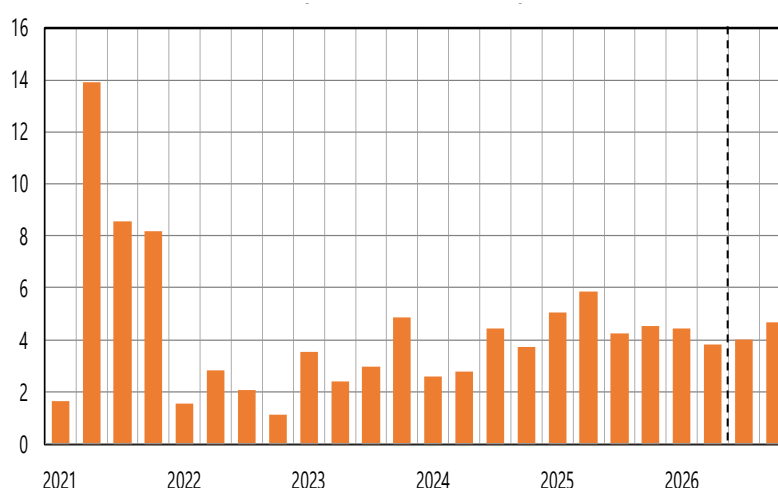
Au quatrième trimestre 2026, l'inflation continuerait son mouvement haussier, mais son évolution dépendra largement de la trajectoire des prix du pétrole et du gaz. Une normalisation des approvisionnements énergétiques favoriserait une détente progressive des prix, tandis qu'une prolongation des perturbations pourrait maintenir l'inflation à un niveau élevé et retarder la poursuite de la désinflation.

EVOLUTIONS SECTORIELLES

L'activité de l'ensemble des branches a progressé de 3,8%, au deuxième trimestre 2026, dans un contexte marqué par de fortes perturbations des chaînes de commercialisation des matières premières énergétiques. Elle a été, principalement, soutenue par un affermissement respectif de 21,2% et 4% des valeurs ajoutées de l'agriculture et des services. À l'inverse, les branches secondaires ont connu un sensible mouvement de repli au cours de la même période. La flambée des intrants énergétiques et minéraux a pesé lourdement sur leur activité, entraînant une régression de leur valeur ajoutée de 3,9%, en variation annuelle.

Croissance de la valeur ajoutée

(GA en %)



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

Au troisième trimestre 2026, l'activité économique aurait continué de subir les répercussions du choc énergétique, notamment à travers le renchérissement des coûts de production et la modération de la demande extérieure. La croissance de la valeur ajoutée de l'ensemble des branches aurait, néanmoins, atteint 4%, tirée par l'agriculture (+19,9%), le tourisme (+5,6%) et les services non marchands (+4,5%). Les activités secondaires auraient, pour leur part, poursuivi leur marasme, quoiqu'à un rythme moins accentué (-1,9%), tirées par une meilleure tenue des industries alimentaires, de l'automobile et du matériel électrique.

Sous l'hypothèse centrale d'une relative stabilité des prix de l'énergie et en l'absence de nouveaux chocs majeurs, l'activité économique devrait poursuivre son expansion au rythme de 4,7% au quatrième trimestre 2026. Cette amélioration reposerait principalement sur le rattrapage progressif des industries extractives et activités y afférentes, à mesure que leurs travaux d'entretien engagés aux deuxième et troisième trimestres s'achèvent et que les exportations se réajustent au nouveau cycle de reconstitution des stocks d'engrais dans les pays de l'Amérique Latine et de l'Afrique.

Ce scénario de croissance demeure, toutefois, exposé à des aléas importants. Une nouvelle intensification des tensions au Moyen-Orient, conjuguée au renforcement des contraintes d'accessibilité économique durant la période hivernale, pourrait

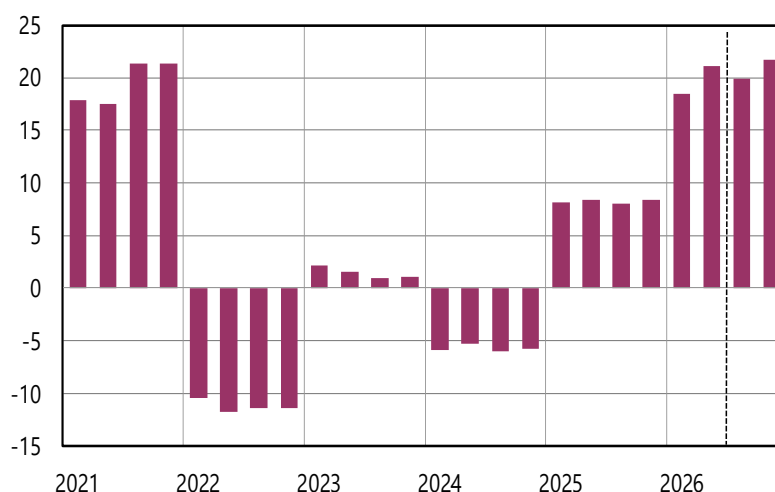
provoquer un surcroît de pression inflationniste contraignant lourdement les capacités de production et la croissance. À l'inverse, la levée des contraintes d'approvisionnement en matières premières énergétiques au Moyen-Orient soutiendrait un scénario de croissance plus favorable, portant la progression de la valeur ajoutée de l'ensemble des branches à +5,2% au quatrième trimestre 2026.

Agriculture : poursuite du raffermissement de l'activité

L'agriculture, qui représente près de 11% de l'activité des branches, resterait le principal moteur de la croissance en 2026. Après avoir été particulièrement dynamique au premier semestre, l'activité agricole aurait poursuivi sa reprise au rythme de +19,9%, au troisième trimestre 2026, en variation annuelle. Cette expansion d'activité, liée à la hausse des récoltes des cultures, aurait soutenu les revenus des ménages ruraux. L'emploi agricole, en baisse continue depuis le deuxième trimestre 2019, aurait connu un redressement de 1,1% au deuxième trimestre 2026. Les éleveurs auraient, également, bénéficié de l'amélioration de la disponibilité des fourrages et des mesures de soutien direct, avec 4,72 milliards de dirhams versés à plus de 1,02 million d'éleveurs à fin août.

Valeur ajoutée agricole en volume

(GA en %)



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

Le raffermissement de l'activité se serait accompagné d'une amélioration de la balance commerciale agricole. Les importations des animaux vivants, du maïs et des légumes frais seraient restées dynamiques, mais le repli plus prononcé des quantités importées des blés (-71,2%) aurait favorisé une inflexion de la facture agricole. Parallèlement, les recettes d'exportation auraient progressé de 22,1%, malgré le recul des expéditions de tomates, d'agrumes et de fruits rouges. Cette hausse aurait été principalement portée par l'augmentation de 59% des volumes exportés de pastèques et melons, après +11% au trimestre précédent, ainsi que par un effet prix favorable, particulièrement sur les marchés européens.

Au quatrième trimestre, la valeur ajoutée agricole devrait progresser de 21,8%, en variation annuelle, soutenue par le renforcement de la production animale, sur fond d'une reconduction du programme national d'aide directe aux éleveurs. La production végétale resterait dynamique, hors primeurs, agrumes et oliviers, affectés par le cycle d'alternance végétative.

Pêche : amélioration des débarquements côtiers

La valeur ajoutée du secteur de la pêche se serait accrue de 2,8% au troisième trimestre 2026, consolidant, ainsi, son orientation positive, amorcée au trimestre précédent après six trimestres consécutifs de repli. En volume chaîné, la production globale de la pêche côtière et artisanale aurait augmenté de 11,4%, portée essentiellement par les débarquements d'espèces pélagiques. En revanche, les exportations des produits de la mer, en particulier celles des crustacés, mollusques et coquillages, ainsi que des poissons frais, salés, séchés ou fumés, se seraient contractées de 9,8%.

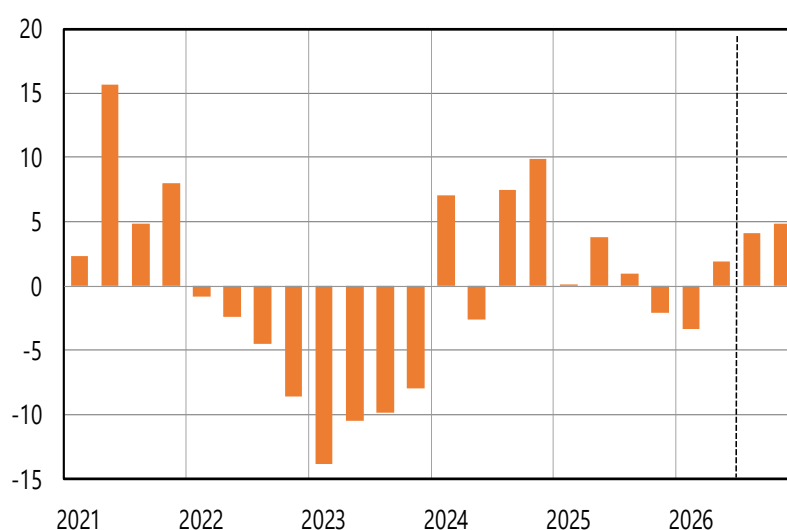
Au quatrième trimestre 2026, la valeur ajoutée de la pêche devrait régresser de 3,6%, pâtissant de la régression des débarquements des céphalopodes, dans le sillage de l'instauration de la suspension de la pêche au poulpe sur l'ensemble du littoral national entre le 10 septembre et le 15 décembre.

Electricité : renforcement de la production portée par les centrales à base d'énergie renouvelable

La valeur ajoutée de l'électricité aurait progressé de 4% au troisième trimestre 2026, après +1,9% au deuxième trimestre, portée par une demande intérieure plus soutenue. Les ventes d'électricité auraient augmenté de 10,2%, après +8,4% un trimestre auparavant, sous l'effet notamment du renforcement de la demande des ménages pour la climatisation lors des épisodes de fortes chaleurs ayant marqué les mois de juillet et début août 2026.

Valeur ajoutée de l'électricité en volume

(GA en %)



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

L'offre d'électricité aurait, ainsi, progressé de 6,5%, au troisième trimestre 2026, en variation annuelle, soutenue par une hausse de 5,4% de la production locale. Cette performance aurait été, principalement, portée par une expansion de l'activité des centrales à base d'énergies renouvelables. Celle des unités hydrauliques aurait, en effet, plus que doublé grâce à l'amélioration des réserves des barrages. La production des unités publiques et privées à base d'énergie éolienne se serait accrue de 14,3%, alors que celle des centrales thermiques se serait légèrement améliorée, après deux trimestres de baisses successives.

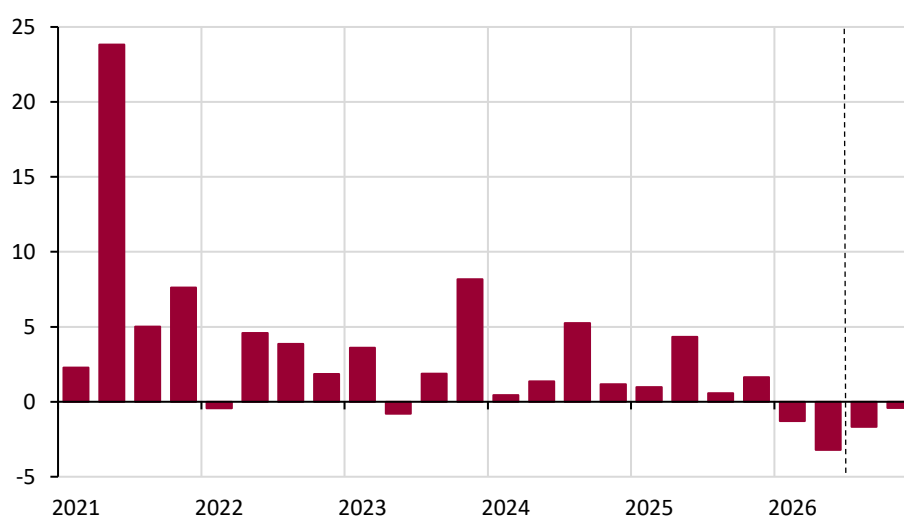
Au quatrième trimestre, l'activité électrique devrait connaître un accroissement de 4,8%, en variation annuelle, tirée par le renforcement de la production à base d'énergie renouvelable, tandis que les centrales thermiques à carburants resteraient contraintes par le niveau élevé des cours internationaux des matières premières énergétiques.

Industries manufacturières : atténuation progressive du repli de l'activité

Poursuivant sa trajectoire baissière, l'activité manufacturière a reculé de 3,2% au deuxième trimestre 2026, après -1,3% au premier. Cette contre-performance s'explique, en premier lieu, par la contraction de la fabrication de produits chimiques. Les perturbations du trafic dans le détroit d'Ormuz ont, en effet, limité l'approvisionnement en soufre et l'accessibilité économique des pays asiatiques. La fabrication d'ordinateurs, d'articles électroniques et optiques a également fléchi (-18,6%), de même que la fabrication de textiles, d'articles d'habillement et de cuir (-6,5%), en raison de la faiblesse de la demande extérieure. En contrepartie, la fabrication du matériel de transport (+3,5%) a été portée par l'automobile, dont les exportations en voitures de tourisme ont progressé de 21,7%, ainsi que par la carrosserie-remorque, soutenue par la dynamique logistique. La fabrication de produits alimentaires et de boissons, de produits pharmaceutiques de base et de préparations pharmaceutiques et celle de machines et de matériel, se sont également améliorées, affichant des hausses respectives de 3%, 3% et 3,1% au cours de la même période.

Valeur ajoutée de l'industrie

(GA en %)



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

Après le creux du deuxième trimestre, le repli de l'industrie manufacturière se serait atténué au troisième trimestre, s'établissant à -1,7%, en dépit de la persistance des tensions pétrolières et du renchérissement du gaz naturel. La fabrication de produits chimiques et d'articles en bois et en papier se serait inscrite en baisse moins accentuée. La fabrication de textile, d'articles d'habillement (-6,9%) et celle d'ordinateurs, d'articles électroniques et optiques (-2,3%) auraient continué de pâtir de la faiblesse de la demande extérieure. À l'inverse, les branches de la fabrication de produits pharmaceutiques, de matériel électrique et de matériel de transport, portées par l'automobile et l'aéronautique, auraient soutenu l'activité. Les filières alimentaires et de boissons auraient poursuivi leur amélioration au rythme de 1,6%, en variation annuelle, tirées par les activités de conserves de légumes et fruits et de

poissons, dans un contexte de réduction des volumes exportés en produits agricoles et de pêche. La transformation et conservation de viande aurait, pour sa part, bénéficié du renforcement des volumes importés de viande, parallèlement à une suspension des droits de douane sur les animaux vivants à compter du 22 juillet. Le recul de l'industrie manufacturière continuerait de s'atténuer au quatrième trimestre, pour atteindre $-0,4\%$, en variation annuelle. Les industries chimiques, le textile et articles d'habillement, la fabrication d'ordinateurs et d'articles électroniques s'inscriraient en légère baisse. À l'inverse, la fabrication de matériel de transport connaîtrait un mouvement sensible de reprise, portée par la montée en capacité des projets automobiles et le dynamisme de l'aéronautique. De même, la fabrication de produits alimentaires et de boissons ($+2,6\%$) continuerait de tirer profit de l'amélioration de l'offre agricole. La fabrication de produits pharmaceutiques de base et de préparations pharmaceutiques, de matériel électrique et celle de produits métallurgiques de base et d'ouvrages en métaux, sauf machines et matériel verraient leur croissance ralentir légèrement, s'établissant à $+6,2\%$, $+3,4\%$ et $+1,5\%$ respectivement.

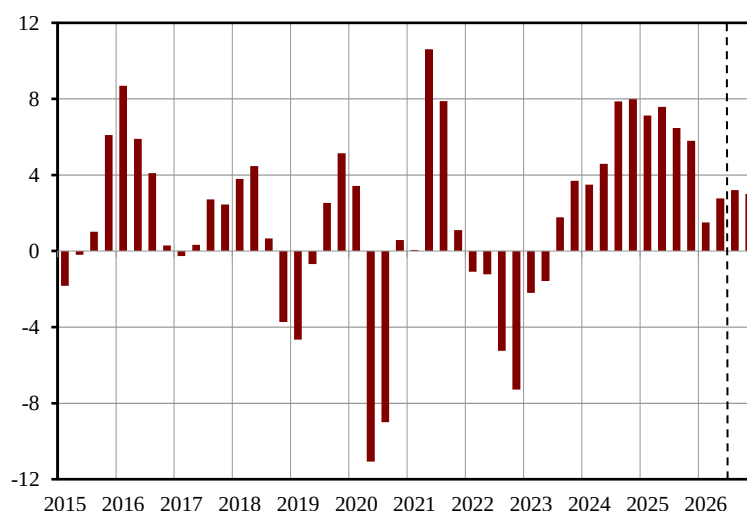
Construction : résilience de l'activité

L'activité du secteur de la construction se serait affermie au troisième trimestre, affichant une progression de $3,2\%$ en glissement annuel, au lieu de $+2,8\%$ au trimestre précédent. Le secteur aurait profité du maintien du stimulus public en infrastructures et, de l'amélioration de l'activité et des effectifs employés dans le bâtiment, comme en témoignent les résultats de la dernière enquête de conjoncture réalisée par le HCP auprès des professionnels du secteur.

Au quatrième trimestre 2026, la croissance de la valeur ajoutée du secteur devrait se situer autour de 3% , portée par le maintien des chantiers publics. Les activités du bâtiment se modéreraient dans un contexte de renchérissement des coûts de production.

Valeur ajoutée de la construction

(GA en %)



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

Tourisme : poursuite de la dynamique favorable de l'activité

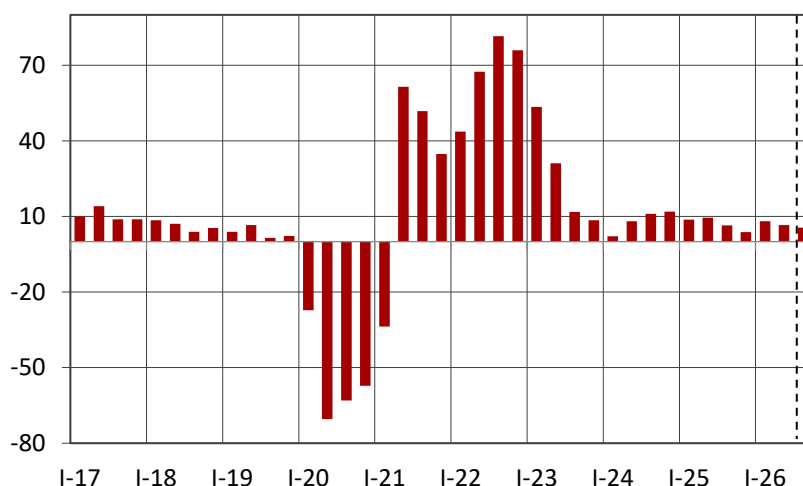
L'activité touristique nationale a maintenu une orientation favorable au deuxième trimestre 2026. La valeur ajoutée de l'hébergement et de la restauration a augmenté de $6,6\%$, en variation annuelle. Cette évolution s'est accompagnée d'une hausse de

7,7% des nuitées touristiques, portée principalement par le renforcement de la fréquentation des non-résidents (+9,1%), tandis que les nuitées des résidents se sont accrues de 4,4%. Dans le même temps, les arrivées des touristes aux postes frontières et les recettes voyages ont affiché des augmentations respectives de 5,2% et 9,7%.

Au troisième trimestre 2026, cette orientation aurait été préservée, dans un contexte marqué par le renforcement de la connectivité aérienne et la diversification de l'offre touristique. La valeur ajoutée de l'hébergement et de la restauration aurait progressé de 5,6%, en glissement annuel, profitant de l'amélioration des nuitées touristiques de 6,3%, principalement de celles des non-résidents. Les recettes voyages auraient, pour leur part, augmenté de 3,5% sur la même période. Par ailleurs, les arrivées aux postes frontières se seraient renforcées de 4,5% à fin août 2026, comparativement à la même période de 2025.

Valeur ajoutée de l'hébergement et de la restauration

(GA en %)



Source : HCP, prévision au-delà des pointillés.

S'agissant du tourisme mondial, l'activité a légèrement marqué le pas au deuxième trimestre 2026, sous l'effet du décalage calendaire des fêtes de Pâques, célébrées en mars cette année, ainsi que des répercussions du conflit au Moyen-Orient. Les arrivées de touristes internationaux ont, ainsi, diminué de 0,8% en glissement annuel. Cette évolution demeure, toutefois, différenciée selon les régions. L'Afrique a enregistré la progression la plus soutenue, avec une hausse de 3,2% des arrivées, suivie de l'Europe, dont l'attractivité est restée préservée malgré les pressions exercées sur le pouvoir d'achat des ménages, avec une augmentation de 1,8%. En Amérique, la fréquentation touristique a progressé de 0,8%. À l'inverse, les arrivées ont fortement reculé au Moyen-Orient (-32,8%), tandis qu'elles ont diminué plus modérément en Asie-Pacifique (-1,2%).

Selon les perspectives de l'Organisation Mondiale du Tourisme, la fréquentation touristique internationale devrait ralentir en 2026, avec une croissance désormais estimée entre 1% et 2%, contre 3% à 4% initialement prévue en début d'année. Cette révision s'expliquerait principalement par l'intensification des tensions géopolitiques, notamment au Moyen-Orient, ainsi que par le renchérissement des carburants et la persistance des pressions inflationnistes. Dans ce contexte, le tourisme international conserverait une trajectoire d'expansion, mais à un rythme moins soutenu qu'anticipé en début d'année.

Arrivées des touristes au niveau international

(GA en %)

	2024				2025				2026*	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Monde	20,5	10,4	6,6	8,7	3,7	5,2	4,2	3,1	2,0	-0,8
Europe	11,3	6,0	3,0	5,1	0,5	5,0	4,5	3,1	4,1	1,8
Asie et Pacifique	60,0	35,4	23,9	21,0	8,9	8,3	6,1	4,4	2,5	-1,2
Amérique	11,6	6,4	4,6	5,0	3,6	2,6	-2,0	-1,3	2,8	0,8
Afrique	12,7	8,5	11,3	10,5	5,9	12,4	7,5	8,0	5,9	3,2
Moyen-Orient	6,4	-4,5	1,6	0,8	2,9	-1,8	6,6	5,2	-13,3	-32,8

Source : Organisation Mondiale du Tourisme (OMT) ;

* : Données provisoires

Transport : poursuite du ralentissement de l'activité

La valeur ajoutée de la branche « Transport et entreposage » a progressé de 2,7% au deuxième trimestre 2026, en variation annuelle, sous l'effet de la bonne tenue du trafic aérien. Le transport des passagers a enregistré une hausse de 6,7% en variation annuelle, portée par l'augmentation de 6,9% du trafic international, lequel a représenté 88,8% du trafic total au cours du trimestre. Les flux avec l'Europe, qui constituent la principale composante du trafic international avec une part de 84,4%, ont, pour leur part, progressé de 8,8%, en variation annuelle.

La dynamique du transport aérien n'a, toutefois, pas été pleinement relayée par les autres composantes de la branche. Le trafic ferroviaire de voyageurs est demeuré quasiment stable, avec une hausse limitée à 0,4%, alors que le fret ferroviaire a diminué de 6,9%, en lien notamment avec le recul des exportations de phosphates et ces dérivés. Sur le volet maritime, la baisse des échanges extérieurs a pesé sur les volumes traités par les ports, avec un tonnage de 26,5 millions de tonnes au deuxième trimestre 2026, en repli de 5,4% en variation annuelle.

Au troisième trimestre 2026, la valeur ajoutée du transport se serait accrue de 2,1% en variation annuelle, tirée par la hausse du transport de voyageurs qui aurait atténué, partiellement, le repli du fret.

Le transport aérien serait demeuré le principal contributeur à la croissance de la branche. Malgré un contexte international marqué par les tensions géopolitiques et la hausse des coûts de l'énergie, le trafic de passagers aurait progressé de 7,1% en variation annuelle. Cette évolution aurait traduit la résilience de la demande de voyages, dans le sillage de l'afflux croissant de touristes et de Marocains résidant à l'étranger. En juillet 2026, les aéroports ont accueilli environ 3,45 millions de passagers, en hausse de 8,4% en variation annuelle. Le transport ferroviaire de voyageurs aurait évolué dans le même sens, mais à un rythme moins soutenu, avec une hausse attendue de 1,2% du nombre de voyageurs en variation annuelle.

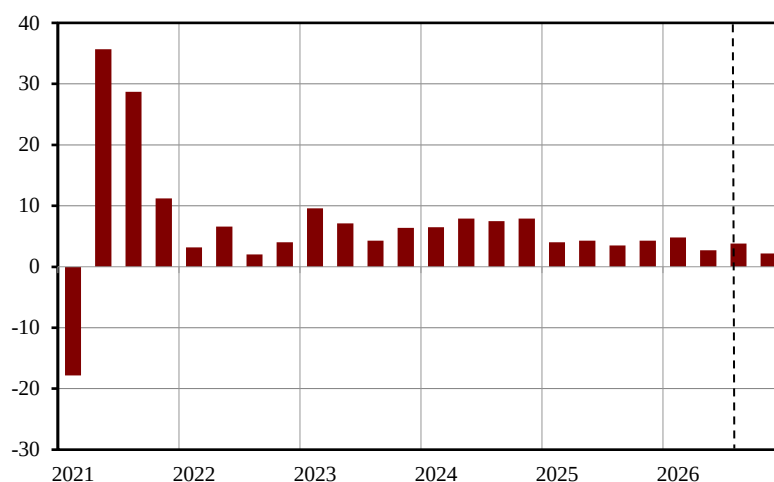
En revanche, le fret ferroviaire aurait marqué une baisse attendue de 7,5%, traduisant la forte sensibilité de cette activité aux évolutions du commerce extérieur, notamment aux flux de phosphates, produits structurants pour le trafic ferroviaire de marchandises. La contraction des échanges extérieurs aurait, également, pesé sur les volumes manutentionnés dans les ports (-4,8%), sous l'effet notamment de la

poursuite la baisse des exportations de phosphates et de leurs dérivés et du repli des importations de blé en juillet et août 2026.

Au quatrième trimestre 2026, l'activité de la branche des transports continuerait d'évoluer dans un environnement international marqué par la hausse des prix de l'énergie. Dans ce contexte, la croissance de la valeur ajoutée se poursuivrait, mais à un rythme plus modéré (+1,9%), tirée principalement par la résilience des flux de voyageurs par voie aérienne. Le transport maritime resterait, en revanche, fortement exposé à un environnement contraint, marqué par la persistance des tensions géopolitiques et la volatilité des coûts de fret.

Valeur ajoutée du transport

(GA en %)



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

Information et communication : une progression qui tend à se stabiliser

La valeur ajoutée de la branche « Information et communication » a augmenté de 1,9% au deuxième trimestre 2026, en variation annuelle, après une hausse de 2% au trimestre précédent, prolongeant, ainsi, la tendance observée en début d'année. Cette croissance a été favorisée par la poursuite de la demande en services numériques et de connectivité, dans le sillage de l'élargissement des parcs Internet et téléphonie fixe.

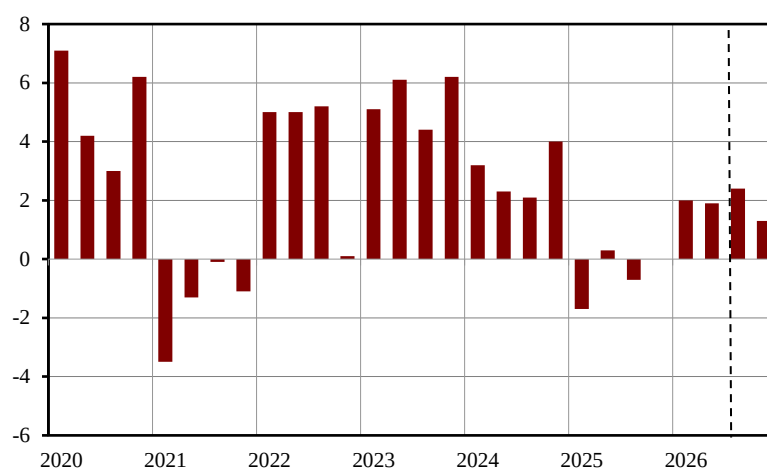
À fin juin, le parc Internet a atteint près de 42 millions d'abonnements, en hausse de 1,9% en variation annuelle, portant le taux de pénétration à 112,6%. Le parc de téléphonie fixe a, pour sa part, enregistré une hausse de 8% en variation annuelle, atteignant 46,7 millions d'abonnés. Cependant, le parc de téléphonie mobile est demeuré quasiment stable (+0,1%), à 58,8 millions d'abonnés, avec un taux de pénétration de 157,9%.

Au troisième trimestre 2026, la croissance de la valeur ajoutée de la branche aurait légèrement accéléré pour atteindre 2,2%, portée par le maintien de la demande en services de communication et de connectivité.

Au quatrième trimestre 2026, la croissance de la branche devrait s'établir à +1,3% en variation annuelle, reflétant une moindre contribution des facteurs ayant soutenu l'activité aux trimestres précédents.

Valeur ajoutée de la communication

(GA en %)



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

DEMANDE INTÉRIEURE

Une demande intérieure encore résiliente

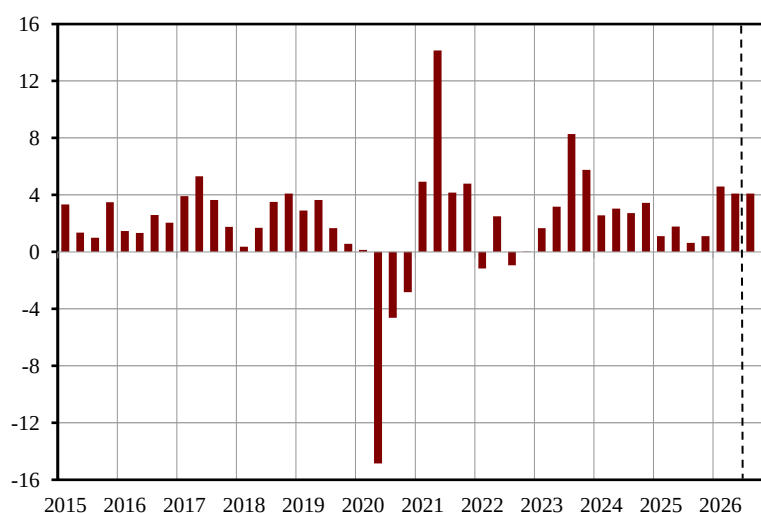
Au troisième trimestre 2026, la demande intérieure aurait continué de soutenir l'activité, quoiqu'à un rythme moins soutenu, enregistrant une progression de 4,9% et contribuant pour 5,3 points à la croissance du PIB.

Dans un contexte d'inflation contenue (+1,1%), en dépit de la flambée des prix des carburants, la consommation des ménages se serait maintenue au même rythme qu'au trimestre précédent, affichant une hausse de 4,1%. Cette évolution aurait été soutenue par la progression des revenus agricoles, la revalorisation salariale, ainsi que l'expansion du recours au crédit, favorisée par l'assouplissement progressif des taux débiteurs appliqués aux crédits à la consommation. La consommation des administrations publiques se serait, également, accrue (+4,9%), après +4,6% au trimestre précédent, portée par la hausse des dépenses de fonctionnement, notamment la masse salariale et les achats de biens et services.

Pour rappel, les dépenses de consommation finale des ménages avaient progressé de 4,1% au deuxième trimestre 2026, contribuant pour 2,3 points à la croissance économique (contre 1,1 point un an auparavant). De son côté, la consommation finale des administrations publiques avait augmenté de 4,6%, avec une contribution de 0,8 point à la croissance du PIB, contre 0,9 point au cours de la même période de l'année précédente.

Consommation finale des ménages

(GA en %)

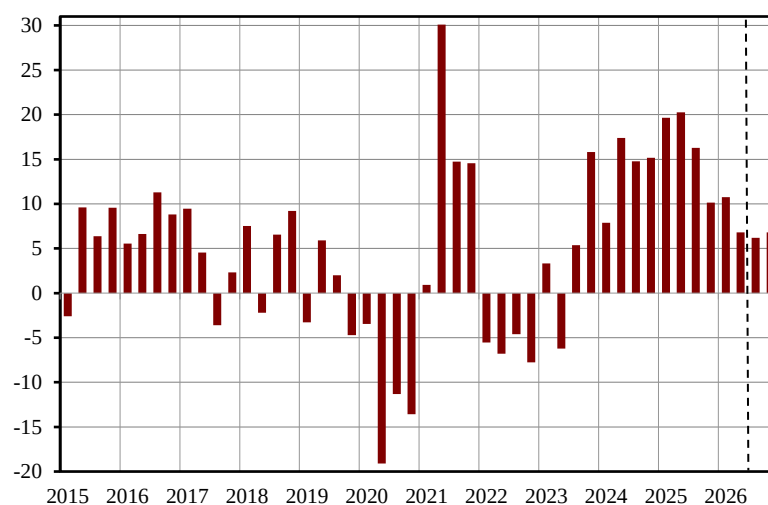


Source : HCP, estimation et prévision au-delà des pointillés.

L'investissement aurait conservé son évolution modérée au troisième trimestre 2026, affichant une progression de 6,2%, après +10,8% et +6,8% aux premier et deuxième trimestres. Il aurait été porté par l'investissement public, notamment dans les secteurs de l'énergie, de l'eau, de l'équipement, ainsi que du transport et de la logistique. La hausse des importations de biens d'équipement et des crédits à l'équipement aurait, par ailleurs, conforté cette orientation, mais à un rythme moins soutenu qu'avant le nouveau choc énergétique.

Formation brute de capital (FBC, en volume)

(GA en %)



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

Au quatrième trimestre 2026, la demande intérieure devrait légèrement s'accélérer, affichant une progression de 5,2%, contribuant, ainsi de 5,7 points à la croissance économique. La consommation des ménages progresserait de 4,3%, tandis que l'investissement afficherait une hausse de 6,8%, principalement tirée par les chantiers publics.

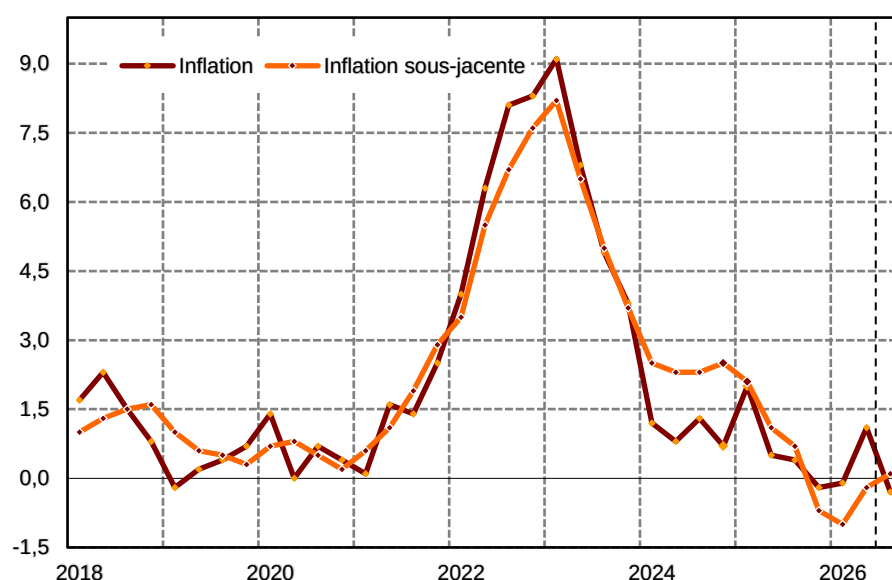
PRIX A LA CONSOMMATION

Léger retournement à la baisse des prix à la consommation

L'inflation aurait nettement décéléré au troisième trimestre 2026, passant de +1,1% au deuxième trimestre à -0,3%, sous l'effet d'un repli marqué des prix des produits alimentaires (-3,6%, après -0,8% au trimestre précédent). Parallèlement, l'inflation sous-jacente, qui exclut les prix réglementés et les plus volatils, aurait poursuivi son redressement progressif, s'établissant à +0,1% au troisième trimestre, contre -0,2% au trimestre précédent.

Prix à la consommation

(GA en %)

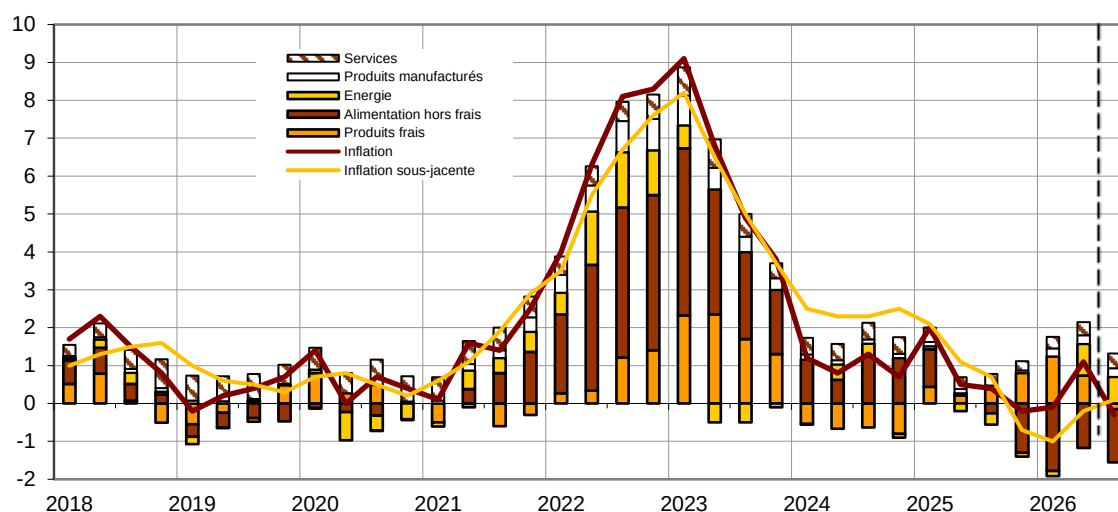


Source : HCP, estimation au-delà des pointillés

La régression des prix des produits alimentaires, au troisième trimestre 2026, aurait été favorisée, en particulier, par un retour à des niveaux de prix plus modérés pour le poulet et les oeufs durant la période estivale, occasionné par une offre plus abondante que la demande. Ces deux postes auraient contribué respectivement à hauteur de -0,6 point et -0,2 point à cette régression. Pour leur part, les prix des produits frais, qui affichaient une forte hausse depuis un an et demi, principalement tirés par le vif dynamisme des prix des légumes frais, auraient enregistré un apaisement des tensions, avec une contribution de -0,1 point à l'inflation globale, au lieu de +0,7 point au trimestre précédent. De surcroît, la poursuite de la contribution significative des prix de l'huile d'olive (-1,1 point), aurait fortement soutenu la décélération de l'inflation. Ces effets auraient été, toutefois, contrecarrés par l'accélération des prix des viandes rouges (+0,5 point), liée à une offre contrainte par la rétention des femelles pour la reproduction et la baisse du cheptel bovin qui auraient réduit les volumes destinés à l'abattage.

Prix à la consommation

(GA en %, Contributions en points de %)



Source : HCP, estimation au-delà des pointillés

S'agissant des prix des produits non-alimentaires, la stabilité du rythme de progression au troisième trimestre (2,4%, soit le même taux enregistré un trimestre auparavant), reflèterait des effets mitigés entre le léger recul de la composante énergétique (+8,2% après +10,2%) et, d'autre part, la progression modérée des prix des services, alors que ceux des produits manufacturés auraient maintenu une évolution quasi-stable. Le recul des prix des carburants observé en juillet, favorisé par l'amélioration des perspectives de résolution du conflit au Proche-Orient, aurait amorti la légère hausse des prix des loyers et des transports routiers de passagers.

Pour le reste de l'année 2026, les pressions inflationnistes devraient se renforcer sous l'effet combiné d'une remontée de l'inflation énergétique et d'une forte atténuation du mouvement de repli des prix des produits alimentaires, suite à la dissipation des baisses antérieures des prix de l'huile d'olive. Sur l'ensemble de l'année 2026, le taux d'inflation devrait se situer autour de +0,5%, tandis que sa composante sous-jacente, s'établirait à -0,1%, au lieu de +0,8%, une année auparavant.

Prix à la consommation

Groupes de produits	Glissements annuels						Moyennes annuelles	
	III-25	IV-25	I-26	II-26	III-26	IV-26	2025	2026
Produits alimentaires	0,5	-1,0	-1,1	-0,8	-3,6	-0,2	0,8	-1,4
Produits non-alimentaires	0,3	0,4	0,6	2,4	2,4	2,8	0,5	2,1
Ensemble	0,4	-0,2	-0,1	1,1	-0,3	1,5	0,8	0,5
Inflation sous-jacente	0,7	-0,7	-1,0	-0,2	0,1	0,8	0,8	-0,1

Source : HCP

EMPLOI ET CHÔMAGE

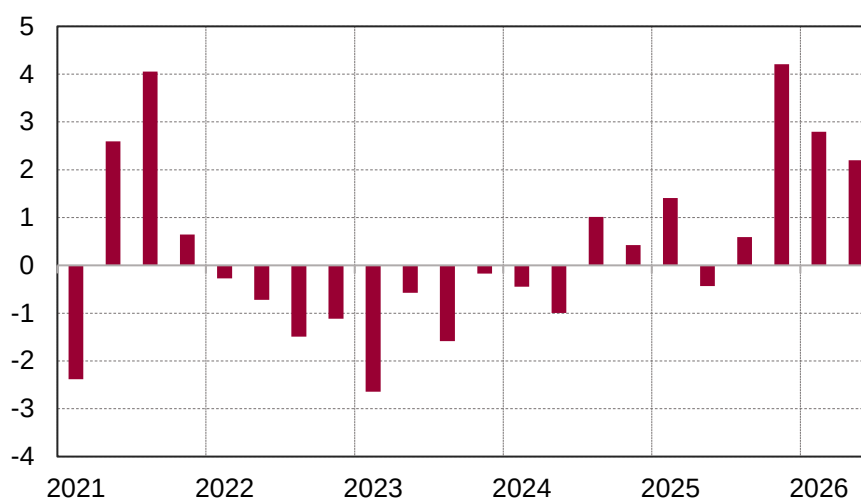
Le marché du travail a poursuivi son amélioration au deuxième trimestre 2026, dans le prolongement de la tendance amorcée en 2025, avec une hausse de la main d'œuvre et un recul du taux de chômage au sens strict. L'emploi contre revenu a, également, été soutenu par les créations d'emplois principalement dans le secteur des services, qui demeure le principal pourvoyeur d'emplois, avec près de la moitié de l'emploi total.

Hausse maintenue de la main d'œuvre

La main d'œuvre qui comprend les personnes en emploi contre revenu et celles en chômage au sens strict, a atteint 11,8 millions de personnes au deuxième trimestre 2026, affichant une progression de 2,2%, en variation annuelle. En parallèle, son taux de participation au niveau national s'est établi à 42,2%, au lieu de 41,8% un trimestre plus tôt. Cette amélioration a été portée, en particulier, par un léger renforcement (+1 point) du taux de participation de la main d'œuvre chez les jeunes âgés de 15 à 24 ans, pour atteindre 22,9%, conjuguée à un affermissement (+13,6 points) du taux de participation des personnes âgées de 35 ans et plus, à 57,7%. A l'inverse, le taux de participation pour la tranche d'âge de 25 à 34 ans a connu une baisse contenue de 0,7 point, ramenant le taux à 56,8%.

Main d'œuvre

(GA %)



Source : HCP

Poursuite de la trajectoire favorable de l'emploi contre revenu

La population en emploi contre revenu a enregistré une évolution positive pour le quatrième trimestre consécutif, affichant une amélioration de 4%, en variation annuelle, par rapport au deuxième trimestre 2025. Les personnes en emploi contre revenu ont atteint 10,6 millions de postes au deuxième trimestre 2026. 52,7% des nouvelles créations ont été enregistrées en milieu urbain, alors que le milieu rural a concentré le reste, soit 192 000 emplois. Ces créations ont été réalisées, principalement, dans le secteur des services,

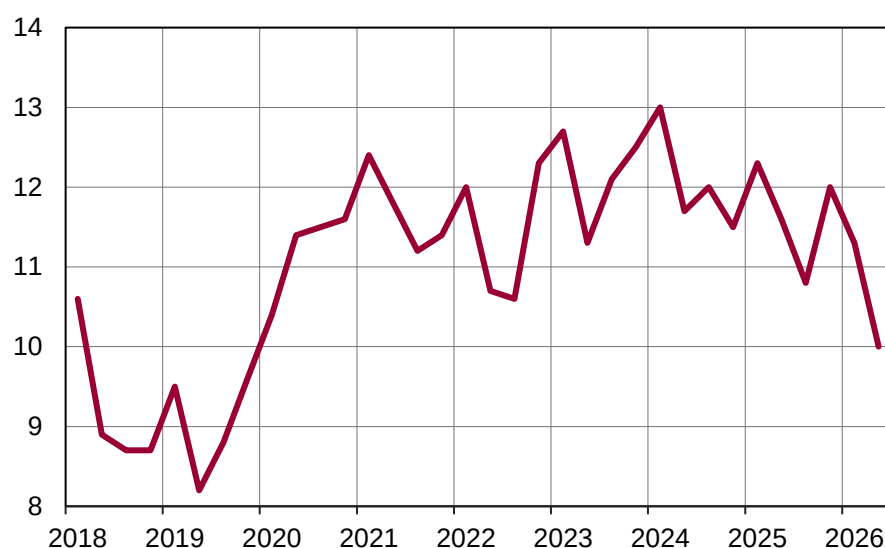
avec une part de 49,3%, suivi de celui de l'agriculture, sylviculture et pêche (24,1%), de l'industrie (13,7%) et de la construction (12,7%).

Repli du taux de chômage strict

L'amélioration de l'emploi a favorisé un recul de la population en chômage, au sens strict, à environ 1,1 million de personnes au deuxième trimestre 2026, en baisse de 12%, en variation annuelle. Dans ces conditions, le taux de chômage au sens strict s'est établi à 9,5%, au lieu de 11,1% au deuxième trimestre de 2025, en recul de 1,6 point, se rapprochant pour la première fois de son niveau réalisé avant le déclenchement de la crise du Covid-19.

Taux de chômage au sens strict

(en %)



Source : HCP

ECHANGES EXTÉRIEURS

Au troisième trimestre 2026, les échanges extérieurs du Maroc auraient bénéficié de la reprise progressive du commerce mondial, malgré la persistance des tensions géopolitiques et commerciales. Les exportations auraient poursuivi leur progression, tandis que les importations auraient enregistré une hausse plus marquée, portée notamment par le renchérissement des produits importés et les besoins d'investissement. Toutefois, la contribution des échanges extérieurs à la croissance économique nationale aurait moins pesé sur l'activité comparativement au deuxième trimestre, y soustrayant 1,2 point, au lieu de -1,6 point un trimestre plus tôt.

Un commerce mondial résilient malgré les tensions internationales

Après une progression de 3,2%, en variation annuelle, au premier trimestre 2026, le commerce mondial des biens s'est montré plus résilient qu'anticipé au deuxième trimestre 2026, affichant une hausse de 3,8%, malgré les perturbations liées au conflit au Moyen-Orient et le renchérissement des coûts du transport et de l'énergie. L'impact négatif des perturbations géopolitiques a été, en partie, compensé par l'intensification des échanges en Asie et dans le Pacifique, suite à la forte demande en composants électroniques et en biens liés aux investissements dans l'intelligence artificielle.

Au troisième trimestre 2026, les premières données douanières disponibles signalent une amélioration des échanges mondiaux (+4,3% en variation annuelle), en dépit d'un environnement marqué par de fortes incertitudes géopolitiques, commerciales et énergétiques. Cette orientation favorable est, également, corroborée par le dernier baromètre du commerce des marchandises de l'OMC de septembre, dont l'indicateur s'est établi à 102, en hausse de 0,3 point par rapport à son niveau de juin.

Parallèlement, la demande mondiale adressée au Maroc devrait suivre une trajectoire comparable à celle du commerce mondial au troisième trimestre et s'accélérer légèrement, à la faveur de la reprise des échanges internationaux. Cette évolution devrait soutenir les exportations nationales, notamment dans les secteurs de l'automobile, de l'aéronautique et de l'agro-alimentaire.

Les exportations résistent dans un environnement extérieur contrasté

Le volume des exportations nationales des biens et services aurait continué à s'améliorer au troisième trimestre 2026, au rythme de 6,2%, après une hausse de 7,6% un trimestre auparavant, porté par la bonne tenue des services liés au tourisme et des expéditions des biens d'équipement industriel.

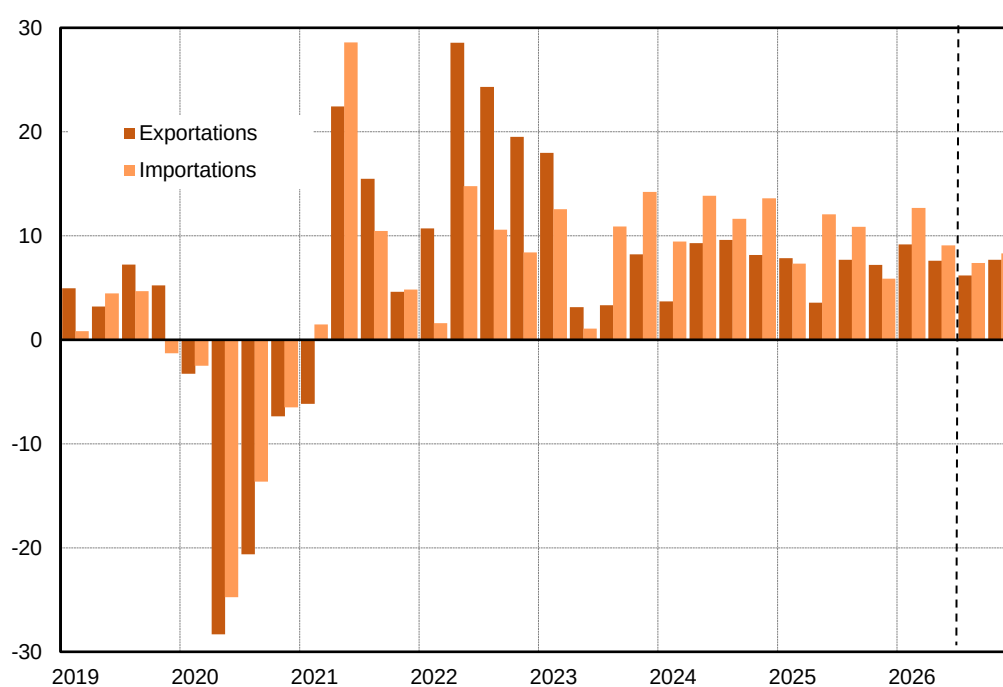
En valeur, les exportations de biens auraient été, principalement, tirées par les secteurs de l'agroalimentaire, de l'aéronautique et de l'automobile. Les données disponibles pour les mois de juillet-août 2026 révèlent une hausse des ventes agricoles et agroalimentaires dont la contribution à la croissance de 5,4% des exportations globales de biens aurait atteint +3 points, sous-tendues par l'augmentation des expéditions des conserves de poissons et crustacés, des farines et poudre de poissons, des préparations alimentaires diverses, des pastèques et melons, en lien avec une demande extérieure demeurant relativement soutenue sur les marchés européens. Les exportations aéronautiques auraient, également, apporté une contribution significative (+1,8 point), tirées par l'accroissement des expéditions d'avions, de parties d'avions et autres véhicules aériens, dans un contexte international marqué par une demande toujours favorable pour les équipements aéronautiques. Les ventes extérieures de la filière automobile auraient, pour leur part, contribué pour +1,3 point à la hausse des exportations, avec une orientation

particulièrement favorable du câblage, dont les ventes auraient progressé de 13,8%, tandis que les expéditions du segment de la construction automobile se seraient repliées de 11%, sous l'effet notamment de la diminution des exportations des voitures de tourisme. Cette divergence reflète, en partie, une demande mondiale de véhicules encore soumise aux arbitrages des ménages et aux évolutions différenciées des marchés automobiles, alors que les activités de composants continuent de bénéficier de leur intégration aux chaînes de production européennes. Les exportations des produits de la métallurgie et du travail des métaux auraient, quant à elles, contribué positivement à hauteur de 0,7 point, favorisées par les besoins persistants en produits métalliques liés notamment aux investissements industriels et aux infrastructures.

À l'inverse, les expéditions des phosphates et dérivés auraient concouru négativement à l'évolution des exportations (-4,1 points), pâtissant du recul des ventes des phosphates bruts et des engrais naturels et chimiques, dans un contexte marqué par une forte volatilité des prix et des conditions de marchés mondiaux des fertilisants fortement perturbées par les tensions sur les approvisionnements en énergie, en ammoniac et en intrants. Les exportations de textile et cuir auraient, également, poursuivi leur repli (-0,4 point de contribution), subissant la baisse de 3,8% des ventes des vêtements confectionnés et de 0,6% des articles de bonneterie, dans un environnement où la demande des principaux marchés européens reste contrainte par la modération du pouvoir d'achat et les arbitrages des consommateurs.

Echanges extérieurs des biens et services du Maroc

(GA %)



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

Une progression des importations portée par le renchérissement des prix et les besoins d'investissement

Les importations des biens et services en volume auraient, au troisième trimestre 2026, enregistré une progression plus modérée que le trimestre précédent (+7,4% en variation annuelle, au lieu de +9,1%). En valeur, les données disponibles pour les mois de juillet-août 2026, révèlent un affermissement plus important des importations de biens (+17,3%), qui aurait été amplifié par le renchérissement des prix internationaux des matières premières.

Cette progression aurait été largement portée par les produits bruts, dont la contribution aurait atteint 7,3 points, sous l'effet, notamment, de l'accroissement des acquisitions de soufre brut dont les prix moyens à l'importation auraient plus que quadruplé. La hausse de la facture énergétique (+6,1 points de contribution) aurait, pour sa part, traduit l'effet de la flambée des cours énergétiques sur les marchés mondiaux dans un contexte de tensions géopolitiques et de perturbations de l'offre et des circuits de transport. L'augmentation des importations des biens d'équipement industriel, avec une contribution de +3,3 points, aurait, pour sa part, été alimentée par les achats des machines et appareils divers, des turboréacteurs, des véhicules utilitaires, des parties d'avions et autres véhicules aériens, des équipements de levage et de manutention, traduisant la poursuite des acquisitions destinées à renforcer les capacités productives et à accompagner les besoins d'investissement. Les importations des produits alimentaires auraient, de leur côté, concouru pour +0,6 point, sous-tendues par les achats des animaux vivants, des tourteaux et du maïs. En revanche, les acquisitions des biens de consommation se seraient contractées, avec une contribution négative de 0,5 point, en lien avec le recul des importations des voitures de tourisme, des tissus, des médicaments et d'autres produits pharmaceutiques.

Au total, le rythme nettement plus soutenu des importations que celui des exportations se serait traduit par une accentuation du déficit de la balance commerciale des biens en valeur de 30,2% et le taux de couverture se serait dégradé de 5,3 points, pour s'établir à 46,9% par rapport à la même période de 2025.

Des échanges extérieurs soumis aux incertitudes de l'environnement international et à la volatilité des marchés mondiaux des matières premières au quatrième trimestre 2026

Au quatrième trimestre 2026, l'environnement international resterait marqué par des incertitudes élevées, liées à la persistance des tensions géopolitiques et commerciales, au renchérissement des produits énergétiques et aux perturbations des approvisionnements et des transports. Malgré ces facteurs de risque, le commerce mondial devrait conserver une certaine résilience, soutenu, notamment, par le dynamisme des échanges de biens technologiques et ceux liés aux investissements dans l'intelligence artificielle, pour clôturer l'année avec une croissance de 3,9%. Ces perspectives demeureraient, toutefois, contrastées selon les marchés et les secteurs, la demande européenne restant modérée mais globalement favorable aux échanges extérieurs.

Dans ce contexte, la demande étrangère adressée au Maroc devrait rester relativement soutenue, tout en subsistant contrainte par la modération de l'activité chez ses principaux partenaires européens. Les exportations nationales des biens et services en volume devraient, ainsi, conserver une orientation favorable (+7,7%), portées notamment par la bonne tenue des filières aéronautique, agroalimentaire et automobile. À l'inverse, les exportations des phosphates et dérivés pourraient rester plus volatiles, compte tenu des incertitudes entourant les marchés mondiaux des fertilisants. Parallèlement, les importations devraient continuer de progresser à un rythme soutenu (+8,3%), sous l'effet conjugué du renchérissement de l'énergie et de certaines matières premières et de la poursuite des besoins en biens d'équipement et demi-produits liés à l'investissement.

Au total, le rythme des importations devrait rester supérieur à celui des exportations au quatrième trimestre 2026, maintenant une pression sur le déficit commercial des biens et sur la contribution de la demande extérieure nette à la croissance (-1 point). L'évolution de cette dernière resterait néanmoins tributaire de la trajectoire des prix énergétiques, de la demande européenne et de la capacité des exportations marocaines à tirer parti des segments les plus dynamiques du commerce mondial.

FINANCES PUBLIQUES

Les finances publiques seraient restées sous pression, avec un déficit budgétaire qui peine à se résorber malgré les efforts d'assainissement déployés. L'exécution en cours du budget 2026 aurait dévoilé une dégradation des comptes du Trésor, avec une hausse disproportionnée des recettes et dépenses ordinaires à fin août 2026. Le déficit budgétaire se serait creusé et la dette publique aurait encore augmenté.

Hausse des recettes fiscales

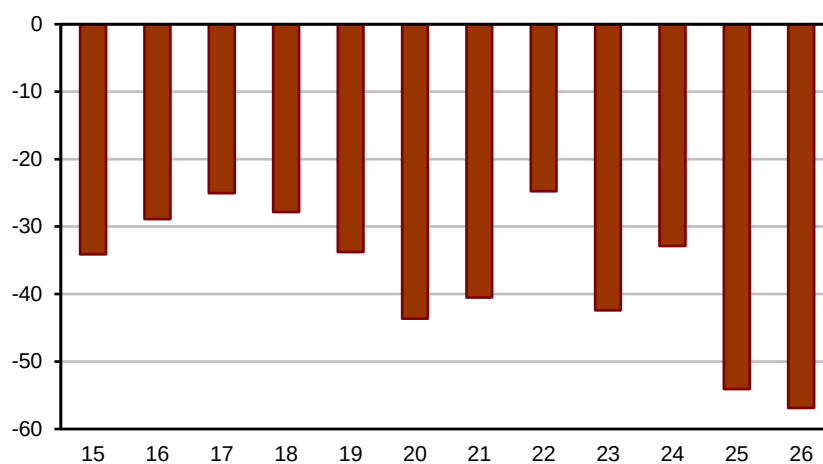
A fin août 2026, les recettes ordinaires auraient marqué une augmentation de 5,5%, en glissement annuel. Les recettes fiscales auraient enregistré un accroissement de 10,6%, contribuant pour 9,2 points à l'évolution des recettes budgétaires. Globalement, les impôts directs auraient enregistré une progression de 12,7%, due essentiellement à la croissance de 21,6% des recettes de l'IS. Les impôts indirects auraient augmenté de 8%, tirés par les hausses de 8,6% et 6,5% des recettes de la TVA et de la TIC respectivement. Les droits de douane auraient crû de 8,8%, alors que ceux d'enregistrement et de timbre auraient été en hausse de 12,6%. A l'inverse, les recettes non-fiscales auraient marqué une diminution de 27,4%, contribuant, de ce fait, de -3,7 points à l'évolution globale.

... Et creusement du déficit budgétaire

Les dépenses ordinaires auraient connu un alourdissement de 11,9%, tiré notamment par l'envolée des émissions au titre de la compensation de 71,3%. Les dépenses de biens et des services auraient crû de 11,4%, contribuant pour 9 points à l'évolution globale, alors que les intérêts de la dette publique auraient augmenté de 3,4%. Parallèlement, l'effort de l'investissement budgétaire se serait maintenu et les dépenses y afférentes auraient enregistré une hausse de 8,2%.

Tiré par un accroissement des dépenses plus important que les recettes, le déficit ordinaire se serait détérioré. C'est ainsi que le déficit budgétaire se serait accentué, se situant à -56,9 milliards de dh à fin août 2026, contre -54,1 milliards de dh aux huit premiers mois du budget 2025. Ce creusement du déficit serait, aussi, le fait de l'accroissement des dépenses d'investissement budgétaire et en dépit de la hausse du solde des comptes spéciaux du Trésor.

Le besoin de financement du Trésor aurait, toutefois, légèrement baissé, du fait du recul des apurements de ses arriérés. Son financement net aurait décru sur le marché intérieur, à la suite du repli du volume de son recours au marché des adjudications des bons, et légèrement augmenté sur le marché extérieur. Le stock de la dette intérieure à fin août aurait augmenté de 1,8% en comparaison avec celui de fin 2025.

Solde budgétaire**(Janvier-août, milliards de dh)**

Source : TGR, élaboration HCP

Evolution des charges et ressources du Trésor*(Millions de dh, GA en %)*

Rubriques	Niveaux			Variations	
	Août-24	Août-25	Août-26	Août-25	Août-26
Recettes ordinaires	228 834	271 661	286 583	18,7	5,5
Recettes fiscales	201 073	235 247	260 129	17,0	10,6
Recettes non-fiscales	27 761	36 414	26 454	31,2	-27,4
Dépenses ordinaires	216 266	251 983	281 909	16,5	11,9
Biens et services	168 794	200 032	222 759	18,5	11,4
Intérêts de la dette publique	30 938	33 801	34 955	9,3	3,4
Compensation	8 059	6 509	11 148	-19,2	71,3
Solde ordinaire	12 568	19 678	4 674	56,6	-76,2
Investissement	67 457	72 384	78 346	7,3	8,2
Solde budgétaire	-32 887	-54 095	-56 898	64,5	5,2

Situations cumulées à partir de janvier;
 Source : TGR, calculs HCP

FINANCEMENT DE L'ECONOMIE

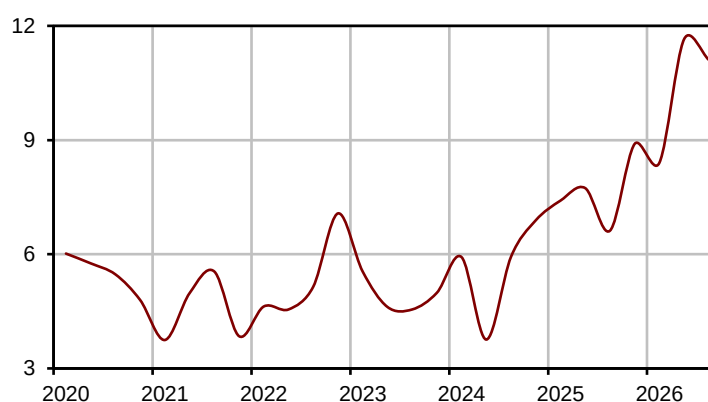
La liquidité des banques se serait légèrement rétrécie, tout en accentuant leur déficit chronique au troisième trimestre 2026. Bank Al-Maghrib aurait renforcé ses interventions pour financer ce déficit et maintenu son taux directeur inchangé à 2,25%, après une dernière baisse de 25 points de base six trimestres plus tôt. La masse monétaire aurait accéléré et les crédits à l'économie auraient connu une évolution soutenue. Le marché boursier aurait, à l'inverse, poursuivi sa correction baissière, sur fond des tensions géopolitiques au Moyen-Orient.

Poursuite de l'accélération de la masse monétaire

Les **créances sur l'économie** auraient maintenu leur croissance soutenue au troisième trimestre 2026, à l'image des deux trimestres précédents, enregistrant une augmentation de 11,1%, en glissement annuel, au lieu de +8,4% et 11,6% aux deux premiers trimestres de l'année respectivement. Cette dynamique aurait été attribuable à l'accélération des crédits à l'équipement aux entreprises (+31%, contre +32,3% un trimestre auparavant) et à leur trésorerie (+8,9%, contre +4,7%). Ces performances s'atténueraient légèrement au quatrième trimestre, ramenant la croissance globale des concours à l'économie à 8,3% au dernier trimestre de 2026.

Créances sur l'économie

(GA en %)



Source : BAM, calculs HCP

La masse monétaire se serait encore accélérée au troisième trimestre 2026, affichant une progression de 11,9%, après une augmentation de +11,7% un trimestre plus tôt, en glissements annuels. Sa croissance se maintiendrait à +11,9% au quatrième trimestre, tirée par la croissance des crédits à l'économie. Les avoirs officiels de réserve se seraient maintenus sur un cycle haussier, enregistrant un accroissement de 19,9%. Les créances nettes sur l'administration centrale se seraient, également, renforcés, traduisant un élargissement de l'endettement monétaire du Trésor de 7,1%.

Principaux indicateurs monétaires

(GA en %)

Indicateurs	2024				2025				2026		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
Masse monétaire	4,4	4,6	6,6	8,0	8,0	8,0	7,8	9,3	10,0	11,7	11,9
Contreparties dont :											
- Avoirs officiels de réserve	0,2	5,8	3,6	4,5	2,5	11,1	14,1	18,0	23,4	22,2	19,9
- Créances nettes sur l'AC	0,0	5,6	8,6	6,9	7,7	-1,5	1,1	4,8	2,8	2,6	7,1
- Créances sur l'économie	5,9	3,8	5,9	6,9	7,4	7,7	6,6	8,9	8,4	11,6	11,1

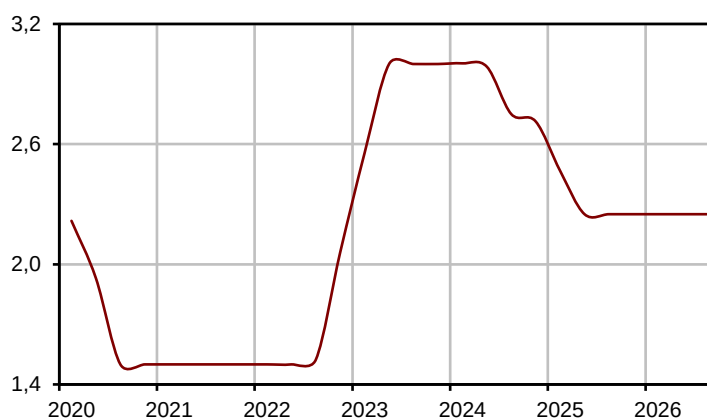
Source : BAM, calculs HCP

Sur le marché bancaire, le déficit structurel de liquidité des banques aurait persisté, nécessitant un pilotage actif de la banque centrale. Le déficit de liquidité aurait continué de s'accroître au troisième trimestre 2026, en glissement annuel, reflétant des besoins croissants de financement, ainsi qu'une circulation fiduciaire soutenue. Dans ce cadre, Bank Al-Maghrib aurait augmenté le volume de ses financements aux banques, garantissant ainsi la stabilité du marché monétaire.

Après avoir réduit son taux de 25 points de base au premier trimestre 2025, Bank Al-Maghrib aurait maintenu inchangé son taux directeur à 2,25% au troisième trimestre 2026 pour le sixième trimestre consécutif. Les taux d'intérêt sur le marché interbancaire se seraient stabilisés au niveau du taux directeur. Ceux des adjudications auraient poursuivi leur tendance haussière sur le marché des adjudications des bons du Trésor, avec des accroissements de 19 et 48 points de base respectivement pour les taux de maturité 1 et 5 ans. Parallèlement, les taux créditeurs auraient marqué des évolutions différenciées ; les taux moyens pondérés des dépôts à 6 mois auraient baissé de 10 points de base, en comparaison avec leur niveau une année auparavant, alors que ceux à 12 mois auraient progressé de 11 points de base. Les taux débiteurs auraient, pour leur part, poursuivi, en moyenne pondérée et en variation annuelle, leur baisse au deuxième trimestre 2026, pour se situer à 4,81%, soit 3 points de base de moins. Cette évolution serait le fruit notamment du repli de 18 points et 7 points de base des taux appliqués aux crédits à l'équipement des entreprises et à la consommation des ménages.

Taux interbancaire moyen trimestriel

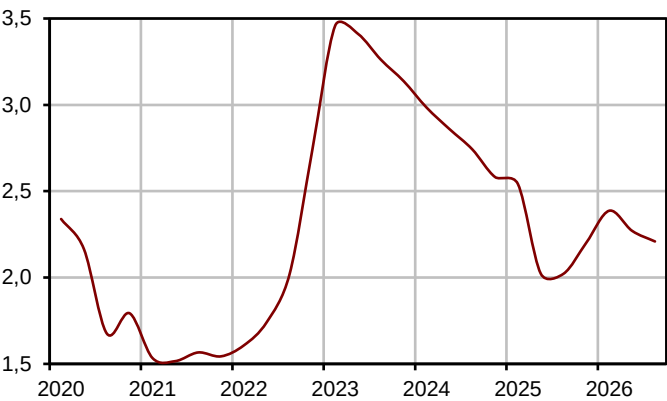
(en %)



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 %)											
	2024				2025				2026			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	
Taux directeur ⁽¹⁾												
. Avances à 7 jours	3,00	2,75	2,75	2,50	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	
Taux interbancaires ⁽²⁾	3,00	2,99	2,75	2,71	2,47	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	2,25	
Taux des adjudications des bons du Trésor ⁽²⁾												
. 1 an	2,98	2,86	2,74	2,58	2,54	2,02	2,02	2,20	2,39	2,27	2,22	
. 5 ans	3,42	3,43	3,11	2,94	2,83	2,46	2,39	2,58	2,81	2,85	2,87	
. 10 ans	3,79	3,75	3,48	3,25	3,17	2,80	2,72	2,74	2,96	-	-	
Taux créditeurs ⁽¹⁾												
. Dépôts à 6 mois	2,54	2,56	2,77	2,45	2,53	2,45	2,40	2,54	2,19	2,49	2,30	
. Dépôts à 12 mois	2,86	3,06	2,60	2,88	2,78	2,80	2,51	2,65	2,78	2,72	2,62	

Source : BAM, calculs HCP

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

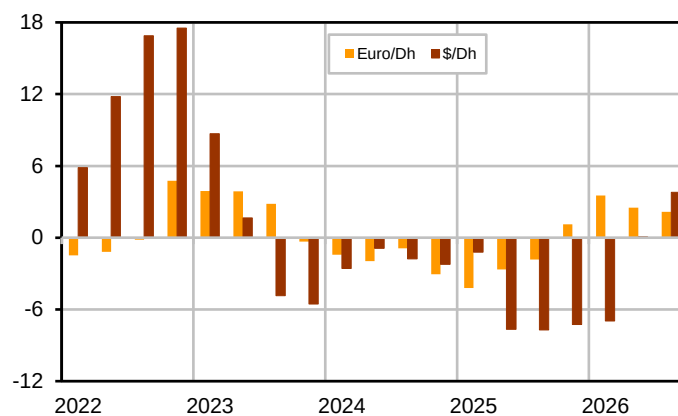
Dépréciation de la valeur effective du dirham

Sur le marché de change, le dirham aurait subi, au troisième trimestre 2026, une dépréciation vis-à-vis de l'euro et du dollar américain.

Après avoir abandonné 2,5% de sa valeur moyenne, par rapport à l'euro, au deuxième trimestre 2026, en glissement annuel, le dirham se serait déprécié de 2,2% au troisième trimestre. La parité dirham/euro se serait établie à 10,78 dirhams, contre 10,55 dirhams une année plus tôt.

Vis-à-vis du dollar, la variation du cours bilatéral du dirham aurait été plus accentuée. Le dollar se serait échangé de 9,03 dirhams au troisième trimestre 2025, à 9,37 dirhams au troisième trimestre 2026. La valeur du dirham se serait, ainsi, dépréciée de 3,8%.

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 dépréciation globale du dirham, soit une perte de 2,8 points au troisième trimestre 2026, en glissement annuel.

Taux de change bilatéral moyen du dirham**(GA en %)**

Source : BAM, calculs HCP

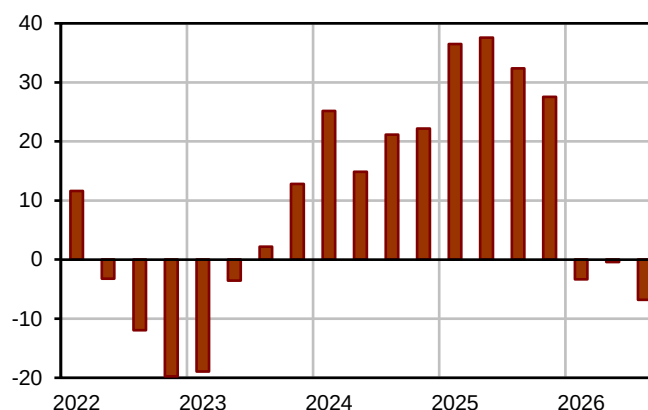
BOURSE DES VALEURS

Poursuite de la correction de l'indice boursier

Le marché des actions continuerait de réagir négativement face aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient au troisième trimestre 2026. Les investisseurs redoutent surtout les conséquences de ce choc sur l'économie nationale, à court et à moyen terme. Le marché aurait enchaîné des évolutions baissières qui se seraient inscrites dans un mouvement de correction, entamé depuis le début de l'année 2026 et amplifié au cours du troisième trimestre, après une forte progression inscrite en 2025. La tension sur le marché des actions aurait été accompagnée d'une volatilité accrue. La décreue des indices boursiers se serait manifestée par le repli des cours de plusieurs sociétés cotées. L'indice MASI aurait essuyé une perte de 6,8%, en glissement annuel, au troisième trimestre 2026, après un recul de 0,4% un trimestre auparavant.

Indice MASI

(GA en %)



Source : SBVC, élaboration HCP

La contreperformance du marché boursier se serait manifestée par le repli des cours boursiers d'une partie importante des secteurs cotés. Ces derniers auraient subi des évolutions à la baisse, mais à des degrés divers. Le secteur de la chimie aurait marqué la plus forte baisse au troisième trimestre 2026, soit -41,6%, suivi du secteur des sociétés de portefeuilles (-36,4%), de l'électricité (-27,7%), de l'industrie agricole (-25,1%) et des loisirs et hôtels (-22%). En revanche, le secteur des mines aurait marqué la plus forte hausse (+151,2%), suivi des matériels et logiciels informatiques (+7%) et de l'assurance (+1,6%).

Indicateurs boursiers

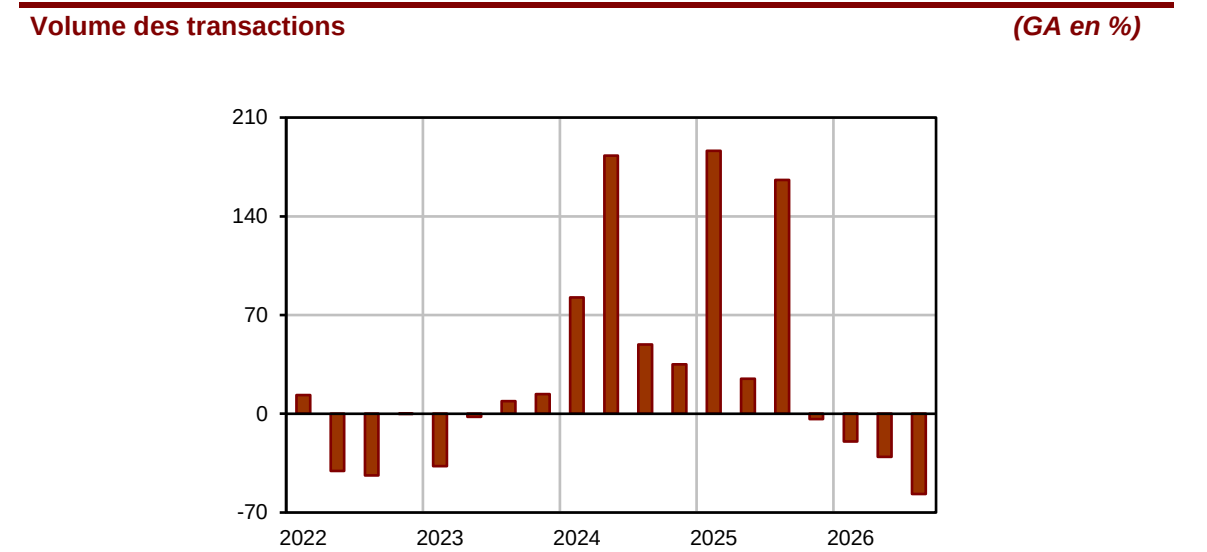
(GA en %)

	2024				2025				2026		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
MASI dont :	25,2	14,9	21,1	22,2	36,5	37,6	32,4	27,6	-3,4	-0,4	-6,8
Chimie	12,5	-0,6	1,0	21,7	16,2	40,7	19,8	-14,2	-36,3	-48,6	-41,6
Sociétés de portefeuilles	44,6	60,0	68,1	55,9	116,8	63,6	36,2	35,3	-31,6	-24,4	-36,4
Electricité	25,0	31,0	39,8	32,7	92,5	115,4	62,1	58,2	-24,2	-37,5	-27,7
Industrie agricole	-	-	-	-	-	-	-	-	6,2	8,6	-25,1
Loisirs et hôtels	85,2	45,5	4,7	8,2	32,7	41,7	86,5	65,1	0,7	-0,9	-22,0
Santé	135,5	100,3	123,6	113,6	87,9	110,0	37,3	22,2	-5,3	-14,0	-21,3
Télécommunications	17,6	-4,9	-6,9	-11,7	22,5	22,8	24,8	32,9	-23,4	-17,4	-18,6
Promotion immobilière	250,2	219,8	158,2	197,5	145,3	47,6	31,0	9,2	-25,6	-3,4	-17,1
Pétrole et gaz	7,7	1,9	8,8	7,2	12,5	17,1	7,0	10,5	-14,7	-14,8	-16,7
Sylviculture et papier	-20,6	-21,9	-7,5	-4,5	20,5	46,4	36,2	29,2	5,2	-7,3	-16,2
Distribution	3,4	-5,2	-1,0	2,9	2,4	6,1	15,1	20,9	-5,7	-9,3	-16,1
Services de transport	30,4	22,8	75,5	96,8	168,7	159,6	101,3	77,2	2,0	5,2	-15,6
Ingénieries et biens d'équipement industriels	-8,3	-1,4	43,4	16,8	50,3	300,9	144,7	255,5	103,0	-23,3	-14,9
Agro-alimentaire	16,1	6,0	3,6	3,3	11,3	13,8	8,5	5,4	-5,3	-6,3	-14,6
Bâtiment	45,9	20,1	28,9	28,1	33,5	39,8	34,3	33,8	1,1	-4,4	-14,5
Assurance	14,3	6,6	15,2	10,0	18,7	18,9	6,8	9,8	0,5	8,0	1,6
Matériels et logiciels informatiques	-6,7	-7,0	-7,8	-0,1	12,8	18,2	7,7	5,1	-10,4	2,9	7,0
Mines	-28,7	15,0	41,0	67,4	150,5	95,1	96,0	99,0	74,0	145,8	151,2
Capitalisation boursière	23,9	15,7	21,7	20,2	37,8	38,6	35,3	38,3	4,1	8,8	4,0

Source : SBVC, calculs HCP

... Et net repli du volume des transactions

Le marché boursier aurait affiché des positions plus vendeuses qu'acheteuses de la part des investisseurs, au troisième trimestre 2026, dévoilant leur situation de prise de bénéfices. La liquidité du marché aurait poursuivi son trend baissier, après plusieurs trimestres de croissance en 2024 et 2025. Un climat de défiance quant à l'investissement en bourse se serait installé sur fond du risque géopolitique et après de fortes performances marquant le marché des actions au cours des deux dernières années. Globalement, le volume des transactions sur ce marché aurait régressé de 56,9% en glissement annuel, au troisième trimestre 2026. Le marché central aurait participé à hauteur de 95% du volume global ; les transactions y afférentes se seraient infléchies de 53,3%, en variation annuelle. Parallèlement, le chiffre d'affaires sur le marché des blocs aurait reflué de 82,8%, et n'aurait engendré que 5% du chiffre d'affaires global.



Source : SBVC, élaboration HCP.

Dans ce contexte de contreperformance de la place financière de Casablanca, la capitalisation boursière se serait légèrement appréciée au troisième trimestre 2026. Elle aurait atteint à 1043,7 milliards de dh, enregistrant, ainsi, une augmentation de 4% en variation annuelle, soit un gain de 39,8 milliards de dirhams environs.

Chiffre d'affaires

(GA en %)

	2024				2025				2026		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III
Marché central	116,6	88,2	71,9	68,8	178,2	71,6	136,0	53,4	-17,1	-27,8	-53,3
Marché des blocs	-76,0	12 323,3	-86,1	12,2	534,6	-65,7	2343,5	-62,4	-66,9	-57,6	-82,8
Total	82,4	182,9	49,1	35,1	186,5	24,9	165,7	-3,9	-19,7	-30,6	-56,9

Source : SBVC, calculs HCP

TABLEAU DE BORD ET ANNEXES

TABLEAU DE BORD
 (glissement annuel en %)

جدول قيادي
 (التغير السنوي بـ%)

Secteurs et indicateurs de croissance		2025		2026		الأنشطة القطاعية ومؤشرات النمو	
		III	IV	I	II		
PIB (base 2014)	Valeur ajoutée agricole	8,0	8,3	18,4	21,2	القيمة المضافة للنشاط الفلاحي	الناتج الداخلي الإجمالي، أساس 2014
	Valeur ajoutée non-agricole	4,0	4,2	2,6	1,5	القيمة المضافة للأنشطة غير الفلاحية	
	PIB global	4,9	5,1	4,6	4,0	الناتج الداخلي الإجمالي	
Indicateurs sectoriels	Ventes de ciment	12,1	2,1	-10,9	8,0	مبيعات الاسمنت	مؤشرات قطاعية
	Indice de production électrique	6,4	2,8	-3,7	1,9	مؤشر إنتاج الكهرباء	
	Indice de production industrielle	2,2	4,0	-1,4	-4,5	مؤشر إنتاج الصناعة	
Prix à la consommation (base 2017)	Indice général	0,4	-0,2	-0,1	1,1	المؤشر العام	أثمان الاستهلاك (أساس 2017)
	Produits alimentaires	0,5	-1,0	-1,1	-0,8	المواد الغذائية	
	Produits non-alimentaires	0,3	0,4	0,6	2,4	المواد غير الغذائية	
Echanges Extérieurs	Exportations de biens en valeur	4,2	0,8	3,5	15,2	الصادرات	المبادلات الخارجية
	Importations de biens en valeur	9,9	4,9	11,2	19,0	الواردات	
	Déficit commercial	17,1	10,8	24,0	24,2	العجز التجاري	
	Taux de couverture (en points)	-2,9	-2,3	-4,3	-1,9	نسبة التغطية (بالنقط)	
	Recettes voyages	21,2	38,2	24,7	9,7	المدخلات السياحية	
	Transferts des MRE	6,7	8,0	11,7	4,7	تحويلات المغاربة القاطنين في الخارج	
Finances publiques	Recettes ordinaires	17,4	10,9	8,3	8,6	المدخلات العادية	المالية العمومية
	Dépenses ordinaires	18,9	11,6	4,9	14,9	النفقات العادية	
	Investissement budgétaire	7,2	8,2	6,4	14,3	الاستثمارات العمومية	
	Solde budgétaire	89,6	0,1	9,5	-19,0	رصيد الحسابات	
Monnaie, intérêt et change	Masse monétaire	7,8	9,3	10,0	11,7	الكتلة النقدية	النقد و نسبة الفائدة و سعر الصرف
	Avoirs officiels de réserve	14,1	18,0	23,4	22,2	الموجودات الخارجية الصافية	
	Créances nettes sur l'AC	1,1	4,8	2,8	2,6	الديون الصافية على الحكومة المركزية	
	Créances sur l'économie	6,6	8,9	8,4	11,6	الديون على الاقتصاد	
	Taux d'intérêt interbancaire en %	-0,50	-0,46	-0,22	0,00	نسبة الفائدة بين البنوك بـ %	
	Taux des adjudications des bons du Trésor d'un an en %	-0,72	-0,38	-0,15	0,25	نسبة فائدة سندات الخزينة لسنة واحدة بـ %	
	Taux de change dirham / euro	-1,8	1,1	3,5	2,5	سعر الصرف درهم / أورو	
	Taux de change dirham / dollar	-7,7	-7,3	-7,0	0,1	سعر الصرف درهم / دولار	
Bourse des valeurs	MASI	32,4	27,6	-3,4	-0,4	مؤشر مازي	بورصة القيم
	Capitalisation boursière	35,3	38,3	4,1	8,8	رسملة البورصة	
	Volume des transactions	165,7	-3,9	-19,7	-30,6	حجم المعاملات	

TABLEAUX ANNEXES

2024		2025			2026	
IV	I	II	III	IV	I	II

ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

Taux de croissance du PIB (glissements trimestriels en %)

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

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

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

Source : OCDE

	21/22	22/23	23/24	24/25	25/26*
--	-------	-------	-------	-------	--------

AGRICULTURE

Céréales	35308	56107	32336	45465	90000
Légumineuses	1956	1513	1531	1761	-
Cultures maraîchères	74721	75088	80759	85442	-

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

2024		2025			2026	
IV	I	II	III	IV	I	II

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

Electricité	136,6	138,3	158,80	144,3	131,6	140,9	136,6
Mines	136,6	138,3	158,80	144,3	131,6	140,9	136,6
Minerais métalliques	104	90	109	118	104	90	104

Source : HCP

INDUSTRIE

Indices de la production industrielle

(Base 100 : 2017)

	2025				2026	
	I	II	III	IV	I	II
Industries alimentaires	162,7	138,5	162,7	138,5	132,9	128,7
Fabrication de boissons	77,6	78	96,8	156,2	79,2	77,6
Fabrication de produits à base de tabac	45,3	96,5	77,0	144,9	44,8	98,9
Fabrication de textile	91,0	76,3	78,4	89,2	93,9	83,1
Industrie de l'habillement	99,2	85,7	89,5	85,9	91,2	77,1
Industrie du cuir et de la chaussure (à l'exception de l'habillement en cuir)	66,8	68,1	71,6	63,0	70,6	71,2
Travail du bois et fabrication d'articles en bois et en liège, à l'exception des meubles	68,5	42,5	87,0	121,9	67,9	40,2
Industrie du papier et du carton	147,1	122,8	109,2	123,2	144,6	124,1
Imprimerie et production d'enregistrements	120,0	132,2	106,0	141,4	107,3	115,9
Produits chimiques	155,2	167,4	163,2	167,5	153,0	118,0
Fabrication de produits en caoutchouc et en plastique	122,8	152,7	145,6	132,7	126,2	150,4
Fabrication d'autres produits minéraux non métalliques	100,5	99,3	111,4	118,7	91,9	105,2
Fabrication de produits métalliques, à l'exception des machines et des équipements	88,3	66,7	79,7	131,2	83,2	76,1
Fabrication de machines et équipements N.C.A.	78,6	97,0	129,8	141,0	77,3	101,3
Fabrication d'équipements électriques	137,8	145,2	115,5	163,9	122,2	158,0
Fabrication de produits informatiques, électroniques et optiques	94,7	120,3	113,3	147,1	101,4	96,9
Industrie automobile	158,5	167,0	138,5	190,2	165,7	177,0
Fabrication d'autres matériels de transport	194,8	108,1	136,4	195,3	249,7	116,9
Fabrication des meubles	81,1	93,6	128,8	133,3	82,0	88,9
Autres industries manufacturières	81,7	82,2	63,5	68,2	85,7	66,7
Réparation et installation de machines et d'équipements	74,3	91,5	73,6	137,3	85,2	92,4
Industrie (Hors raffinage de pétrole)	120,2	121,1	124,9	144,6	118,5	115,6

Source : HCP

2024		2025			2026		
IV	I	II	III	IV	I	II	

INDICE DES PRIX A LA CONSOMMATION

(Base 100 : 2017)

Produits alimentaires	130,3	132,2	130,7	131,4	129,0	130,7	129,7
Produits alimentaires et boissons non alcoolisées	129,9	131,8	130,1	130,9	128,4	130,0	128,8
Pain et céréales	119,4	119,6	118,9	118 ,2	118,3	118 ,4	118,1
Viande	144,1	145,0	137,0	141,6	136,5	137,8	141,1
Poissons et fruits de mer	120,9	128,8	123,4	127,7	127,3	148,3	132,9
Lait, fromage et œufs	124,0	125,6	120,4	123,7	124,2	124,7	118,6
Huiles et graisses	153,4	153,9	149,6	145,4	131,4	118,9	113,7
Fruits	131,4	132,5	142,4	145,1	138,1	136,5	147,0
Légumes	128,6	135,1	139,3	135,4	140,8	154,2	149,6
Sucre, confiture, miel, chocolat et confiserie	105,9	106,2	106,3	106,8	106,3	106,6	107,0
Produits alimentaires N.C.A	114,8	116,4	116,8	116,8	116,5	116,2	115,5
Café, thé et cacao	110,4	112,1	114,0	116,8	117,3	118,3	118,4
Boissons alcoolisées, tabac et stupéfiants	140,2	144,0	144,9	145,0	145,0	149,3	150,5
Produits non-alimentaires	112,0	112,1	112,0	112,3	112,5	112,8	114,7
Articles d'habillement et chaussures	116,6	116,6	117,0	117,2	117,5	117,7	118,0
Logement, gaz, eau, électricité et autres	108,8	109,0	109,3	109,4	109,5	109,7	110,6
Meubles, articles de ménages et entretien	112,3	112,5	112,6	113,0	113,1	113,2	113,7
Santé	101,2	101,3	101,4	101,4	101,5	101,5	101,6
Transports	117,7	117,7	115,8	116,7	115,8	115,8	124,7
Communication	104,1	104,1	103,9	103,9	103,8	103,7	103,6
Loisirs et culture	105,4	105,2	105,0	104,8	104,9	104,9	104,9
Enseignement	121,8	121,8	121,8	122,6	124,4	124,4	124,4
Restaurants et hôtels	119,3	120,0	121,0	122,3	122,4	122,5	123,5
Biens et services divers	115,8	116,1	116,6	117,0	117,7	120,0	120,7
Général	119,2	120,0	119,3	119,9	119,0	119,9	120,6

Source : HCP

ECHANGES EXTERIEURS*

Exportations

(en millions de dh)

	III-25	IV-25	I-26	II-26
Produits alimentaires, boissons et tabacs	14 631	20 700	25 098	22 696
Produits énergétiques et lubrifiants	1 225	1 223	1 400	1 968
Produits bruts d'origine animale et végétale	1 326	1 464	1 745	2 160
Produits bruts d'origine minérale	4 372	4 878	4 653	6 315
Demi-produits	31 300	29 706	23 771	31 174
Produits finis d'équipement agricole	44	45	40	39
Produits finis d'équipement industriel	23 045	27 031	27 342	31 241
Produits finis de consommation	33 653	37 792	36 775	43 000
Or industriel	182	126	93	112
Total	109 778	122 965	120 918	138 705

Importations

Produits alimentaires, boissons et tabacs	22 287	24 152	22 522	26 345
Produits énergétiques et lubrifiants	28 252	26 080	28 627	40 165
Produits bruts d'origine animale et végétale	5 143	4 973	4 347	5 372
Produits bruts d'origine minérale	6 292	6 297	8 877	10 223
Demi-produits	43 532	43 668	40 022	47 795
Produits finis d'équipement agricole	454	559	468	695
Produits finis d'équipement industriel	49 005	56 558	51 250	59 920
Produits finis de consommation	51 892	54 323	51 611	59 497
Or industriel	615	365	666	518
Total	207 472	216 974	208 391	250 531

Solde commercial des biens	-97 694	-94 009	-87 474	-111 826
Taux de couverture (en %)	52,9	56,7	58,0	55,4
Recettes voyages	46 841	35 735	31 306	33 903
Transferts des MRE	36 673	29 416	29 743	30 708

Source : Office des Changes, *données provisoires

2024		2025			2026		
IV	I	II	III	IV	I	II	

FINANCEMENT DE L'ECONOMIE

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

Masse monétaire	1 891 986	1 911 640	1 956 214	1 995 459	2 068 243	2 103 133	2 184 989
Contreparties							
- Avoirs officiels de réserve	375 499	370 937	406 880	419 783	442 911	457 827	497 339
- Créances nettes sur l'AC	339 027	354 404	349 284	354 927	355 405	364 250	358 229
- Créances sur l'économie	1 417 193	1 425 452	1 434 822	1 462 965	1 543 288	1 545 191	1 601 962
Placements liquides	999 921	1 046 515	1 031 464	1 097 747	1 085 807	1 069 615	1 099 295
Liquidité de l'économie	2 891 907	2 958 155	2 987 678	3 093 206	3 154 051	3 172 748	3 284 283

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

Crédits de trésorerie	255 775	256 428	247 391	245 406	250 980	256 326	258 999
Crédits à l'équipement	245 254	249 622	260 206	269 451	306 869	313 088	344 246
Crédits immobiliers	310 922	312 878	317 284	318 254	321 188	323 424	329 258
Crédits à la consommation	58 548	59 078	60 156	60 915	61 466	61 385	62 841

Cours moyen des devises par rapport au dirham

Euro (E)	10,60	10,43	10,50	10,55	10,72	10,79	10,76
Dollar américain (\$)	9,94	9,91	9,25	9,03	9,21	9,22	9,25
Livre Sterling (£)	12,74	12,48	12,35	12,18	12,24	12,43	12,42

Source: BAM

2024		2025			2026	
IV	I	II	III	IV	I	II

BOURSE DES VALEURS

Indicateurs de la Bourse des Valeurs

Volume des transactions (en 10 ⁶ de dh)	40 017,14	33 270,50	31 142,23	34 338,34	38 475,37	26 714,74	21 610,26
- Marché central	20 221,15	31 553,54	28 237,25	30 078,32	31 028,78	26 145,98	20 378,27
- Marché des blocs	19 795,99	1 716,96	2 904,98	4 260,01	7 446,59	568,77	1 231,98
MA SI	14 773,19	17 756,02	18 296,60	19 024,82	18 846,35	17 160,54	18 217,27
Capitalisation boursière (en 10 ⁶ de dh)	752 436,95	925 258,52	959 443,50	1 003 942,62	1 040 695,30	963 030,06	1 043 577,97

Source : SBVC

FINANCES PUBLIQUES

Charges et recettes du Trésor (en 10⁶ de dh)

Recettes ordinaires	369 682	113 976	211 472	310 726	409 953	123 427	229 662
Dépenses ordinaires	333 283	103 257	185 892	280 232	372 081	108 334	213 624
Solde ordinaire	36 400	10 719	25 580	30 494	37 872	15 093	16 038
Investissement budgétaire	119 677	27 982	54 436	78 244	129 439	29 764	62 238
Solde budgétaire	-61 504	5 931	-24 892	-50 529	-61 591	6 494	-20 168
Solde de financement	-52 827	-15 556	-46 062	-71 661	-74 031	-795	-23 598

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
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
GT	Glissement trimestriel
GA	Glissement annuel
Ha	Hectare
HCP	Haut-commissariat au Plan
I, II, III, IV	Trimestres
IPC	Indice des prix à la consommation
IGR	Impôt général sur le revenu
IMME	Industries métalliques, mécaniques, électriques et électroniques
IPI	Indice de la production industrielle
IS	Impôt sur les sociétés
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, Centre Multimédia Sis Avenue Mohammed VI, Rue Ghiata

Route des Zaërs, Km 4.5 RABAT, BP: 178

Tél : 05 37 57 69 35

Site web : www.hcp.ma

