

ROYAUME DU MAROC



MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE ET DES FINANCES

DEPF

Boulevard Mohamed V.  
Quartier Administratif,  
Rabat-Chellah Maroc

E : [depf@depf.finances.gov.ma](mailto:depf@depf.finances.gov.ma)

W : [depf.finances.gov.ma](http://depf.finances.gov.ma)

T : (+212) 537.67.74.15/16

# NOTE DE CONJONCTURE

DIRECTION DES ÉTUDES ET DES PRÉVISIONS FINANCIÈRES

N° 3443 / Septembre 2025





# Sommaire

## **PARTIE 1** ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

**01** ECONOMIES AVANCÉES

**02** ECONOMIES ÉMERGENTES

**03** MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES

## **PARTIE 2** ENVIRONNEMENT NATIONAL

**01** TENDANCES SECTORIELLES

**02** DEMANDE INTERIEURE

**03** ECHANGES EXTERIEURS

**04** FINANCES PUBLIQUES

**05** FINANCEMENT DE L'ECONOMIE

## **PARTIE 3** TABLEAU DE BORD



# Synthèse

N.B. : Sauf indication contraire, les évolutions présentées, dans la note, sont en glissement annuel.



## Environnement international



- ⇒ **Économie mondiale** : La croissance s'annonce modérée à 3,0% en 2025 et 3,1% en 2026 (FMI, juillet), en dessous de 2024 (3,3%) et des moyennes historiques. L'incertitude continue de peser sur l'investissement et la confiance. Toutefois, l'OCDE (septembre) prévoit une progression plus robuste du PIB mondial cette année (3,2% contre 2,9% attendu en juin), portée par de meilleures perspectives dans la plupart des grandes économies. Aux États-Unis, la croissance est relevée de 0,2 point à 1,8% en 2025, mais reste menacée par l'inflation et les tensions commerciales. Parmi les économies émergentes, l'Inde poursuit sa forte expansion (+0,5 à 6,7%), grâce à une demande intérieure robuste, tandis que la Chine résiste (+0,2 à 4,9%), malgré la crise immobilière. Les pressions inflationnistes s'atténuent, en lien avec la détente des prix de l'énergie.
- ⇒ **Zone euro** : perspectives de reprise modérée (1,0% en 2025 et 1,2% en 2026, selon FMI), portée par le soutien budgétaire en Allemagne, un marché du travail solide et une inflation maîtrisée autour de la cible de 2%.
- ⇒ **Euro** : à 1,18 dollar le 22 septembre, en hausse de 9% depuis début avril et de 13% depuis début 2025.
- ⇒ **Pétrole** : 67 dollars le baril de Brent le 22 septembre, en baisse de 12% en glissement annuel.



## Tendances sectorielles



- ⇒ **Secteur primaire** : accroissement de la VA du secteur agricole au T1 (+4,5%) ; production céréalière de la campagne agricole 2024-2025 estimée à 43 millions de quintaux ; amélioration du développement des autres cultures et du couvert végétal ; augmentation de l'effectif global du cheptel national.
- ⇒ **Secteur secondaire** : consolidation de l'activité au niveau du secteur manufacturier (IP : +7% au T2 après +3,2% au T1 ; TUC : +0,7 point à 78,1% à fin juillet), du secteur minier (IP : +16,8% au T2 après +10,8% au T1), de l'énergie électrique (production : +5,8% à fin juillet) et du secteur du BTP (ventes de ciment : +10,4% à fin août).
- ⇒ **Secteur tertiaire** : raffermissement des indicateurs du secteur du tourisme (arrivées : +15% à fin août ; nuitées : +13% à fin juin ; recettes voyages : +12,6% à fin juillet) et du secteur du transport (trafic portuaire global : +11,6% à fin juin ; passagers ferroviaires : +3% à fin juin ; passagers aériens : +16,4% à fin mars) ; évolution positive du secteur des télécommunications à fin juin (parcs mobile et internet : +3,2% et +5,2% respectivement).



## Ménages & Entreprises



- ⇒ **Consommation des ménages** : maintien de sa vigueur, soutenue par les mesures en faveur du pouvoir d'achat mises en œuvre par les pouvoirs publics, dans un contexte d'inflation qui reste maîtrisée (+0,3% en août) et bénéficiant de l'augmentation des crédits à la consommation (+3,9% à fin juillet), du niveau encourageant des transferts des MRE (68,8 milliards de dirhams à fin juillet) et de la création de 132.000 postes d'emplois rémunérés au T2-2025.
- ⇒ **Intensification de l'effort d'investissement**, portée par les grands chantiers structurants et les dépenses d'équipement du Budget Général de l'État (+3,7% pour atteindre 67,9 milliards de dirhams à fin août). Cette dynamique bénéficierait également de la forte progression à fin juillet des recettes des IDE (+26,8%), des importations de biens d'équipement (+14,5%) et des crédits à l'équipement (+22,9%).

1,18

(le 22 septembre)



Parité euro/dollar

67 \$/baril

(le 22 septembre)



Brent

43 MQX



Production céréalière

13,5 millions

(+15% à fin août)



Arrivées touristiques



### Echanges extérieurs

- ⇒ Accroissement des exportations de 4,2% à fin juillet, impulsé, principalement, par la hausse des ventes à l'étranger des secteurs de phosphates et dérivés (+20,9%), de l'agriculture et agroalimentaire (+3,4%) et de l'aéronautique (+8,9%).
- ⇒ Progression des importations de 8,8% à fin juillet, tirée par l'ensemble des groupes de produits, à l'exception des importations des produits énergétiques qui ont reculé de 6,1%.
- ⇒ Creusement du déficit commercial de 15,9% et repli du taux de couverture de 2,6 points, se situant à 58,5% à fin juillet.
- ⇒ Avoirs Officiels de Réserve : couverture de 5 mois et 16 jours d'importations de biens et services à fin juillet.



### Finances publiques

- ⇒ Déficit budgétaire de 59,8 milliards de dirhams à fin août 2025, contre un déficit de 40,4 milliards l'année précédente, résultant, particulièrement, d'une hausse des dépenses globales (+18,4% ou +49,4 milliards de dirhams), plus importante que celle des recettes ordinaires (+13,2% ou +30 milliards de dirhams).



### Financement de l'Economie

- ⇒ Hausse des crédits au secteur non financier de 3,4% à fin juillet 2025 après +2,8% un an auparavant, recouvrant essentiellement un accroissement des crédits aux ménages de 2,9% après +1,6% à fin juillet 2024 et des crédits aux sociétés non financières de 2,1% après +2,6% l'année précédente.
- ⇒ Poursuite du trend haussier des indices MASI et MASI 20 à fin août 2025 pour atteindre des niveaux records, enregistrant une hausse de 2,1% et 1,8% respectivement par rapport à fin juillet 2025, portant leur performance, par rapport à fin décembre 2024, à +35,8% et +37,8%.

NB : Sauf indication contraire, les évolutions sont en glissement annuel

**+20,9%**  
(fin juillet)



Exportations phosphates et dérivés

**-6,1%**  
(fin juillet)



Facture énergétique

**+4,9%**  
(fin juillet)



Crédits bancaires

**+35,8% et +37,8%**  
(fin août-25/fin déc-24)



MASI et MASI 20



# ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

# 1. ECONOMIES AVANCEES

## États-Unis : la Fed a réduit ses taux de 25 pb en septembre, face aux risques pesant sur l'emploi et l'économie

**1,9%**  
(en 2025)



USA

Croissance économique

**54,6**  
(en août)



USA

Indice PMI composite

**4,3%**  
(en août)



USA

Taux de chômage

**-25 pb**

(le 17 septembre)



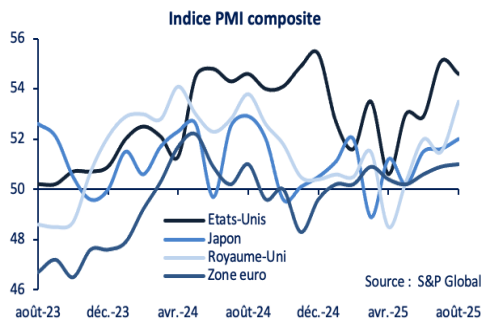
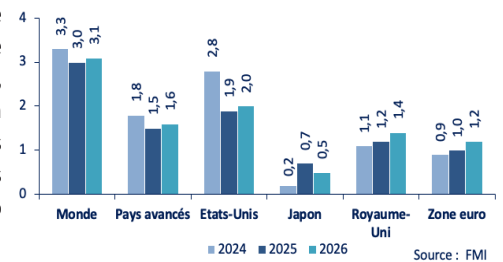
USA

Taux d'intérêt directeur

La croissance de l'économie américaine devrait se limiter à 1,9% en 2025 et 2% en 2026, selon le FMI, après une expansion de 2,8% en 2024 portée par la consommation et un marché du travail dynamique. Les tensions commerciales et géopolitiques sapent la confiance des ménages, des entreprises et des investisseurs. Face à une faiblesse du marché de l'emploi, la Fed a réduit ses taux. L'aggravation des déficits publics et une dette fédérale record soulignent la persistance des défis budgétaires.

Au T2-2025, le PIB américain a rebondi de 3,3% en rythme annualisé (après -0,5% au T1). Le commerce extérieur a contribué pour 5 points à la croissance grâce à la chute des importations (-30% après +38%), tandis que les stocks l'ont amputée de 3,3 points. La consommation des ménages a accéléré (1,6% après 0,5%), l'investissement fixe a ralenti (3,3% après 7,6%) et les dépenses publiques ont reculé (-0,2% après -0,6%).

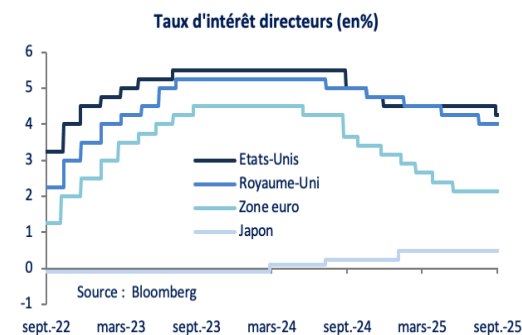
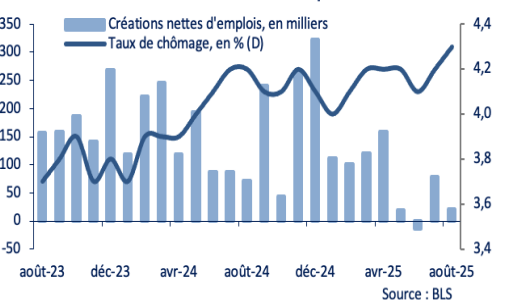
Pays avancés : croissance du PIB (en %)



Les données récentes sont mitigées. L'indice PMI composite (54,6 en août après 55,1 en juillet) signale une croissance ralentie mais toujours solide. Le ralentissement vient du secteur des services (54,5 après 55,7), alors que l'industrie manufacturière s'est renforcée (53,0 après 49,8). Les ventes de détail ont poursuivi leur reprise (+0,6% en août après +0,6% en juillet). Néanmoins, la confiance des ménages (indice Michigan) a confirmé son recul en septembre (-2,8 points après -3,5 points en août).

Le marché de l'emploi montre des signes de ralentissement. Le taux de chômage a rebondi à 4,3% en août, après 4,2% en juillet. L'économie n'a créé que 22k postes nets en août, bien en dessous des attentes (75k). Les chiffres de juin et juillet ont été révisés à la baisse (-21k au total). Selon la révision préliminaire du BLS, l'économie a créé 911k emplois de moins entre mars 2024 et mars 2025 que ce qui avait été initialement rapporté, marquant la plus forte révision à la baisse depuis au moins l'an 2000.

Etats-Unis : marché de l'emploi



Dans ce contexte, la Fed a abaissé son taux-cible de 25 points de base le 17 septembre, à 4,00-4,25%, après avoir maintenu la fourchette 4,25-4,50% depuis décembre 2024. Le « dot plot » de septembre laisse entrevoir encore deux baisses de 25 pb d'ici la fin 2025. Les marchés en anticipent également deux.

Toutefois, l'inflation globale a accéléré en août (à 2,9% contre 2,7% en juillet), tandis que l'inflation sous-jacente reste élevée mais stable à +3,1%.

## Zone euro : perspectives de croissance modérée mais résiliente face aux vents contraires

**1,0%**  
(en 2025)



**Zone euro**  
Croissance économique

**1,2%**  
(en 2026)



**Zone euro**  
Croissance économique

**0,1%**  
(au T2-2025)



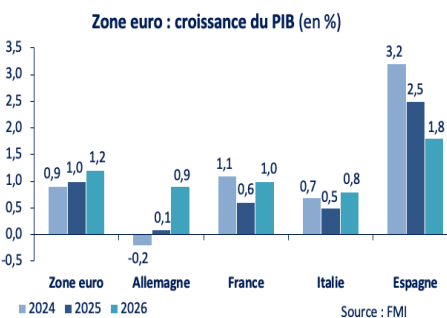
**Zone euro**  
Croissance économique

Les perspectives économiques de la zone euro restent celles d'une croissance modérée mais résiliente, soutenue par un marché du travail solide et des mesures budgétaires ciblées. La BCE semble approcher la fin du cycle d'assouplissement, malgré des risques persistants liés aux tensions commerciales et géopolitiques.

Selon le FMI, l'économie de la zone euro devrait croître de 1,0% en 2025 et 1,2% en 2026, soutenu par l'assouplissement budgétaire allemand, l'augmentation des dépenses militaires, les fonds NGEU, un marché du travail solide, la hausse des revenus réels et la baisse des taux d'intérêt. L'inflation convergerait vers 2% d'ici 2026, portée par un euro fort et la stabilisation des prix de l'énergie. Toutefois, les difficultés de l'industrie, la prudence de l'investissement privé et le ralentissement des exportations pourraient freiner l'élan. Des défis structurels persistent, compromettant la compétitivité de la région : faible productivité, pénuries de main-d'œuvre, vieillissement, transition énergétique coûteuse et sous-investissement.

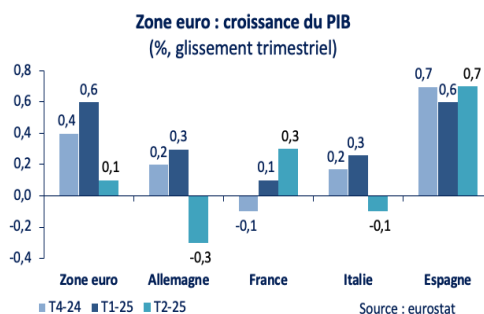
Les trajectoires nationales restent hétérogènes.

Après deux ans de récession, l'Allemagne amorcerait une reprise timide en 2025 (0,1%), avant d'accélérer en 2026 (0,9%) grâce à la relance et aux commandes publiques<sup>1</sup>. En France, la croissance ralentirait en 2025 (0,6%) sous l'effet de l'ajustement budgétaire, avant de rebondir en 2026 (1,0%) grâce aux réformes. L'économie italienne reste freinée par la faible demande interne et par certaines rigidités (0,5% en 2025, 0,8% en 2026).



En revanche, l'Espagne continuerait de surperformer (2,5% en 2025, 1,8% en 2026), portée par un marché du travail dynamique, le tourisme et une absorption efficace des fonds NGEU.

Au T2-2025, la croissance de la zone euro a ralenti à 0,1% (après +0,6% au T1), son rythme le plus faible depuis T4-2023. L'élan du T1 lié aux anticipations de hausses tarifaires s'est estompé et l'incertitude sur les mesures commerciales américaines a pesé sur la confiance des ménages et des entreprises. Parmi les grandes économies, le PIB s'est contracté en Allemagne (-0,3%) et en Italie (-0,1% chacune), mais s'est accélérée en France (+0,3%) et en Espagne (+0,7%). Sur un an, l'activité de la zone a progressé de 1,5%.



Les derniers signaux mensuels restent contrastés. La production industrielle a rebondi en juillet (+0,3% après -0,6% en juin), tandis que les ventes au détail ont reculé en juillet (-0,5% après +0,6%), illustrant une demande intérieure encore fragile.

<sup>1</sup> L'Allemagne a adopté une réforme du frein à l'endettement pour créer un fonds d'infrastructures de 500 milliards d'euros sur dix ans (hors budget) et exclure des limites les dépenses de défense au-delà de 1% du PIB. Ce paquet, accompagné d'allègements fiscaux et d'un relèvement du salaire minimum, vise à soutenir la croissance et la compétitivité, mais soulève des inquiétudes sur l'ampleur de l'endettement et l'efficacité de la mise en œuvre.

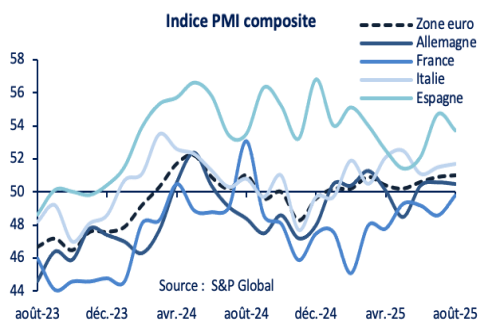
51,0

(en août)



Zone euro

Indice PMI composite



L'indice PMI composite de la zone euro (51,0 en août après 50,9 en juillet) signale une expansion, la plus forte depuis mai 2024. Les services (50,5 après 51,0) restent en expansion modérée et l'industrie (50,7 après 49,8) connaît son premier rebond en trois ans. Les nouvelles commandes repartent à la hausse, soutenant l'emploi, mais la confiance recule face aux incertitudes tarifaires. L'activité globale progresse en Allemagne, en Italie et en Espagne mais reste en zone de contraction en France (49,8 après 48,6) pour le 12ème consécutif.

L'Indice de sentiment économique (ESI) de la zone euro a reculé en août (-0,5 point à 95,2), suite au repli de la confiance dans les services, la construction et les consommateurs, malgré de légères améliorations dans le commerce de détail et l'industrie. Parmi les grands pays, l'ESI a chuté fortement en Espagne (-2,6 points), en Allemagne (-1,0) et en Italie (-1,0), tandis qu'il a bondi aux Pays-Bas (+3,5) et été quasi stable en France (+0,1).

6,2%

(en juillet)

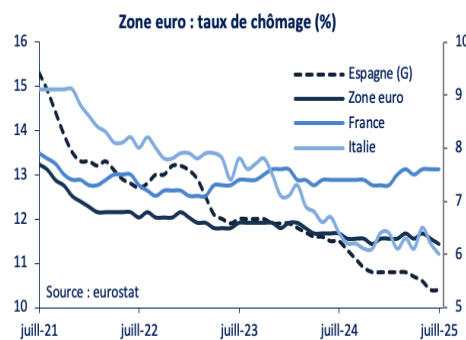


Zone euro

Taux de chômage

Le marché de l'emploi reste globalement solide. Le taux de chômage dans la zone euro a reculé à 6,2% en juillet, son plus bas historique, marquant une baisse de 0,1 point sur un mois et de 0,2 point sur un an.

Néanmoins, des différences persistent entre pays membres. Le chômage a nettement reculé en Espagne (-1,1 point sur un an à 10,4% en juillet) et en Italie (-0,4 à 6,0%), mais a augmenté en France (+0,2 à 7,6%) et en Allemagne (+0,3 à 3,7%). La pénurie de main-d'œuvre qualifiée reste un frein pour les entreprises.



L'inflation globale dans la zone euro est restée à 2,0% à l'été 2025 (juin, juillet et août). Les prix de l'énergie continuent d'amortir la pression, tandis que les services et certains biens montrent des tensions locales. L'inflation sous-jacente, qui exclut l'énergie et l'alimentation, reste stable (à 2,3% pour le 3ème mois consécutif en août, au plus bas depuis janvier 2022).

La BCE maintient son objectif de stabilité des prix, avec une inflation qui devrait se stabiliser durablement autour de 2% à moyen terme (1,7% en 2026 et 1,9% en 2027 après 2,1% en 2025), en lien avec la baisse des prix de l'énergie et de la hausse de l'euro. La trajectoire reste marquée par des risques géopolitiques et des incertitudes commerciales (politique tarifaire américaine) pouvant influencer les prix à court terme

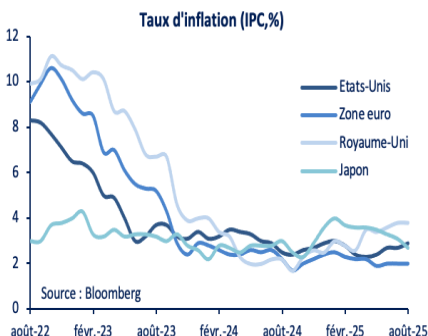
2,0%

(en août)



Zone euro

Taux d'inflation



Dans ce contexte, la BCE a maintenu ses trois taux directeurs en septembre (dépôt 2,00%, refinancement 2,15%, prêt marginal 2,40%), adoptant une posture attentiste au motif que l'inflation est « autour de 2% » et que l'évaluation future dépendra des données<sup>2</sup>. Les marchés anticipent désormais de faibles marges pour de nouvelles baisses d'ici la fin 2025. Toute action future dépendra principalement de l'évolution des prix de l'énergie, de l'impact des tensions commerciales et géopolitiques, et de la dynamique de la demande.

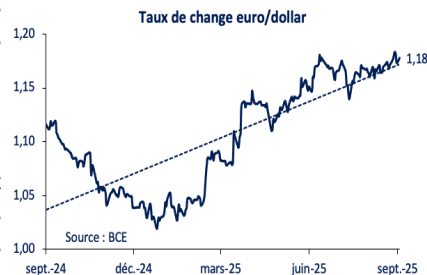
<sup>2</sup> La BCE semble approcher la fin du cycle d'assouplissement. Elle avait réduit chacun de ses trois taux de 25 pb en juin, portant à 235 pb le total des huit baisses depuis juin 2024, dans un contexte désinflationniste et de croissance faible.

**1,18**  
(le 22 septembre)

**Zone euro**  
Parité euro/dollar

Sur le marché des changes, l'euro s'échangeait à 1,18 dollar le 22 septembre, en hausse de 9,2% depuis début avril et de 13,4% depuis le début de l'année.

Cette forte appréciation en 2025 tient en partie à son rôle perçu comme valeur refuge alternative au dollar, soutenu par le plan massif d'investissement allemand (500 milliards d'euros pour les infrastructures et la défense) et par les anticipations de soutien budgétaire en Europe



À l'inverse, le dollar subit les incertitudes économiques, les risques tarifaires et les inquiétudes budgétaires aux États-Unis<sup>3</sup>. Les investisseurs restent attentifs aux prochains indicateurs clés (emploi, inflation, consommation) ainsi qu'aux signaux de la Fed pour ajuster leurs positions.

À court terme, l'évolution de l'EUR/USD dépendra surtout des décisions de la Fed sur le calendrier des baisses de taux, tout en restant sensible aux annonces de la BCE, aux tensions géopolitiques et aux risques budgétaires américains.

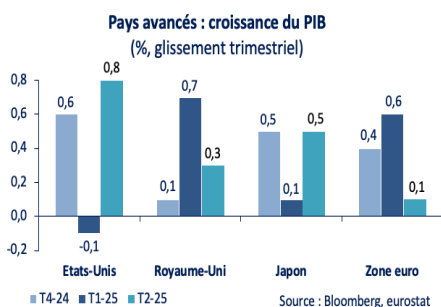
### Japon : reprise portée par la demande interne, freinée par les tarifs américains et les tensions géopolitiques

**0,7%**  
(en 2025)

**Japon**  
Croissance économique

Selon le FMI, l'économie japonaise devrait croître de 0,7% en 2025, après seulement 0,2% en 2024. Cette reprise repose sur la vigueur de la demande intérieure, soutenue par la hausse des salaires (+3,5% en avril) et par des mesures budgétaires ciblées, qui atténuent en partie l'impact négatif des droits de douane américains. L'investissement des entreprises reste dynamique, porté par des bénéfices solides et par les subventions à la transition verte et numérique. Face à une inflation persistante, la Banque du Japon devrait poursuivre son resserrement monétaire, mais à un rythme plus graduel qu'attendu.

Sur le plan commercial, l'accord conclu en juillet avec Washington a limité les tarifs automobiles à 15% (au lieu des 25% initialement envisagés), en contrepartie d'achats accrus de riz américain et d'investissements japonais de 550 milliards de dollars aux États-Unis. La levée de cette incertitude devrait restaurer la confiance des entreprises, en particulier dans l'automobile, un secteur clé de l'économie.



Au second trimestre 2025, le PIB japonais a progressé de 2,2% en rythme annualisé, après seulement +0,3% au T1. Cette accélération est portée par la consommation privée, l'investissement en technologies et le rebond des exportations anticipant les nouveaux tarifs américains de 15%. Toutefois, les économistes prévoient un ralentissement lié aux barrières commerciales et à l'instabilité politique après la démission du Premier ministre Shigeru Ishiba.

**2,2%**  
(au T2-2025)

**Japon**  
Croissance économique

Les données mensuelles récentes sont mitigées. En juillet, la production industrielle a reculé en juillet (-1,2% après +2,1% en juin), sous l'effet des incertitudes commerciales américaines et du repli de secteurs clés comme l'automobile (-6,7% après +0,5%) et la machinerie (-6,3% après 0,5%). De même, les ventes au détail ont chuté en juillet (-1,6% 2025 après +0,9% en juin), enregistrant leur plus fort repli mensuel depuis août 2021. Néanmoins, la confiance des ménages s'est améliorée en août (+1,2 point à 34,9, son plus haut depuis janvier), portée par des améliorations sur tous les volets : niveau de vie, revenus, emploi et achats de biens durables.

<sup>3</sup> Le déficit budgétaire américain pour 2025 est estimé à 1,9 trillion de dollars. Le projet de loi "H.R. 1" pourrait creuser le déficit de 3 trillions de dollars sur 2025-2034, en raison de baisses de recettes plus importantes (-3,7 trillions de dollars) que les économies prévues (-1,3 trillion de dollars), selon le CBO.

**52,0**

(en août)

**Japon**

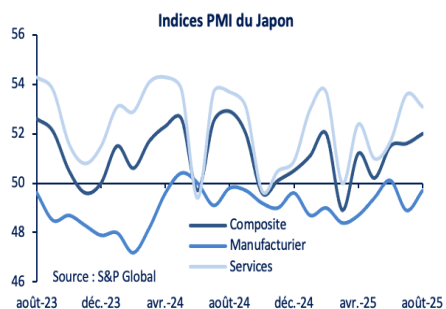
Indice PMI composite

**2,7%**

(en août)

**Japon**

Taux d'inflation



L'indice PMI composite (52,0 en août après 51,6 en juillet) signale une expansion de l'activité privée. La croissance reste portée par les services (53,1 après 53,6), tandis que l'industrie manufacturière (49,7 après 48,9) marque une quasi-stabilisation. Les nouvelles affaires ont progressé au rythme le plus rapide en six mois, malgré une croissance modeste, tandis que la demande extérieure a reculé fortement, entraînant une chute des commandes à l'export. L'emploi a légèrement augmenté.

L'inflation annuelle s'est atténuée (à 2,7% en août contre 3,1% en juillet), atteignant son plus bas niveau depuis octobre, en lien avec une forte baisse des prix de l'électricité (-7,0%) et du gaz (-2,7%), ainsi que le recul des coûts éducatifs (-5,6%). L'inflation des biens alimentaires a légèrement décéléré mais reste élevée (7,2%), portée par la flambée des prix du riz (+70%) malgré les mesures de soutien public. L'inflation sous-jacente s'est également atténuée (à 2,7% contre 3,1%), marquant un plus bas de neuf mois.

L'inflation dépasse la cible de 2% de la BoJ depuis trois ans, soutenue par la hausse des salaires et des coûts alimentaires, et devrait rester au-dessus de ce seuil jusqu'en 2026. Le Japon subit des pressions inflationnistes domestiques (alimentation, services) tout en bénéficiant d'une désinflation importée (énergie). La BoJ adopte une approche prudente, combinant tapering progressif et pause sur les taux<sup>4</sup>, malgré des dissensions internes. Les incertitudes externes (tarifs américains, ralentissement chinois, tensions géopolitiques) et les fragilités structurelles (vieillesse, dette) compliquent la normalisation monétaire, qui reste néanmoins envisagée en 2026-2027.

La Banque du Japon ayant maintenu son taux directeur à 0,5% en septembre 2025, un resserrement monétaire n'est pas attendu avant l'exercice 2026-2027, période pour laquelle l'inflation est projetée à +1,8 %.

Pour soutenir l'économie, le gouvernement a adopté un plan de relance de 21,9 trillions de yens (≈142 Mds \$), dont 13,9 trillions de dépenses directes, ciblant les ménages modestes (chèques de 30 000 yens, aides à l'énergie) et les entreprises. L'impact global, incluant l'effet de levier privé, est estimé à 39 trillions de yens. Un budget record de 115,5 trillions de yens (≈770 Mds \$) a été adopté pour l'exercice 2025, confirmant une politique budgétaire expansionniste. La politique budgétaire restera expansionniste en 2025 avant un resserrement attendu en 2026. L'équilibre primaire est reporté à 2026, avec un plafond d'émissions nettes de dette à 28,6 trillions, au plus bas depuis 17 ans.

Face au vieillissement démographique, le Japon développe une « économie de la longévité » et mise sur la technologie pour adapter ses services. Cependant, la trajectoire de consolidation budgétaire est compliquée par une dette publique très élevée (≈235% du PIB) et une instabilité politique suite à la démission du Premier ministre Ishiba. La réussite des réformes structurelles reste donc cruciale pour la soutenabilité des finances publiques à moyen terme.

<sup>4</sup> En septembre, la BoJ a maintenu son taux directeur à 0,5%, son plus haut niveau depuis 2008, et a annoncé la vente progressive de ses ETF et REIT pour normaliser sa politique monétaire. Elle laisse la porte ouverte à un cycle de hausses en 2026-2027 si les risques extérieurs s'atténuent et l'inflation reste soutenue. L'inflation est projetée à +1,8% en 2027.

## 2. ÉCONOMIES EMERGENTES

4,8%

(en 2025)



Chine

Croissance économique

4,2%

(en 2026)



Chine

Croissance économique

5,2%

(au T2-2025)

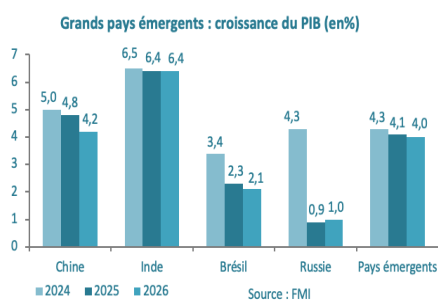


Chine

Croissance économique

### Chine : une croissance résiliente, face à une crise immobilière persistante et aux tensions commerciales

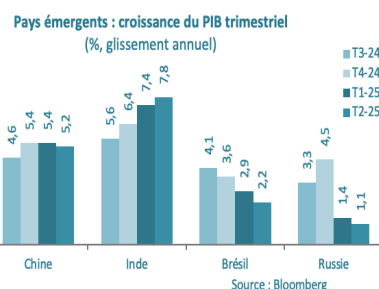
L'économie chinoise montre une résilience relative, soutenue par des mesures de relance ciblées et une diversification active de ses marchés d'exportation. Les tensions commerciales avec les États-Unis se sont temporairement atténuées grâce à un accord suspendant une large partie des droits de douane réciproques. Néanmoins, la croissance reste fragile, freinée par la crise immobilière persistante et l'incertitude durable autour des relations sino-américaines.



La dynamique économique chinoise s'essouffle sous l'effet de contraintes structurelles. Le FMI anticipe une croissance de 4,8% en 2025 et 4,2% en 2026<sup>5</sup>, après 5,0% en 2024. Les restrictions commerciales et un environnement mondial incertain pèsent sur les exportations et l'investissement manufacturier. La croissance est également freinée par des fragilités internes : crise immobilière persistante, pénurie de compétences et faible confiance des ménages, malgré un soutien budgétaire et monétaire renforcé.

L'économie reste exposée à des défis structurels, tels que le chômage des jeunes, le déclin démographique, le vieillissement de la population, le ralentissement de la productivité et un endettement local élevé.

Au deuxième trimestre 2025, le PIB chinois a augmenté de 5,2% (après 5,4% au T1), dépassant les attentes, grâce à une production industrielle solide et des exportations dynamiques. En revanche, la demande intérieure reste faible, comme l'illustre la progression modeste des ventes de détail. La crise immobilière continue de peser sur la confiance et entretient des pressions déflationnistes. Sur le premier semestre, la croissance s'établit à 5,3%, rapprochant la Chine de son objectif annuel de 5%<sup>6</sup>.



Cependant, les risques restent orientés à la baisse. La croissance pourrait être freinée au second semestre 2026 par une réduction du front-loading, des tensions commerciales accrues, des perturbations des chaînes d'approvisionnement et des vulnérabilités financières.

Les données récentes montrent un essoufflement de l'économie. La demande intérieure faiblit, comme le signale le ralentissement des ventes au détail (+3,4% en août après +3,7% en juillet). L'investissement fixe n'a crû que de 0,5% sur janvier-août, grevé par l'immobilier (-12,9%).

<sup>5</sup> Ces prévisions sont révisées à la hausse par rapport à avril (soit +0,8 point pour 2025 et +0,2 point pour 2026), reflétant surtout un « front-loading » des échanges et la baisse effective des tarifs américains.

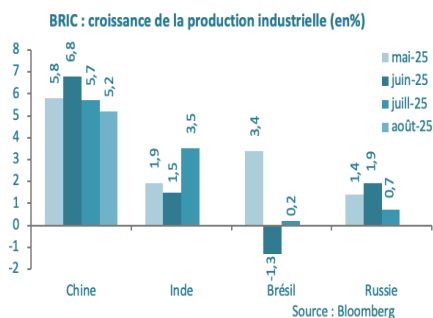
<sup>6</sup> L'objectif officiel de croissance économique pour 2025 est fixé à « environ 5% », inchangé par rapport à 2024.

**+5,2%**  
(en août)



**Chine**

Production industrielle



La production industrielle a continué de ralentir en août (+5,2% après +5,7% en juillet), reflétant un ralentissement manufacturier et une faible demande intérieure. Néanmoins, la performance reste solide sur la période janvier-août (+6,2% en g.a.). Toutefois, l'indice PMI composite (51,0 en août après 50,8 en juillet) signale une nette reprise de l'activité privée. L'expansion est soutenue par le secteur manufacturier (50,5 après 49,5) et les services (53,0 après 52,6). Les nouvelles commandes s'accroissent.

**+5,9%**

(en janvier-août 2025)



**Chine**

Exportations

Sur le front extérieur, l'excédent commercial chinois s'est établi à 102,3 Md\$ en août, malgré un net ralentissement des échanges. La croissance des exportations a été divisée par deux (+4,4% en glissement annuel, contre +7,2% en juillet), tandis que la faible progression des importations (+1,3% contre +4,1%) confirme la faiblesse persistante de la demande intérieure, pénalisée par la crise immobilière.

Le découplage avec les États-Unis s'accroît. Le surplus bilatéral a reculé à 20,3 Md\$ en août, les échanges ayant fortement chuté (-33,1% pour les exportations, -16% pour les importations)<sup>7</sup>. Cette baisse est toutefois compensée par une demande robuste en provenance d'autres marchés, comme l'Afrique, l'ASEAN et l'UE.

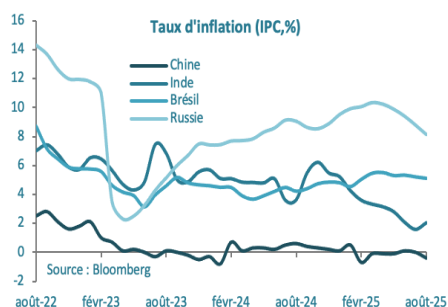
Sur les huit premiers mois de l'année, l'excédent cumulé de la Chine atteint 785,3 Md\$, porté par des exportations résilientes (+5,9%) face à des importations en repli (-2,2%), confirmant le rôle de pilier de la croissance mondiale joué par la Chine.

**-0,4%**  
(en août)



**Chine**

Taux d'inflation



L'inflation en Chine a reculé de 0,4% en glissement annuel en août, soit le cinquième mois de déflation cette année et le rythme le plus marqué depuis février. Les prix alimentaires ont plongé (-4,3% contre -1,6% en juillet), tirés par la chute des prix du porc, tandis que les prix non alimentaires ont accéléré (0,5% contre 0,3%), soutenus par des subventions à la consommation. L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) a toutefois progressé (à 0,9%, son plus haut en 18 mois, contre 0,8%).

Les pressions déflationnistes persistent, nourries par une demande interne atone, un marché immobilier en crise et une surcapacité industrielle.

La Banque populaire de Chine (PBOC) a maintenu ses taux directeurs en septembre pour le quatrième mois consécutif (LPR 1 an à 3,00% et LPR 5 ans à 3,50%), tout en laissant inchangé son taux de reverse repo à sept jours, témoignant d'une approche prudente face à une inflation faible. Plutôt que d'engager un assouplissement généralisé, la PBOC privilégie des instruments ciblés et une politique guidée par les données afin de soutenir la reprise sans alimenter les risques de fuite de capitaux ni de formation de bulles d'actifs.

Face à une demande intérieure atone et à un environnement externe incertain, Pékin mise sur une relance budgétaire ciblée, avec un déficit public prévu à 4% du PIB en 2025 (contre 3% en 2024). Cette enveloppe élargie doit financer des mesures de soutien sectoriel (notamment immobilier) et des subventions à la consommation. Cependant, l'efficacité de cette stratégie reste limitée à court terme, comme en témoigne le recul historique des nouveaux prêts en yuan sur la période janvier-août 2025 – une première depuis deux décennies. Face à la défiance des ménages et au ralentissement du crédit, les autorités privilégient des mesures ciblées envers les secteurs vulnérables plutôt qu'un stimulus massif, maintenant une approche prudente pour éviter des déséquilibres financiers.

<sup>7</sup> Le 11 août, Pékin a prolongé de 90 jours la trêve tarifaire avec Washington (droits US ≈30 %, chinois ≈10 %).

## Inde : croissance forte, inflation maîtrisée, mais défis géopolitiques à surveiller

**6,4%**  
(en 2025 et 2026)



**Inde**  
Croissance économique

**63,2**  
(en août)



**Inde**  
Indice PMI composite

**2,1%**  
(en août)



**Inde**  
Taux d'inflation

**88,3**  
(le 22 septembre)



**Inde**  
Parité USD/INR

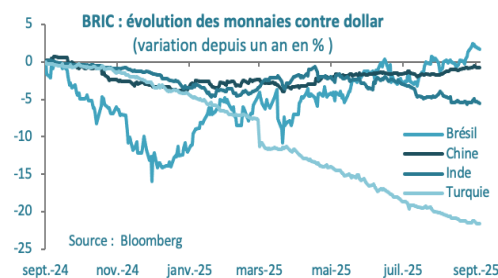
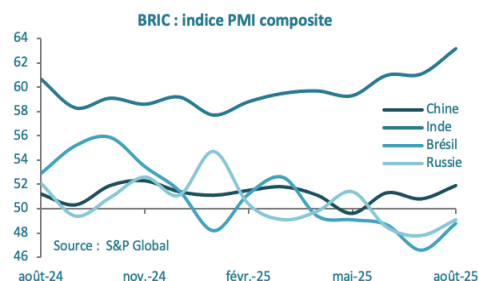
L'économie indienne affiche une forte expansion, avec un PIB en hausse de 6,5% en 2024 et des prévisions du FMI à 6,4% pour 2025-2026, portée par la consommation privée, le reflux de l'inflation et des mesures budgétaires et monétaires actives. Le budget 2025 reste expansionniste et la RBI a réduit ses taux directeurs de 100 pb entre février et juin, avec une pause accommodante à 5,50% en août. Les risques mondiaux persistants (protectionnisme<sup>8</sup>, volatilité pétrolière, aléas climatiques) soulignent la nécessité de réformes structurelles pour réduire les vulnérabilités et consolider la croissance. Le pays bénéficie de solides atouts structurels : dividende démographique, classe moyenne en expansion, environnement des affaires favorable, système financier stable, gains de productivité et montée en puissance technologique.

Au second trimestre 2025, l'économie indienne a progressé de 7,8% (après 7,4% au T1), son rythme le plus rapide en cinq trimestres. La croissance a été tirée par la consommation privée (+7%), les dépenses publiques (+7,4%) et l'investissement (+7,8%), soutenus par le reflux de l'inflation et un regain de pouvoir d'achat. En revanche, le commerce extérieur a pesé sur la croissance, les importations (+10,9%) ayant augmenté plus vite que les exportations (+6,3%), dans un contexte de menaces tarifaires américaines.

Les indicateurs récents confirment une dynamique positive. L'indice PMI composite a atteint un record en août (63,2 après 61,1 en juillet), porté par une demande intérieure et extérieure robuste, stimulant l'emploi et l'inflation des coûts. Les services (62,9 après 60,5) et le secteur manufacturier (59,3 après 59,1) affichent une expansion exceptionnelle. En outre, la croissance de la production industrielle s'est renforcée en juillet (+3,5% après +1,5% en juin), tirée par le secteur manufacturier (+5,4% après +3,7%).

L'inflation reste modérée, malgré sa récente hausse. L'IPC est remonté en août (à 2,1% après 1,6% en juillet), son premier rebond en dix mois, tout en restant proche de la borne basse de la cible de la RBI (2%-6%). Le recul des prix alimentaires s'est atténué (-0,7% après -1,8%), tandis que l'inflation a légèrement progressé dans certaines catégories (tabac, services divers). Néanmoins, l'inflation sous-jacente reste élevée (estimée à 4,1%), justifiant la prudence de la banque centrale indienne (RBI).

La RBI a maintenu son taux directeur à 5,50% en août, adoptant une posture neutre et prolongeant une « pause accommodante » après 100 pb de baisses depuis février (dont 50 pb en juin). L'objectif est de laisser agir les assouplissements passés tout en préservant des marges de manœuvre face aux incertitudes géopolitiques et aux tensions commerciales avec les États-Unis. La banque centrale prévoit une croissance de 6,5% en 2025/2026, tout en abaissant sa prévision d'inflation à 3,1% (contre 3,7%), soulignant une meilleure maîtrise des prix alimentaires. La RBI doit gérer un équilibre délicat entre relance de l'activité, maîtrise de l'inflation et stabilisation de la roupie, ce qui rend le rythme futur de l'assouplissement monétaire incertain.



La roupie indienne demeure volatile. Elle a atteint un plus bas historique à 88,3 INR/USD le 22 septembre, en baisse de 5% depuis son pic de mai (84,2). Ce repli s'explique par l'assouplissement monétaire de la RBI, les tensions commerciales avec les États-Unis et une forte demande de dollars par des importateurs, le tout amplifié par des tensions de liquidité. La RBI tolère une certaine volatilité tout en intervenant ponctuellement pour limiter les fluctuations excessives.

<sup>8</sup> Les tensions commerciales américano-indiennes se sont accentuées depuis août avec l'activation de droits de douane portant le taux global à 50% sur certains produits. Washington justifie cette escalade par le déficit commercial bilatéral persistant et par les importations indiennes de pétrole russe. New Delhi a saisi l'OMC tout en diversifiant ses partenariats commerciaux pour contrer cette pression.

**2,3%**  
(en 2025)



**Brésil**

Croissance économique

**48,8**  
(en août)



**Brésil**

Indice PMI composite

**5,1%**  
(en août)



**Brésil**

Taux d'inflation

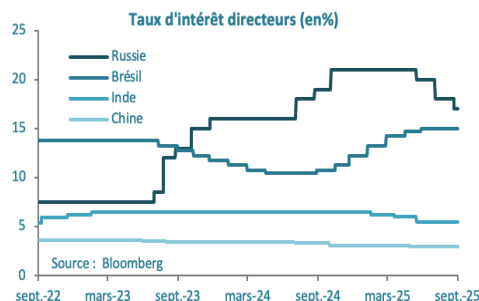
## Brésil : croissance ralentie, freinée par des taux élevés, une inflation tenace et des tensions commerciales

Après une expansion de 3,4% en 2024, l'économie brésilienne devrait ralentir à 2,3% en 2025 puis à 2,1% en 2026 (FMI)<sup>9</sup>, pénalisée par une politique monétaire très restrictive et par des chocs externes. Les principaux risques restent d'ordre politique, climatique et externe (dont les surtaxes américaines sur les exportations)<sup>10</sup>, tandis que l'inflation persistante et les taux d'intérêt élevés freinent la consommation et l'investissement.

À moyen terme, la croissance pourrait se redresser vers 2,5%, portée par la normalisation monétaire, la mise en œuvre de réformes structurelles (notamment la TVA) et un regain de la production d'hydrocarbures. La consolidation fiscale restera essentielle pour stabiliser la dette publique croissante (96% du PIB prévu en 2026).

Au deuxième trimestre 2025, le PIB a progressé de 2,2% en glissement annuel, contre 2,9% au trimestre précédent, marquant la croissance la plus faible depuis plus de trois ans. Les taux d'intérêt élevés et l'inflation persistante ont pesé sur le pouvoir d'achat. La production et la distribution d'énergie ont reculé de 4%, tandis que l'industrie a stagné. En revanche, l'agriculture et l'élevage ont fortement progressé (+10%).

Les données à haute fréquence signalent une faiblesse de l'économie. La production industrielle reste atone (+0,2% en juillet après -1,3% en juin). Le PMI composite (48,8 en août après 46,6 en juillet) montre une contraction persistante de l'activité privée. Le repli est plus marqué dans le secteur manufacturier (47,7 après 48,2) que dans les services (49,3 après 46,3). Par ailleurs, les ventes au détail ont reculé de 0,3% en juillet (en glissement mensuel), marquant le quatrième mois consécutif de baisse. La consommation des ménages ralentit, malgré un marché du travail encore solide (taux de chômage au plus bas historique de 5,6% en juillet).



L'inflation a continué de se modérer en août (5,1% après 5,2% en juillet), restant toutefois largement au-dessus de la cible de 4,5% pour le onzième mois consécutif. Les pressions persistent surtout sur les prix alimentaires (7,4% stable).

Dans ce contexte, la Banque Centrale du Brésil (BCB) a maintenu son taux à 15%<sup>11</sup>, adoptant une posture prudente face à l'inflation élevée et à la volatilité mondiale, tout en restant prête à ajuster sa politique pour préserver la stabilité des prix.

La politique monétaire restrictive commence à ralentir l'activité, surtout dans les secteurs cycliques, suggérant un ralentissement économique plus marqué au second semestre 2025 et en au cours de l'année 2026.

<sup>9</sup> Néanmoins, le FMI a relevé ses prévisions par rapport à avril (soit +0,3 point pour 2025 et +0,1 point pour 2026). De son côté, le ministère brésilien des Finances a relevé en juillet sa prévision de croissance à 2,5% pour 2025 (contre 2,3% en mars), en raison de meilleures performances économiques au premier trimestre, une production agricole plus robuste, une demande intérieure soutenue et des investissements publics dynamiques. Celle de 2026 est légèrement abaissée à 2,4%, en raison d'incertitudes mondiales, mais reste proche du potentiel.

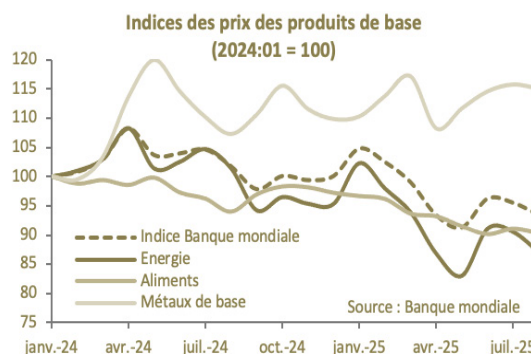
<sup>10</sup> Depuis août, les États-Unis ont imposé des droits de douane allant jusqu'à 50% sur une large gamme d'exportations brésiennes, touchant agriculture et industrie. Le Brésil a répondu par un plan de soutien de 5,5Md\$ pour ses exportateurs, combinant crédits, garanties et allègements fiscaux. Les exportations du Brésil vers les États-Unis auraient reculé de 12% au T3 2025. Le pays réoriente désormais ses flux commerciaux vers la Chine et l'UE, tandis que les chaînes d'approvisionnement régionales se restructurent.

<sup>11</sup> Face à une inflation tenace, la BCB avait relevé son taux directeur de 25 pb à 15% en juin (niveau le plus haut depuis 2006), et entend le maintenir à ce niveau "pour une période prolongée" afin de ramener les anticipations vers la cible.

### 3. MARCHES DES MATIERES PREMIERES

#### Poursuite de la tendance baissière des prix de l'énergie et des produits alimentaires

Après une forte correction baissière sur les deux années précédentes, les prix des matières premières sont restés globalement modérés en 2025, sous l'effet d'une offre abondante et d'une demande faible. L'indice des prix de la Banque mondiale a ainsi connu un net repli (-6% sur janvier-août, en g.a.), tiré par la chute de l'énergie (-11%) et des produits alimentaires (-5%), notamment les céréales (-10%) et le sucre (-13%). Ce repli diverge avec le rebond des fertilisants (+18,5%) et des métaux de base (+4%).



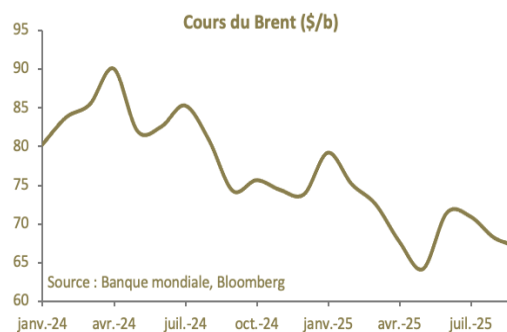
De leur côté, les métaux précieux ont flambé (+37%), l'or (+39%) et l'argent (+27%) atteignant des records, soutenus par un dollar plus faible et par leur statut de valeur refuge face aux incertitudes géoéconomiques.

La chute des cours énergétiques s'explique par une offre excédentaire et des incertitudes sur la demande. La baisse de prix des céréales et du sucre reflète des perspectives de récoltes favorables. En revanche, les fertilisants bénéficient d'une demande vigoureuse, et les métaux de base d'une reprise modérée, limitée toutefois par la morosité de l'activité manufacturière mondiale.

Globalement, les prix devraient se maintenir à des niveaux modérés, mais rester vulnérables aux aléas économiques, géopolitiques et climatiques.

#### Pétrole : les prix restent sous pression baissière en raison d'une offre abondante et d'une demande modérée, malgré des tensions géopolitiques persistantes

Sur les huit premiers mois de 2025, les prix du **Brent** ont affiché en moyenne 71 dollars le baril, en repli de 15% en glissement annuel, pénalisés par une offre excédentaire. Ils se sont établis à 68 dollars en août, en baisse de 4% sur un mois et de 16% sur un an, sous l'effet d'une production de l'OPEP+ plus forte que prévu et des incertitudes persistantes sur la demande<sup>12</sup>. Ils ont atteint 65 dollars le 5 septembre, leur plus bas niveau depuis début juin, avant de remonter à 67 dollars le 22 septembre.



Les cours pétroliers ont connu de fortes fluctuations, passant d'un pic de 79 dollars en janvier à un creux de 64 dollars en mai, leur plus bas niveau depuis février 2021, avant de rebondir à 71,5 dollars en juin. Ce rebond s'explique par un regain des tensions géopolitiques (guerre au Moyen-Orient<sup>13</sup>, menaces de nouvelles sanctions contre la Russie), un assouplissement des droits de douane sino-américains et par la hausse estivale de la consommation d'essence aux États-Unis.

**Brent : 67 \$/baril**  
**Gaz butane : 617 \$/tonne**  
 (le 22 septembre)



**Produits énergétiques**

<sup>12</sup> L'OPEP+ a accéléré le retour de ses volumes sur le marché depuis mai, annulant complètement ses réductions volontaires de 2,2 millions de barils par jour (mbj) dès septembre.

<sup>13</sup> Toutefois, la « guerre des 12 jours » (13-24 juin) n'a eu qu'un impact modéré et transitoire sur les prix pétroliers. Plusieurs facteurs ont contenu la hausse : le maintien de l'approvisionnement (les infrastructures critiques, dont le détroit d'Ormuz, étant restées intactes), l'abondance des stocks stratégiques, la hausse de la production de certains membres de l'OPEP+ et de l'offre hors OPEP+, ainsi que la faiblesse persistante de la demande. L'annonce rapide d'un cessez-le-feu a dissipé la prime de risque, faisant chuter le Brent à 68 \$/b fin juin, sous son niveau d'avant-guerre (71 \$/b le 12 juin).

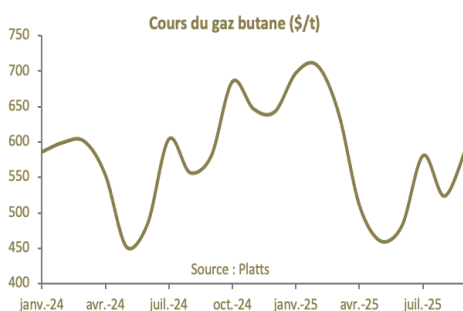
Les prix restent sous pression baissière, en raison d'une offre abondante et d'une demande modérée. Le marché pétrolier bascule en large excédent en 2025 (+1,9 mbj selon l'AIE)<sup>14</sup>, après trois années d'équilibre.

L'offre mondiale devrait progresser de 2,7 mbj en 2025 pour atteindre 105,8 mbj, contre +0,9 mbj en 2024. L'apport supplémentaire de l'OPEP+ (+1,3 mbj)<sup>15</sup> s'ajoute à l'expansion continue de la production hors OPEP+ (+1,4 mbj), notamment aux États-Unis (+0,5 mbj), au Brésil (+0,3), au Canada (+0,2) et en Guyane (+0,1).

Parallèlement, l'AIE prévoit une croissance de la demande mondiale limitée à +0,7 mbj en 2025, portant la consommation à 103,9 mbj, contre +0,9 mbj en 2024 et 2,2 mbj en 2023. Il s'agirait de la plus faible hausse depuis 2009 (hors année Covid). Ce ralentissement résulte d'une croissance économique mondiale modérée, des tensions commerciales persistantes et de l'essor rapide des véhicules électriques. La demande devrait stagner dans l'OCDE, progresser marginalement en Chine (+0,1 mbj) et rester plus dynamique dans les autres économies émergentes (+0,7 mbj).

Dans ce sillage, les prix pétroliers devraient rester modérés en 2025, bien en deçà des niveaux de 2024. Le marché demeure toutefois vulnérable à un embrasement géopolitique (notamment au Moyen-Orient) ou à un durcissement des sanctions (Russie<sup>16</sup>, Iran, Venezuela), susceptibles de provoquer des chocs d'offre et une volatilité accrue. En somme, le marché pétrolier reste partagé entre une offre abondante, une demande atone et des incertitudes géopolitiques persistantes.

### Gaz butane : forte fluctuation des cours, sous l'effet de facteurs géoéconomiques et saisonniers



Sur les huit premiers mois de 2025, le prix moyen du gaz **butane** s'est établi à 575 \$/t, en hausse de 4% sur un an. Cette progression masque toutefois de fortes variations : après avoir atteint un pic de 708 \$/t en février, les prix ont chuté de 35% jusqu'à 460 \$/t en mai<sup>17</sup>, avant de rebondir de 26% à 581 \$/t en juillet. Ce redressement a été porté par une reprise de la demande, une offre limitée sur le hub ARA du fait d'arrêts de raffineries, ainsi que par des tensions géopolitiques.

En août, le butane a reculé de 10% à 523 \$/t. Après un creux de 483 \$/t le 13 août, les cours se sont envolés de 36% pour culminer à 656 \$/t le 16 septembre, leur plus haut niveau depuis début mars, avant de refluer à 617 \$/t le 22 septembre.

L'évolution du marché en 2025 illustre la forte volatilité structurelle des GPL, soumise aux influences croisées des facteurs saisonniers, géopolitiques et économiques. À moyen terme, les prix devraient rester particulièrement sensibles aux aléas géopolitiques et climatiques, avec un

<sup>14</sup> Agence internationale de l'énergie (AIE), Oil Market Report – September 2025, septembre 2025..

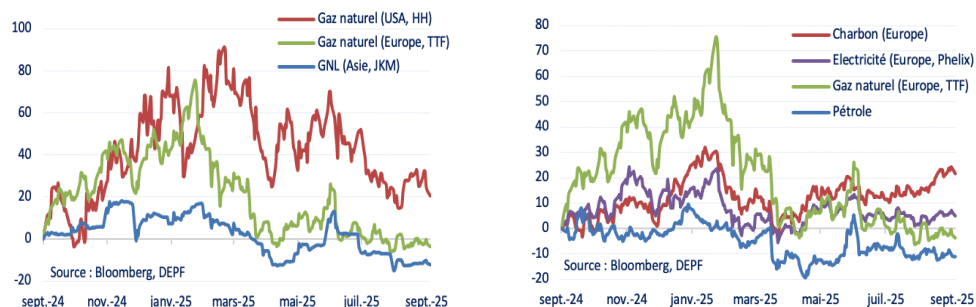
<sup>15</sup> L'OPEP+ a confirmé en août sa stratégie de reconquête de parts de marché en accélérant le retour des volumes précédemment retirés, mettant ainsi fin à trois années de restrictions volontaires. Cette décision, motivée par la faiblesse des stocks mondiaux et une perspective économique stable, marque un tournant structurel pour l'alliance. Huit membres (Arabie saoudite, Russie, Émirats arabes unis, Koweït, Irak, Kazakhstan, Algérie et Oman) ont achevé la réintégration totale de leurs coupes volontaires de 2,2 millions de barils par jour (mbj) initiées en 2022. Pour septembre, ils ont annoncé une augmentation de 547 000 barils/jour, poursuivant ainsi les relèvements successifs mis en œuvre depuis mai (411 000 b/j en mai, juin et juillet, puis 548 000 en août).

<sup>16</sup> Les pays occidentaux, en particulier l'Union européenne, menacent de durcir les sanctions contre la Russie en l'absence de cessez-le-feu. Toutefois, les États-Unis semblent suspendre leurs menaces après le sommet entre Trump et Poutine.

<sup>17</sup> La chute des prix entre février et mai découle d'une offre excédentaire combinée à une baisse saisonnière de la demande après l'hiver. L'approvisionnement européen a notamment profité de la réorientation des exportations américaines, détournées du marché chinois en raison des droits de douane plus élevés.

risque de volatilité accrue en cas de tensions internationales ou de perturbations de l'offre.

Par ailleurs, les cours du **gaz naturel** en Europe (TTF) ont atteint en moyenne 39 €/MWh en janvier-août 2025, en hausse 26% en glissement annuel. Cette augmentation s'explique notamment par l'arrêt du transit du gaz russe via l'Ukraine dès janvier 2025<sup>18</sup>, une concurrence accrue avec l'Asie pour le GNL, un hiver rigoureux et des niveaux de stockage inférieurs à la normale. Le marché a été marqué par une forte volatilité, alimentée par des incertitudes géopolitiques et climatiques.



**31,8 €/MWh**  
(le 22 septembre)



**Gaz naturel en Europe**

En moyenne mensuelle, après avoir culminé à 50 €/MWh en février, les prix ont chuté de 30% pour atteindre un creux de 35 €/MWh en avril, avant de stabiliser en mai. Après une remontée éphémère à 36,6 €/MWh en juin, en lien avec l'escalade militaire au Moyen-Orient, les cours sont repartis en baisse pour s'établir à 33,7 €/MWh en août et tomber jusqu'à 31,8 €/MWh le 22 septembre, l'apaisement des tensions ayant dissipé les craintes sur les flux de GNL via le détroit d'Ormuz<sup>19</sup>. La tendance baissière des prix reflète une offre abondante (notamment norvégienne et en GNL)<sup>20</sup>, une demande structurellement plus faible<sup>21</sup>, et un assouplissement réglementaire, avec notamment une flexibilité accrue de l'objectif de stockage de l'UE<sup>22</sup>. Elle s'est aussi nourrie d'un optimisme prudent lié à d'éventuels pourparlers russo-ukrainiens, laissant espérer une reprise partielle des flux russes.

Toutefois, plusieurs facteurs continuent de peser sur les perspectives de modération des prix. Les tensions géopolitiques persistantes, notamment avec la Russie et l'Iran<sup>23</sup>, une demande soutenue en Asie et des niveaux de stocks inférieurs à la normale (81% le 18 septembre contre une moyenne quinquennale de 88%) limitent la marge de manœuvre. Les aléas climatiques, comme la saison des ouragans aux États-Unis, constituent autant de risques supplémentaires pour la stabilité des prix dans les mois à venir.

<sup>18</sup> Par ailleurs, l'UE prévoit une interdiction progressive des importations de gaz russe, avec une suppression complète à partir 2028. Les nouveaux contrats seront interdits dès 2026, et les anciens devront expirer ou être résiliés d'ici fin 2027.

<sup>19</sup> Environ 20% du commerce mondial de GNL transite par le détroit d'Ormuz.

<sup>20</sup> L'offre est renforcée par le redéploiement du GNL détourné de la Chine, dont la demande reste faible, en raison du ralentissement économique et des tarifs américains. Selon Reuters, les importations chinoises de GNL ont chuté de 22% au 1er semestre 2025.

<sup>21</sup> Selon la Commission européenne, la demande de gaz naturel dans l'UE en 2024 s'est établie à 332 milliards de mètres cubes (bcm), quasi-stable par rapport à 2023 (+0,6%) mais inférieure de 20% au pic de 2021 (412 bcm). Cette baisse structurelle, amplifiée par la crise énergétique, place l'UE sur la trajectoire de l'objectif REPowerEU (-30% d'ici 2030 vs 2019), avec une réduction cumulative de 18% déjà atteinte en 2024.

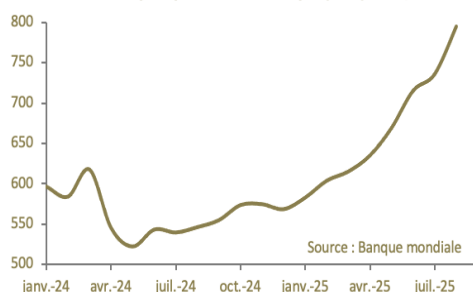
<sup>22</sup> L'UE dispose désormais jusqu'à décembre pour atteindre l'objectif de 90% de remplissage du gaz (au lieu de novembre), avec une marge de flexibilité de 10% en cas de difficultés. Cet objectif est prolongé de 2 ans, jusqu'à fin 2027.

<sup>23</sup> L'Iran possède les deuxièmes plus grandes réserves de gaz naturel au monde, après la Russie, et était le troisième producteur de gaz en 2023. Son principal gisement gazier est celui de South Pars, situé dans le golfe Persique et partagé avec le Qatar. C'est le plus grand au monde, avec des réserves estimées à 51 trillions de m<sup>3</sup> et une production quotidienne d'environ 715 millions de m<sup>3</sup>.



## Phosphates : poursuite de la hausse des prix du DAP, portée par une demande solide et une offre contrainte

Cours du phosphate diammonique (DAP), en \$/t



Sur les huit premiers mois de 2025, le prix moyen du **DAP** a affiché 669 dollars la tonne, en hausse de 19% en glissement annuel. En août, le DAP a atteint 795 \$/t, son plus haut niveau depuis avril 2022, soit +8% sur un mois et +46% sur un an<sup>24</sup>. Cette flambée s'explique par des stocks mondiaux faibles, une offre restreinte (notamment en Chine)<sup>25</sup>, une demande robuste (Inde, Brésil), des intrants coûteux (soufre : ×3 depuis fin 2024) et des risques logistiques (en mer Noire et mer Rouge).

Pour 2025–2027, Fitch Ratings a relevé ses hypothèses de prix DAP, reflétant des conditions serrées et un risque de volatilité tant que les restrictions à l'exportation, les coûts d'approvisionnement et les tensions géopolitiques persistent. Par ailleurs, l'Union européenne a instauré, depuis début juillet 2025, des droits progressifs sur les engrais russes (6,5% + un prélèvement initial d'environ 40–45 €/t, appelé à augmenter à terme), ce qui peut renforcer l'avantage concurrentiel des exportateurs nord-africains.

<sup>24</sup> Le DAP devient moins abordable — son indice d'accessibilité ayant désormais dépassé son pic de début 2022 — sous l'effet de la récente hausse de son prix, conjuguée à la baisse des prix agricoles.

<sup>25</sup> La Chine est le premier producteur mondial de DAP, avec une part d'environ 35% en 2024. L'offre mondiale d'engrais phosphatés est fortement concentrée. Entre 2018 et 2022, la Chine, le Maroc, les États-Unis et la Russie ont représenté près de 80% de la production annuelle d'engrais phosphatés ammoniés (≈65 Mt). Sur le marché export, la Chine, le Maroc, la Russie et l'Arabie saoudite assurent environ 80% des exportations mondiales de DAP/MAP, accentuant la dépendance aux grands fournisseurs et la sensibilité des prix.

## Produits alimentaires : des prix modérés des céréales et du sucre grâce à une offre favorable

Après une correction baissière en 2023-2024, les cours mondiaux des denrées alimentaires ont connu des évolutions mitigées en 2025, reflétant des dynamiques d'offre et de demande spécifiques à chaque filière.

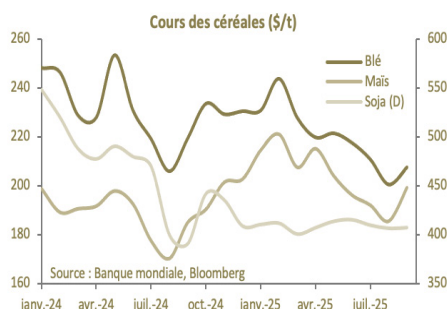
Sur les huit premiers mois de 2025, l'indice FAO des prix alimentaires mondiaux a enregistré une nette remontée (+7% en glissement annuel), tiré par les huiles végétales (+23%), les produits laitiers (+21%) et la viande (+5%). En revanche, les prix des céréales (-4%) et du sucre (-13%) ont confirmé leur tendance baissière. Les huiles végétales sont soutenues par une forte demande bioénergétique et industrielle. La viande a atteint un niveau record, portée par l'envolée du bœuf et de l'agneau. Par contre, l'indice des céréales a atteint en août son plus bas niveau depuis septembre 2020, sous l'effet d'une abondance d'offre, bien que les aléas météorologiques dans certaines régions aient temporairement soutenu les prix. De même, l'indice du sucre a enregistré en juillet son niveau le plus bas depuis avril 2021, dans un contexte de production record attendue pour la campagne 2025/26.

Les perspectives pour le reste de l'année demeurent modérées: les récoltes prometteuses et les fortes disponibilités en blé, maïs, riz et sucre devraient maintenir les cours sous contrôle. Toutefois, des chocs climatiques ou géopolitiques, tels que des épisodes de sécheresse, d'inflation de coûts agricoles, ou des tensions commerciales, pourraient provoquer des fluctuations temporaires.

**Blé : 200 \$/T**  
**Sucre : 369 \$/T**  
(en août)



Produits alimentaires



Sur les huit premiers mois 2025, le cours moyen du **blé** tendre (SRW) a affiché 221 dollars la tonne (\$/t), en baisse de 5% en glissement annuel. En août, les prix ont reculé à 200\$/t, soit -5% sur un mois, -18% depuis le pic de février et -3% sur un an. Cette chute s'explique par une demande atone, une pression des nouvelles récoltes de l'hémisphère nord, ainsi qu'une amélioration des conditions de culture, notamment suite aux pluies survenues dans certaines régions d'Europe, de la mer Noire et des États-Unis.

La tendance reste orientée à la baisse. Toutefois, les tensions commerciales (notamment les tarifs américains), les conflits géopolitiques (notamment en mer Noire) et les aléas climatiques continuent d'amplifier, par moments, la volatilité des prix.

Selon la FAO, la production mondiale de blé pour la campagne 2025/2026 est attendue à 805 millions de tonnes (Mt), en hausse de 0,9% par rapport à la saison 2024/2025, estimée à 798 Mt (+0,8%). Cette progression serait portée par des récoltes plus abondantes dans l'Union européenne, en Inde et, dans une moindre mesure, en Russie, en Chine, en Argentine et au Royaume-Uni. Ces hausses devraient compenser les reculs attendus dans d'autres régions, notamment en Australie, au Kazakhstan, en Ukraine et aux États-Unis.

Les cours du **maïs** américain ont enregistré 204 dollars la tonne en moyenne en janvier-août 2025, en hausse de 8% en glissement annuel. Ils se sont établis à 185\$/t en août, leur plus bas depuis un an, en baisse de 3% sur un mois et de 16% par rapport à leur pic de février, avant de remonter vers 200\$/t la mi-septembre.

La pression baissière sur les prix s'explique par des perspectives d'offre abondante, avec des conditions de culture favorables aux États-Unis. Elle s'explique également par une forte concurrence à l'exportation de l'Amérique du Sud, grâce à des disponibilités saisonnières importantes en provenance d'Argentine et du Brésil. L'incertitude demeure du côté de la demande, dans un contexte de substitution progressive de la Chine (au profit du Brésil et de l'Argentine) et de recherche d'autosuffisance, renforcées par les tensions commerciales.

La FAO prévoit une production mondiale record de maïs pour la campagne 2025/2026, en hausse de 6,6% à 1 295 Mt, après une quasi-stagnation (-0,1%) en 2024/2025. Selon le rapport USDA/WASDE, la récolte américaine devrait atteindre un niveau record, avec une progression de 12,6% à 425 Mt (après -3,1%), et des stocks de fin de campagne prévus à 54 Mt, leur plus haut niveau depuis 2018/2019. Les perspectives s'annoncent également prometteuses en Ukraine, en Argentine et au Brésil.

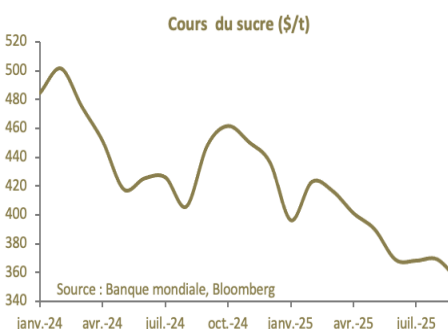
Sur les huit premiers mois de 2025, le cours moyen du **soja** américain s'est établi à 410 \$/t, en baisse de 15% en glissement annuel, sous l'effet d'une offre abondante et d'une concurrence accrue du Brésil. Selon la FAO, la production mondiale atteindrait un record de 429 Mt en 2025/2026 (+0,6% après +7,5% en 2024/2025), portée par le Brésil. La demande reste soutenue, avec des importations chinoises fermes<sup>26</sup>. Toutefois, la Chine privilégie davantage le soja brésilien, jugé plus compétitif que l'américain.

En août, les prix du soja ont reculé à 407 \$/t, en baisse de 0,8% sur un mois, portant leurs pertes à 2,1% depuis leur pic en juin, dans un contexte marqué par une offre abondante, des stocks élevés et une concurrence sud-américaine plus agressive à l'export.

En somme, le marché du soja en 2025 reste tiraillé entre offre excédentaire, demande asiatique robuste et aléas météorologiques, géopolitiques et énergétiques. Les fluctuations des cours du soja reflètent notamment des incertitudes climatiques (alternance chaleur/pluie) et la volatilité des prix du pétrole, qui influence la demande d'oléagineux pour le biodiesel.

Les cours du **sucre** brut (ISA) ont enregistré 392 dollars la tonne en moyenne sur les huit premiers mois de 2025, en repli de 13% en glissement annuel. Ils ont reculé à 368 \$/t en août, leur plus bas niveau depuis avril 2021, avant de remonter légèrement à 369 \$/t en août.

Les cours restent toutefois volatils. Ils ont atteint un pic de 379 \$/t le 13 août, avant de chuter à 347 \$/t le 18 septembre, marquant une baisse de 6% sur un mois et de 25% sur un an.



La tendance de fond reste baissière, portée par l'amélioration des perspectives d'offre dans les principaux pays producteurs et une demande toujours modérée, laissant présager un excédent important en 2025/26, après un déficit marqué en 2024/25 dû au recul des productions indienne<sup>27</sup> et brésilienne<sup>28</sup>.

Selon l'USDA, la production mondiale de sucre en 2025/26 devrait augmenter de 4,7% (soit +8,6 Mt à 189,3 Mt), portée par l'Inde et le Brésil grâce à une météo favorable, compensant le recul dans l'UE (-9% à 15,0 Mt).

<sup>26</sup> La Chine reste le premier importateur mondial de soja, avec 112 Mt prévues pour 2025/26, soit 60% du total mondial.

<sup>27</sup> En Inde, la production de sucre en 2024/25 a chuté (-26% à 28 Mt, selon l'USDA), en raison de conditions météo défavorables (mousson irrégulière), de faibles rendements et d'une plus grande part de canne détournée vers l'éthanol. Dans ce contexte, les autorités ont limité les exportations de sucre afin de préserver l'approvisionnement intérieur (y compris les besoins en mélange d'éthanol). L'Inde est le second producteur et premier consommateur de sucre au monde.

<sup>28</sup> Au Brésil, la production nationale de sucre en 2024/25 a reculé de 3,4% à 44,1 Mt, selon Conab, suite notamment à la sécheresse et les incendies à São Paulo auraient détruit jusqu'à 5 Mt de canne.

<sup>29</sup> Le gouvernement indien pourrait autoriser des exportations de plus de 3 Mt (contre 1 Mt en 2024/25) à mesure que l'excédent intérieur augmente.

En Inde, la production de sucre brut en 2025/26 devrait atteindre environ 35 Mt (+25%), soutenue par une mousson robuste, supérieure à la normale, qui favorise l'extension des surfaces cultivées et de meilleurs rendements, après une saison 2024/25 anormalement faible. Les exportations pourraient reprendre<sup>29</sup>, tandis que la diversion vers l'éthanol devrait également progresser.

En Thaïlande, grâce à l'accroissement des surfaces et à des pluies favorables, la production devrait continuer de croître (+2% à 10,3 Mt, après +14% en 2024/25)<sup>30</sup>.

Au Brésil, la production de sucre en 2025/26 devrait atteindre un record de 44,7 Mt, en hausse de 2,3% (voire +4% selon Conab), portée par de meilleurs rendements grâce à des conditions météorologiques propices<sup>31</sup>. Après un début de saison lent (avril-mai 2025), des conditions plus sèches ont accéléré la récolte et le broyage, tandis qu'une part plus importante de la canne est consacrée à la production de sucre au détriment de l'éthanol — appuyée par des technologies d'extraction optimisées —, entraînant une offre supérieure aux prévisions et une pression baissière sur les prix mondiaux.

Les perspectives de renforcement de la production mondiale, face à une demande modérée<sup>32</sup>, devraient se traduire par un retour à l'excédent en 2025/26 (estimé entre +2 Mt et +9 Mt, selon les sources), ce qui favoriserait une reconstitution des stocks. Dans ce contexte, les prix sucriers devraient rester sous pression baissière. Toutefois, des perturbations météo (notamment au Brésil ou en Inde) pourraient provoquer des rebonds ponctuels. Par ailleurs, de fortes fluctuations des prix pétroliers pourraient affecter l'arbitrage entre l'éthanol et le sucre.

L'Organisation internationale du sucre (ISO) anticipe un léger déficit mondial de sucre de 0,2 Mt pour 2025/26, bien inférieur au large déficit de 4,9 Mt enregistré en 2024/25. La production mondiale devrait augmenter de +3,1% à 180,6 Mt, tandis que la consommation grimperait de +0,4% à 180,8 Mt.

-----  
<sup>29</sup> Le gouvernement indien pourrait autoriser des exportations de plus de 3 Mt (contre 1 Mt en 2024/25) à mesure que l'excédent intérieur augmente.

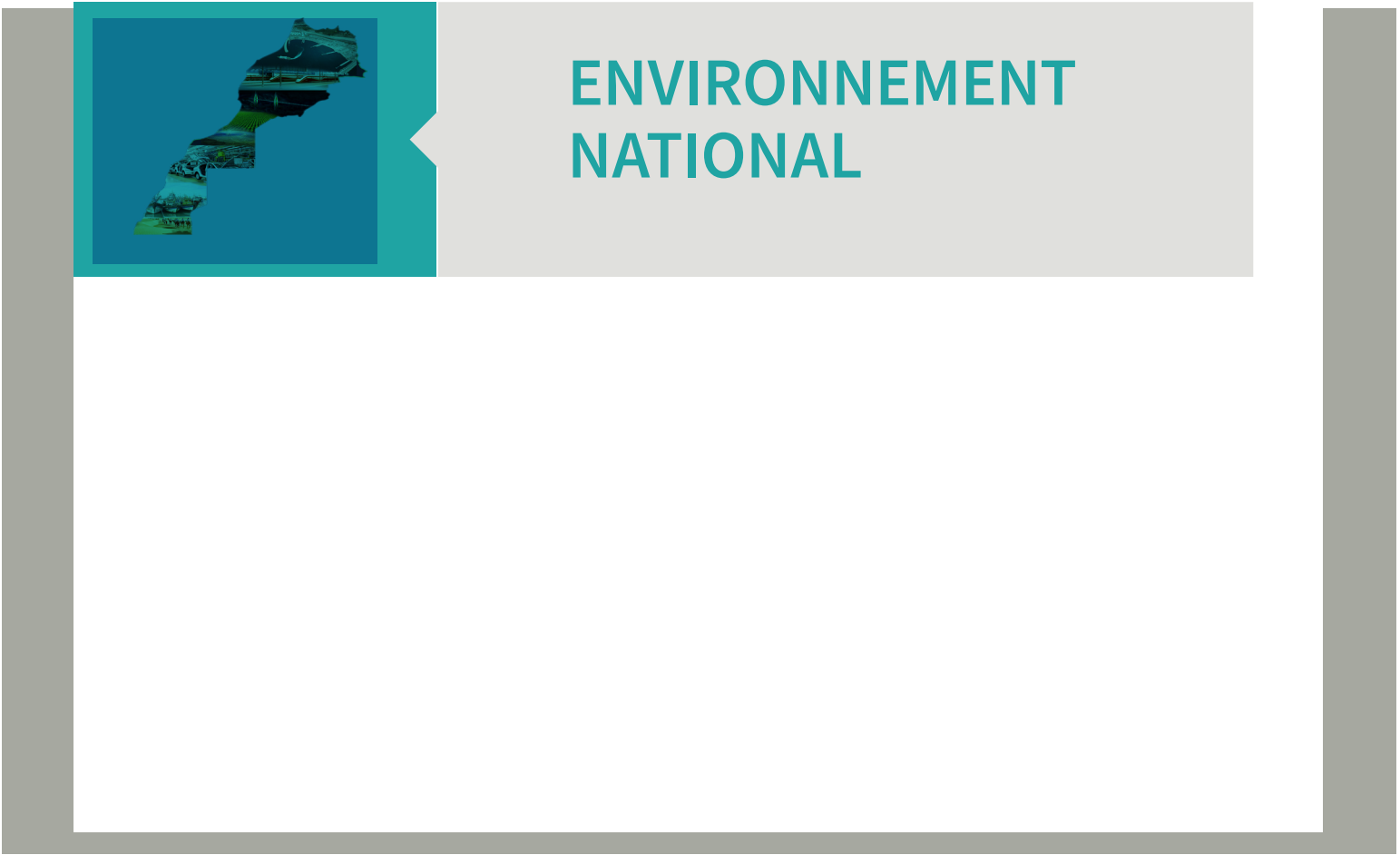
<sup>30</sup> La Thaïlande est devenue le deuxième exportateur mondial de sucre, après le Brésil et devant l'Inde, avec des exportations estimées à environ 10 Mt pour 2024/25 et 7 Mt pour 2025/26..

<sup>31</sup> Le Brésil devrait atteindre un nouveau record d'exportations de sucre en 2025/26 (avec 35,8Mt, soit +0,9 Mt après +2,4 Mt en 2024/25, selon l'USDA), consolidant sa place de premier producteur et exportateur mondial.

<sup>32</sup> La reprise de la demande mondiale est freinée par l'inflation alimentaire, l'évolution des habitudes de consommation et l'essor des traitements amaigrissants comme les agonistes GLP-1.



# ENVIRONNEMENT NATIONAL



# 1. TENDANCES SECTORIELLES

## Activités primaires

### Evolution globalement positive de l'activité agricole par rapport à la campagne agricole précédente

**+4,5%**  
(T1-2025)



VA agriculture

La valeur ajoutée du secteur de l'agriculture s'est accrue de 4,5% au premier trimestre 2025, alors qu'elle s'était contractée de 5% un an plutôt. Cette tendance devrait se maintenir au cours de cette année, dans un contexte marqué par la réalisation d'une production céréalière estimée à 43 millions de quintaux contre 31,2 millions de quintaux au terme de la campagne précédente.

Concernant l'élevage, le dernier recensement du cheptel, mené du 26 juin au 11 août 2025 dans le cadre du programme national qui vise la reconstitution du cheptel national fait état d'une augmentation de l'effectif global, qui dépasse désormais les 32,8 millions de têtes. Cependant, malgré cette évolution positive, une baisse a été enregistrée, notamment au niveau des bovins et des camélins par rapport aux moyennes habituelles.

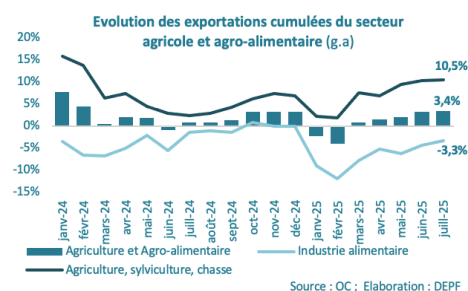
Le programme pour la reconstitution durable du cheptel national, lancé sous les Hautes Instructions de Sa Majesté Le Roi, a mobilisé près de 11 milliards de dirhams, sous forme de soutien financier direct aux éleveurs, destinés à l'acquisition de l'aliment de bétail, à la préservation des femelles reproductrices, à l'allègement de l'endettement des éleveurs et à l'organisation des campagnes de vaccination et d'encadrement technique des éleveurs.

**+10,5%**  
(fin juillet)

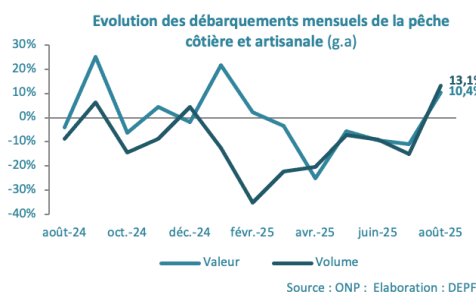


Exportations agriculture, sylviculture et chasse

Du côté des exportations du secteur de l'agriculture et agro-alimentaire, elles se sont accrues de 3,4% à fin juillet 2025, après une hausse de 0,8% un an auparavant. Cette évolution tient à la consolidation des expéditions d'agriculture, sylviculture et chasse (+10,5%, après +2,4%), atténuée par une baisse de celles de l'industrie alimentaire de 3,3%.



### Bonne tenue des débarquements de la pêche côtière et artisanale au cours du mois d'août 2025



Après plusieurs mois d'évolution négative, le volume des débarquements de la pêche côtière et artisanale a enregistré une bonne performance au cours du mois d'août 2025, soit +13,1%, au lieu d'une baisse de 8,8% un an auparavant. Cette évolution a été portée, essentiellement, par le renforcement des captures des algues (+16692,8%), de poissons pélagiques (+3,7%) et de poissons blancs (+22,2%). Ainsi, le volume global de ces captures s'est contracté de 10,9% au terme des huit premiers mois de 2025, contre une hausse de 1,6% il y a une année.

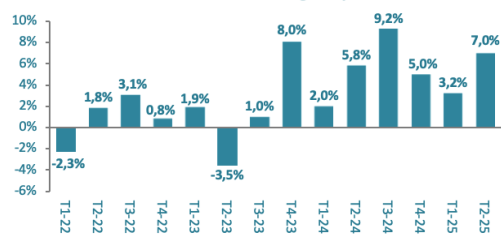
Concernant la valeur marchande de ces débarquements, elle s'est inscrite en hausse de 10,4% au cours du mois d'août 2025, après un retrait de 4,1% un an plus tôt, en rapport avec la consolidation de la valeur des débarquements de poissons pélagiques (+10,5%), de céphalopodes (+7%) et des algues (+16467,3%). Ces débarquements ont ainsi clôturé les huit premiers mois de 2025 sur une légère baisse de 0,7%, après une augmentation de 5,5% à fin août 2024.

## Activités secondaires

### Secteur manufacturier : hausse significative de l'activité au T2-2025 et signes encourageants début T3-2025

Au cours du deuxième trimestre 2025, l'indice de production du secteur manufacturier s'est renforcé de 7%, après un accroissement de 3,2% au cours du premier trimestre de cette année et +5,8% au deuxième trimestre 2024. Cette dynamique est notamment tirée par les performances observées dans l'industrie chimique (+9,3%), la fabrication d'autres produits minéraux non métalliques (+10,8%), l'industrie alimentaire (+9%), la fabrication de produits à base de tabac (+19,1%), l'industrie automobile (+5,6%), la fabrication d'équipements électriques (+16,3%) et la métallurgie (+17,2%).

Evolution de l'indice de production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole

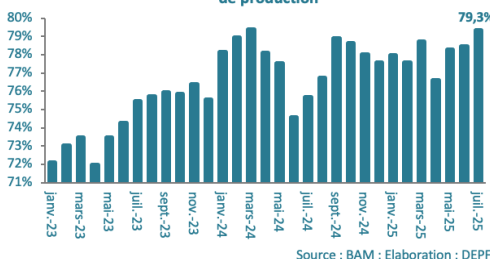


Source : HCP ; Elaboration : DEPF

En moyenne, à fin juin 2025, l'indice de production du secteur manufacturier s'est raffermi de 5,1%, au lieu d'une augmentation de 3,9% un an auparavant.

Au cours du premier mois du troisième trimestre 2025, le secteur manufacturier a poursuivi sa dynamique comme en atteste l'accroissement du taux d'utilisation des capacités de production (TUC) de 3,7 points, au lieu d'une quasi-stagnation un an plus tôt (+0,2 point). Il a, ainsi, atteint 79,3%, un niveau record enregistré pour la seconde fois durant les 19 dernières années. Cette progression aurait bénéficié d'une bonne tenue dans l'ensemble des branches d'activités, notamment, la « mécanique et métallurgie » (+7 points) ainsi que la « chimie et para chimique » et l'« agroalimentaire » (+3 points chacune) et le « textile et cuir » (+2 points).

Evolution du taux mensuel d'utilisation des capacités de production



Source : BAM ; Elaboration : DEPF

Au terme des sept premiers mois de 2025, le TUC aurait augmenté de 0,7 point à 78,1%, après un taux de 77,5% un an plus tôt.

Pour ce qui est des exportations du secteur manufacturier, elles ont entamé le troisième trimestre 2025 (le mois de juillet) avec de bonnes performances dans la majorité des principaux secteurs exportateurs, notamment, les dérivés de phosphates (+29,3%), l'automobile (+10,1%), l'aéronautique (+9,3%), la métallurgie et travail des métaux (+25,7%), l'industrie alimentaire (+3%), l'industrie de plastique et du caoutchouc (+50,8%), l'électronique et électricité (+1,6%) et l'industrie pharmaceutique (+9,7%).

**+7%**  
(T2-2025)



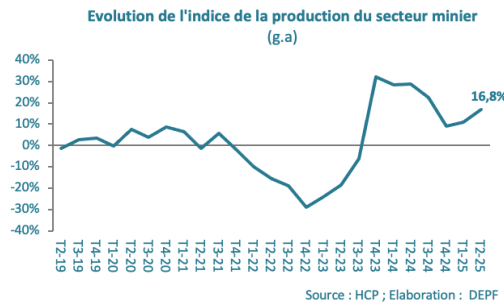
Indice de production industrielle

**78,1%** (+0,7 point)  
(fin juillet)



TUC

## Secteur extractif : consolidation de la croissance au T2-2025



La croissance de l'indice de production du secteur extractif s'est accélérée à +16,8% au deuxième trimestre 2025, après une augmentation de 10,8% au premier trimestre de la même année, pour se solder sur une croissance moyenne de 13,8% au terme du premier semestre 2025. Au cours du premier semestre 2024, cet indice a enregistré une croissance exceptionnelle de +28,8%, profitant d'un effet de base.

**+16,8%**  
(T2-2025)

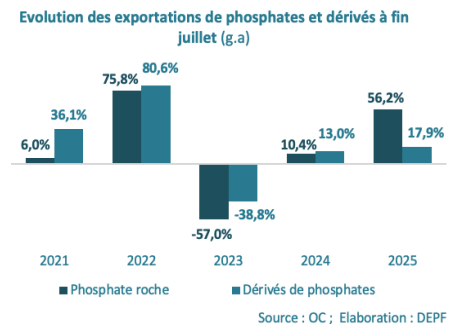


Indice de production minière

Du côté de la production de phosphate roche, composante importante de l'activité du secteur minier, elle a enregistré une performance de +18,1% au cours du deuxième trimestre 2025, après une hausse de 11,9% un trimestre plus tôt. Ainsi, cette production a augmenté de 15,1% au terme du premier semestre 2025, après un raffermissement de 31,9% un an auparavant. S'agissant des dérivés de phosphates, leur production s'est améliorée de 6,8% à fin juin 2025, après une hausse de +30,3% un an plus tôt.

La demande extérieure au secteur confirme la poursuite de cette orientation favorable au premier mois du troisième trimestre 2025, avec une performance de +87,9% pour les exportations de phosphate brut et de +29,3% pour celles de ses dérivés.

Au terme des sept premiers mois de 2025, le chiffre d'affaires à l'export des phosphates et dérivés a avoisiné les 55,2 milliards de dirhams. Il s'est consolidé de 20,9%, après une hausse de 12,8% un auparavant, tiré par le renforcement des expéditions des dérivés de phosphates de 17,9% (après +13%) et du phosphate roche de 56,2% (après +10,4%).

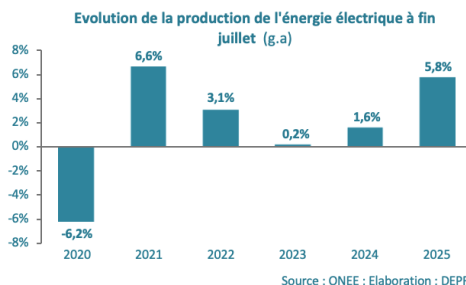


## Accroissement de la production de l'énergie électrique à fin juillet 2025

**+5,8%**  
(fin juillet)



Energie électrique (production)



Au terme des sept premiers mois de 2025, la production de l'énergie électrique au niveau national s'est renforcée de 5,8%, au lieu d'une hausse de 1,6% un an auparavant. Cette augmentation fait suite notamment à la consolidation de la production privée d'électricité de 8,5%, conjuguée à la hausse de celle de l'ONEE de 5%.

Pour ce qui est des échanges de l'énergie électrique avec l'extérieur, la croissance du volume importé a décéléré à +23,1% à fin juillet 2025, après une augmentation de 43,7% à fin juillet 2024. S'agissant du volume exporté, il maintient sa tendance baissière au terme des sept premiers mois de 2025 avec une contraction de 29,3%, après un retrait de 23,5% une année plus tôt et ce, dans un contexte de consolidation du volume de l'énergie appelée nette de 6,9% (après +3,2% un an plus tôt).

Concernant la consommation de l'énergie électrique, elle a augmenté de 15,6% à fin juillet 2025 après une quasi-stagnation (+0,3%) un auparavant, enregistrant ainsi le niveau le plus élevé atteint durant les 29 dernières années.

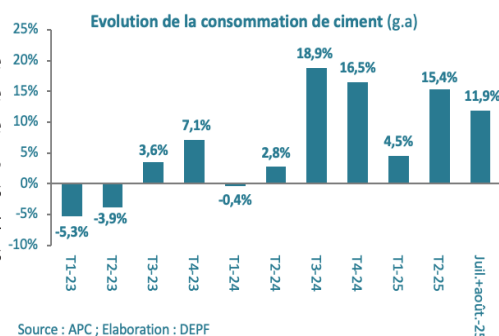
## Accélération de la croissance des principaux indicateurs du secteur de la construction par rapport à l'année dernière

**+10,4%**  
(fin août)



Ventes de ciment

Après la performance de +15,4% au deuxième trimestre 2025, la dynamique des ventes de ciment, principal baromètre de l'activité de construction, se poursuit. Elles ont, en effet, augmenté de 11,9% au cours des deux premiers mois du troisième trimestre 2025. A fin août 2025, les ventes de ciment se sont raffermies de 10,4%, au lieu d'une hausse de 7,2% un an auparavant.

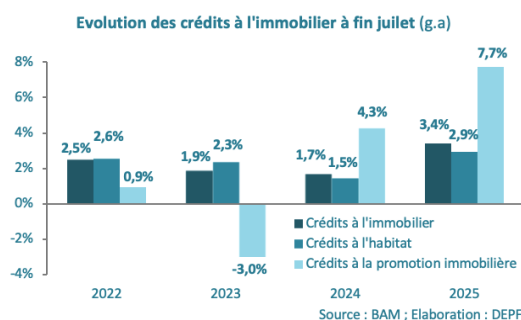


Cette amélioration a bénéficié, notamment, de la consolidation des livraisons dans les segments du béton prêt à l'emploi (+25,9%), de distribution (+4,3%), du préfabriqué (+16,8%), de l'infrastructure (+8,5%) et des mortiers (+2,7%). Du côté des livraisons du segment du bâtiment, leur volume est resté quasiment inchangé comparé à la même période l'année précédente.

**+3,4%**  
(fin juillet)



Crédits à l'immobilier



Pour ce qui est du financement des opérations immobilières, le rythme de croissance de l'encours des crédits à l'immobilier a doublé entre fin juillet 2024 et fin juillet 2025, passant de +1,7% à +3,4%, pour dépasser les 318,2 milliards de dirhams au terme des sept premiers mois de 2025. S'agissant de l'encours des crédits à l'habitat, sa progression est passée de +1,5% à +2,9%. Quant à l'encours des crédits à la promotion immobilière, il s'est consolidé de 7,7% au terme des sept premiers mois de 2025, au lieu de +4,3% un an plus tôt.

Avec une augmentation de 17,8%, la part du financement participatif à l'habitat prend de l'ampleur dans l'encours des crédits à l'habitat, pour atteindre les 10,8% à fin juillet 2025, après une part de 6,2% à fin juillet 2021.

## Activités tertiaires

### Poursuite des bonnes performances du secteur du tourisme

**13,5 Millions**  
(+15% à fin août)



Arrivées

**+13%**  
(fin juin)

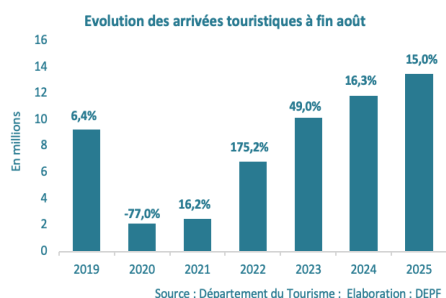


Nuitées

**+12,6%**  
(fin juillet)



Recettes voyages



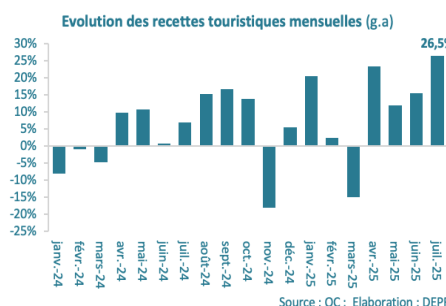
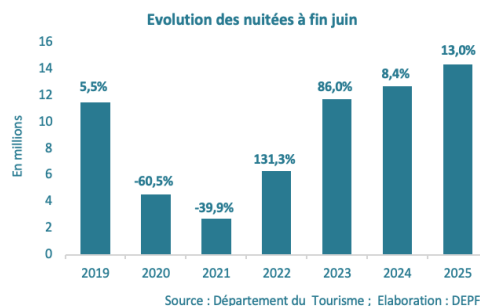
La destination « Maroc » a accueilli 13,5 millions de personnes à fin août 2025, enregistrant une performance de +15%.

Il est à noter que l'opération Marhaba 2025, destinée à accompagner le flux des MRE, durant la période allant du 10 juin au 15 septembre 2025, a atteint un niveau record d'arrivées, soit près de 4,1 millions de personnes, en accroissement de 11%. Parmi ces arrivées, 53% ont transité par voie maritime et 47% par voie aérienne.

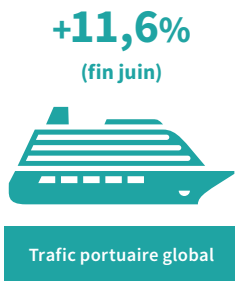
A l'échelle mondiale, le nombre de touristes internationaux a augmenté de 5% à fin juin 2025, d'après les dernières publications de l'Organisation Mondiale du Tourisme (OMT). L'Afrique est la région qui a enregistré la plus forte hausse, avec une croissance de 12%. Quant au nombre des arrivées enregistrées au niveau des régions Europe et Amériques, il s'est amélioré respectivement de 4% et 3%. De son côté, l'Asie-Pacifique poursuit son redressement, enregistrant une hausse de 11%, pour récupérer 92% de ses chiffres d'avant la pandémie. En revanche, le flux des arrivées au Moyen Orient s'est replié de 4% au premier semestre 2025.

En outre, l'OMT a mentionné le Maroc parmi les plus grandes destinations ayant enregistré les taux de croissance les plus élevés d'arrivées au premier semestre 2025, à côté du Japon et du Viet Nam (+21%), de la République de Corée (+15%) et du Mexique et des Pays-Bas (+7%). Durant cette période, les arrivées à la destination « Maroc » se sont consolidées de 19,4%.

S'agissant des nuitées réalisées dans les établissements d'hébergement classés, elles ont enregistré, au niveau national, une performance de +13% au terme du premier semestre 2025, après une augmentation de 8,4% un an passé. Ce raffermissement fait suite au renforcement des nuitées des non-résidents de 16% (après +13%). Concernant celles des résidents, elles ont progressé de 5% à fin juin 2025, après un recul de 2% l'année dernière.

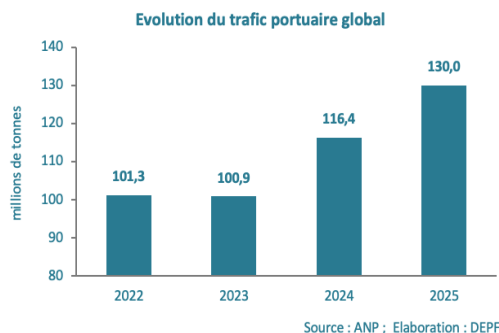


Concernant les recettes voyages, après la bonne dynamique enregistrée au deuxième trimestre 2025 (+16,7%), elles ont entamé le troisième trimestre avec une consolidation de 26,5% en juillet, contre une hausse de 7% le même mois de l'année précédente. Ainsi, les recettes voyages ont clôturé les sept premiers mois de 2025 sur une hausse de 12,6%, après +2,1% un an passé, dépassant les 67,1 milliards de dirhams.



### Comportement favorable des indicateurs de plusieurs segments de l'activité de transport

Le volume global des trafics de commerce manutentionné au sein des ports nationaux, a poursuivi sa croissance à deux chiffres à fin juin 2025 avec une performance de +11,6%, après une consolidation de 15,3% un an auparavant, pour atteindre les 130 millions de tonnes. Cette progression revient à la bonne dynamique du trafic de transbordement (+15,5%), conjuguée à celle du trafic de cabotage (+29,1%), des exportations (+10,8%) et des importations (+5%).



S'agissant du trafic des passagers, plus de 1,6 million de passagers ont transité par les ports nationaux au terme du premier semestre de 2025, enregistrant une hausse de 9,5%. Pour ce qui est de l'activité de croisière, sa croissance s'est consolidée à fin juin 2025 (+76,1%), avec un nombre total de 170.257 croisiéristes.

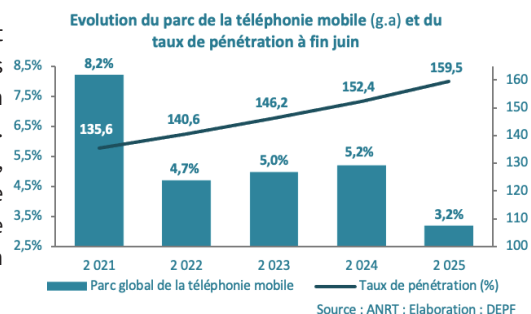
Du côté de l'activité ferroviaire, le flux du trafic voyageur a avoisiné les 27 millions de passagers à fin juin 2025, en progression de 3%.

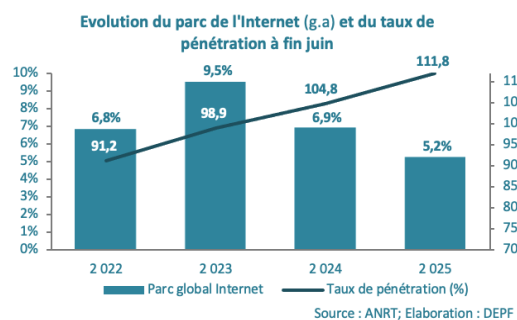
Quant au trafic de fret par voies ferroviaires, il s'est accru, en volume, de 20% au cours du premier semestre de 2025, pour s'élever à 11 millions de tonnes. Cette amélioration a été portée, plus particulièrement, par la bonne dynamique de l'activité phosphates, dont le volume s'est raffermi de 32% à fin juin 2025.

Pour ce qui est de l'activité du transport aérien, le nombre de passagers accueillis dans les aéroports nationaux s'est renforcé de 16,4% à fin mars 2025, après une augmentation de 13,9% un an plus tôt.

### Secteur des télécommunications : clôture du premier semestre 2025 en hausse


















Le parc de la téléphonie mobile comptait dans son actif près de 58,8 millions d'abonnés à fin juin 2025, en hausse de 3,2%, après un accroissement de 5,2% un an auparavant. Le taux de pénétration de ce segment a, ainsi, atteint un record pour cette période de l'année avec un taux de 159,5% au lieu de 152,4% à fin juin 2024 et de 127,1% à fin juin 2019.







Concernant le segment de l'Internet, le volume d'abonnés a avoisiné les 41,2 millions au terme du premier semestre 2025, en croissance de 5,2%, après une augmentation de 6,9% il y a un an. Pour ce qui est de son taux de pénétration, il a atteint 111,8% à fin juin 2025, soit son plus haut niveau enregistré pour cette période de l'année, après avoir connu un taux de 104,8% à fin juin 2024 et de 66,2% à fin juin 2019.

## TENDANCES SECTORIELLES (\*)

		SECTEUR	2022	2023	2024	JUILL-25	AOÛT-25	CUMUL
Activités primaires		Agriculture	●	●	●	●	●	●
		Pêche	●	●	●	●		●
Activités secondaires		Phosphates et dérivés **	●	●	●	●		●
		Automobile **	●	●	●			●
		Aéronautique **	●	●	●	●		●
		Electronique et électrique **	●	●	●			●
		Agroalimentaire **	●	●	●	●		●
		Textile et cuir **	●	●	●			●
		Energie électrique	●	●	●	●		●
		BTP	●	●	●	●	●	●
Activités tertiaires		Tourisme	●	●	●	●	●	●
		Transport ***	●	●	●			●
		Télécommunications ***	●	●	●			●

- Amélioration
- Stabilité
- Recul

-  Amélioration récente
-  Dégradation récente

\* : Appréciation, en glissement annuel, basée sur les derniers baromètres conjoncturels disponibles.

\*\* : Exportations.

\*\*\* : Cumul à fin juin 2025.

## 2. DEMANDE INTERIEURE

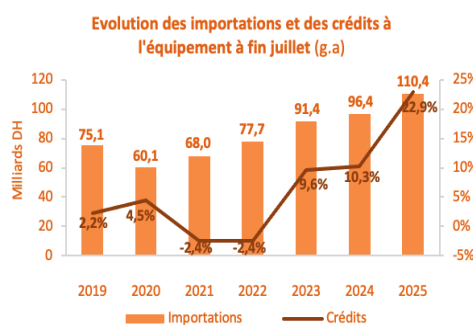
La consommation des ménages maintient sa vigueur, soutenue par les mesures en faveur du pouvoir d'achat mises en œuvre par les pouvoirs publics, dans un contexte d'inflation qui reste maîtrisée (+0,3% en août 2025). Elle est également stimulée par la hausse des crédits à la consommation (+3,9% à fin juillet), la création de 132.000 emplois rémunérés au deuxième trimestre 2025, ainsi que par le niveau soutenu des transferts des MRE (68,8 milliards de dirhams à fin juillet).

**+3,9%**

(fin juillet)



Crédits consommation



Source : OC & BAM ; Elaboration : DEPF

En parallèle, l'effort d'investissement se consolide, porté par les grands chantiers structurants et par les dépenses d'équipement du Budget Général de l'État (+3,7% pour atteindre 67,9 milliards de dirhams à fin août). Cette dynamique bénéficierait également de la forte progression à fin juillet 2025 des recettes des IDE (+26,8%) ainsi que de la hausse des importations de biens d'équipement (+14,5%) et des crédits à l'équipement (+22,9%).

### Ralentissement confirmé de l'inflation en août 2025

Au cours du mois d'août 2025, l'indice des prix à la consommation (IPC) s'est accru de 0,5% par rapport au mois précédent, sous l'effet d'une appréciation de 1,1% des prix alimentaires et d'une hausse de 0,1% des prix non alimentaires.

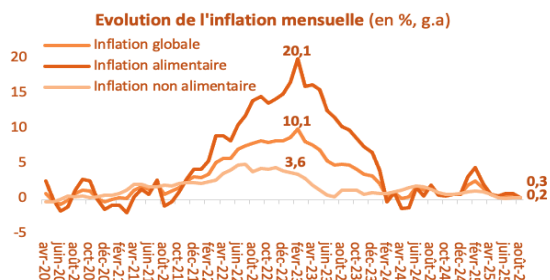
**+0,3%**

(en août)



Inflation

Comparée à août 2024, la croissance de l'IPC a ralenti à +0,3% en août 2025, contre +1,7% un an auparavant, en raison d'une hausse modérée de l'indice des prix des produits alimentaires de 0,2% (après +2% en août 2024) et d'un ralentissement des prix des produits non alimentaires à +0,3% (contre +1,4%).



Source : HCP ; Elaboration : DEPF

A fin août 2025, le taux d'inflation a atteint +1,1%, soit le même niveau qu'à la même période de l'année précédente. Cette évolution revient à la hausse de l'indice des prix des produits alimentaires de 1,7% (après +0,8% à fin août 2024) et à la décélération des prix des produits non alimentaires à +0,6% (après +1,4% une année auparavant).

Concernant l'inflation sous-jacente, qui exclut les produits à prix volatiles et les produits à tarifs publics, elle aurait atteint +0,7% en août 2025, après +2,6% en août 2024.

**+132.000** postes  
(T2-2025)



Emploi rémunéré

**12,8%** (-0,3 point)  
(T2-2025)



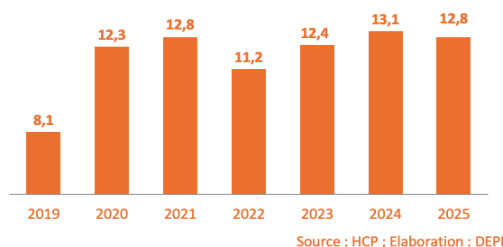
Taux de chômage

### Baisse du taux de chômage et création de 132.000 emplois rémunérés au T2-2025

Au terme du deuxième trimestre 2025, l'économie nationale a créé 5.000 postes d'emploi, après une perte de 82.000 postes un an auparavant. Cette amélioration résulte principalement de l'augmentation de l'emploi rémunéré, avec une création de 132.000 postes, essentiellement en zone urbaine (+124.000). L'emploi non rémunéré a, quant à lui, perdu 126.000 postes, répartis à raison de 12.000 postes en milieu urbain et 115.000 postes en milieu rural.

Par secteur d'activité, les emplois ont été majoritairement créés par le BTP (+74.000 postes), puis les services (+35.000 postes) et l'industrie, y compris l'artisanat (+2.000 postes). Quant au secteur de l'agriculture, de la forêt et de la pêche, il a perdu 108.000 postes.

Evolution du taux de chômage au deuxième trimestre (en %)



Concernant le taux de chômage, il a reculé de 0,3 point, atteignant 12,8% au deuxième trimestre 2025. Ce taux a atteint 16,4% (-0,3 point) dans les villes et 6,2% en zones rurales (-0,5 point). Par catégorie, les plus fortes baisses ont été relevées parmi les hommes (-0,9 point, soit 10,8%), les jeunes âgés de 15 à 24 ans (-0,3 point, à 35,8%) et les diplômés (-0,4 point, passant à 19%). Le taux de chômage des femmes a, quant à lui, augmenté de 2,2 points pour atteindre 19,9%.

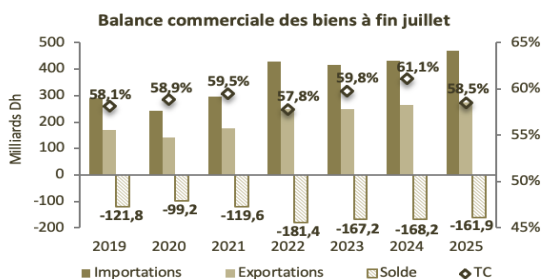
### 3. ECHANGES EXTÉRIEURS

**58,5%**  
(fin juillet)



Taux de couverture

A fin juillet 2025, le déficit commercial s’est établi à 194,9 milliards de dirhams, enregistrant une hausse de 15,9% par rapport à la même période un an auparavant. Cette évolution est attribuable à une progression des importations (+8,8%) plus importante que celle des exportations (+4,2%), induisant une baisse du taux de couverture de 2,6 points à 58,5%.



Source : OC ; Elaboration : DEPF

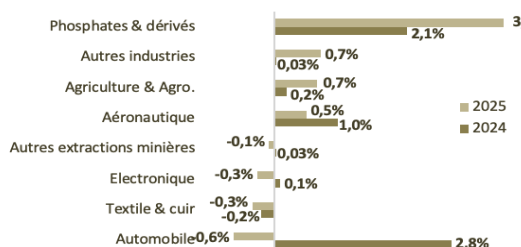
#### Croissance des exportations, portée par les phosphates et dérivés, l’agriculture et agro-alimentaire et l’aéronautique

**+4,2%**  
(fin juillet)



Exportations

Contributions à l’évolution des exportations à fin juillet



Source : OC ; Elaboration : DEPF

A fin juillet 2025, les exportations de biens ont poursuivi leur amélioration (+4,2%), atteignant 274,8 milliards de dirhams. Cette dynamique a concerné, plus particulièrement, les phosphates et dérivés, l’agriculture et l’agro-alimentaire et l’aéronautique.

Les ventes de phosphates et dérivés ont significativement contribué à la hausse des exportations à fin juillet 2025, avec une augmentation de 20,9%, portant ainsi leur valeur à 55,2 milliards de dirhams. Cette évolution est tirée, plus particulièrement, par la hausse des ventes d’engrais naturels et chimiques (+19,3%), puis celle du phosphate (+56,2%) et de l’acide phosphorique (+12,1%). La part du secteur dans la valeur totale des exportations s’est accrue à 20,1% contre 17,3% un an auparavant.

Suivant la même tendance, les exportations de l’agriculture et agro-alimentaire se sont accrues de 3,4% à fin juillet 2025, s’établissant à 53,8 milliards de dirhams. Cette évolution revient, pour l’essentiel, à la bonne performance du segment agriculture, sylviculture et chasse (+10,5%), atténuée toutefois par le repli de l’industrie alimentaire (-3,3%). La part du secteur dans les exportations globales s’est maintenue à 19,6%.

De leur côté, les ventes du secteur aéronautique ont dépassé les 16,7 milliards de dirhams, en hausse de 8,9%, grâce à l’accroissement des ventes du segment de l’assemblage (+8,9%) et de l’EWIS (+9,4%). La part du secteur dans la valeur de l’ensemble des exportations s’est élevée à 6,1%, contre 5,8% un an plus tôt.

S’agissant des exportations des autres industries, elles ont augmenté de 11,9% pour atteindre 18,4 milliards de dirhams, tirées par les ventes de la métallurgie et travail des métaux (+17,5%) et, dans une moindre mesure, par celles de l’industrie du plastique et du caoutchouc (+28,3%).

Concernant les autres produits, les exportations du secteur automobile ont reculé de 1,8% à fin juillet 2025, atteignant 90,7 milliards de dirhams. Ce repli est principalement imputable à la baisse des ventes du segment de la construction (-12,7%), toutefois atténuée par la progression des exportations de câblage (+5%). En dépit de cette contraction, les exportations automobiles représentent 33% de la valeur totale des exportations et constituent le premier secteur exportateur du Maroc. Aussi, durant le mois de juillet uniquement, les ventes de ce secteur ont enregistré un redressement notable, soit +10,1%. De plus, la valeur des exportations du secteur à fin juillet 2025 demeure supérieure à celle enregistrée durant la même période entre 2019 et 2023 et ce, malgré la baisse cumulée précitée.

**+20,9%**  
(fin juillet)



Phosphates et dérivés

**+8,9%**  
(fin juillet)



Aéronautique



De même, les exportations du secteur textile et cuir se sont repliées de 3,3% se limitant à 27 milliards de dirhams, suite principalement à la baisse des ventes des vêtements confectionnés (-3%) et des articles de bonneterie (-5,7%). La part du secteur dans la valeur totale des exportations a reculé, passant de 10,6% à fin juillet 2024 à 9,8% à fin juillet 2025.

Par ailleurs, les exportations du secteur de l'électronique et de l'électricité ont fléchi de 6,5% pour revenir à 10,1 milliards de dirhams. Cette baisse est plus particulièrement imputable au recul des exportations de composants électroniques (-39,6%). Les ventes des fils et câbles ont, quant à elles, progressé de 28,7%.

### Accroissement des importations, hors produits énergétiques

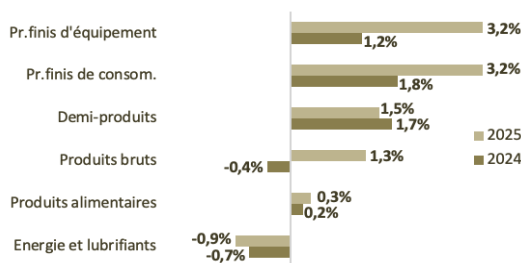
**+8,8%**  
(fin juillet)



Importations

Les importations de biens ont connu une hausse de 8,8%, s'élevant à 469,7 milliards de dirhams. Cette évolution fait suite à l'augmentation des achats de produits finis d'équipement, de biens de consommation, de demi-produits, des produits bruts et des produits alimentaires.

Contributions à l'évolution des importations à fin juillet



Source : OC ; Elaboration : DEPF

Avec une part de 23,5% dans la valeur totale des importations, les produits finis d'équipement constituent le principal poste d'importation, affichant une progression de 14,5% à 110,4 milliards de dirhams. Cette évolution trouve son origine, plus particulièrement, dans l'appréciation des achats de parties d'avions et autres véhicules aériens (+30,2%), d'avions et autres véhicules aériens ou spatiaux (+3462,4%) et des machines et appareils divers (+15,5%).

Parallèlement, les importations des produits finis de consommation se sont accrues de 13,7%, atteignant 115,6 milliards de dirhams, principalement en raison de la hausse des achats de voitures de tourisme (+39,9%), de médicaments et autres produits pharmaceutiques (+17,6%) et des sièges, meubles, matelas et articles d'éclairage (+23,2%).

Les importations de demi-produits ont affiché un accroissement de 6,8%. L'évolution de la valeur de ces importations, qui a atteint 100,4 milliards de dirhams, est due, plus particulièrement, à la hausse des achats des produits chimiques (+14%), des matières plastiques et ouvrages divers en plastique (+7,4%) et de fils, barres et profilés en cuivre (+12,5%).

Les importations de produits alimentaires ont affiché la même tendance, enregistrant une hausse de 2,7% à 55,1 milliards de dirhams. Cette augmentation est tirée par la forte progression des achats d'animaux vivants (+39,9%), de maïs (+23,9%) et de café (+46,9%). A contrario, les importations de lé se sont repliées de 13,1%.

Au niveau des produits bruts, leurs importations se sont élevées à 24,4 milliards de dirhams, en hausse de 28,8%. Cette évolution est attribuable à la hausse des acquisitions de soufres bruts et non raffinés (+52,3%), d'huile de soja brute ou raffinée (+23,2%) et de ferraille, déchets et autres minerais (+30,6%). La part des produits bruts dans la valeur totale des importations s'est renforcée, atteignant 5,2% contre 4,4% l'année précédente.

Sur le plan de la facture énergétique, elle s'est allégée de 6,1% à fin juillet 2025, limitant la valeur de ses importations à 62,8 milliards de dirhams, soit 13,4% de la valeur totale des importations. Ce repli s'explique principalement par la baisse de la valeur des importations de gas-oils et fuel-oils (-14,2%) conséquence d'une baisse des prix de 19,5% et ce, en dépit d'une hausse des quantités importées (+6,6%). Cette contraction revient aussi, bien que dans une moindre mesure, au repli des importations d'essence de pétrole (-5,1%).

**+14,5%**  
(fin juillet)



Produits finis d'équipement

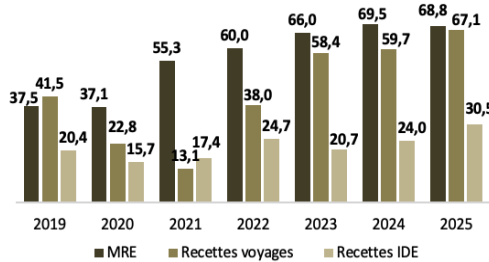
**+13,7%**  
(fin juillet)



Produits finis de consommation

## Croissance soutenue des IDE et des recettes voyages

Evolution des recettes des autres flux financiers à fin juillet (en milliards de dirhams)



Source : OC ; Elaboration : DEPF

Les recettes voyages ont maintenu leur dynamique à fin juillet 2025, affichant une hausse de 12,6%, pour atteindre 67,1 milliards de dirhams. Concernant les transferts des MRE, ils se sont élevés à 68,8 milliards de dirhams, en dépit de leur baisse de 1% à fin juillet 2025.

Ces deux postes ont généré 136 milliards de dirhams, couvrant 69,7% du déficit commercial, contre 76,8% un an plus tôt.

**+26,8%**  
(fin juillet)



Recettes IDE

Par ailleurs, les investissements directs étrangers (IDE) ont enregistré un flux net de 16,9 milliards de dirhams, en hausse de 25,6%, suite à une augmentation des recettes (+26,8%) et des dépenses (+28,3%).

D'un autre côté, le flux des investissements directs marocains à l'étranger (IDME) s'est fortement accru (+122,8%) atteignant 3,5 milliards de dirhams. Cette évolution résulte d'une baisse conjointe des investissements directs marocains à l'étranger (-3,8%, soit 11,7 milliards de dirhams) et des cessions de ces investissements (-22,4%, soit 8,2 milliards de dirhams).

## 4. FINANCES PUBLIQUES (HORS TVA DES COLLECTIVITÉS LOCALES)

L'exécution de la Loi de Finances à fin août 2025 a dégagé un déficit budgétaire de 59,8 milliards de dirhams, contre un déficit de 40,4 milliards l'année précédente. Cette évolution a résulté, particulièrement, d'une augmentation des dépenses globales (+18,4% ou +49,4 milliards de dirhams), plus importante que celle des recettes ordinaires (+13,2% ou +30 milliards de dirhams).

### Bonne tenue des recettes fiscales en termes d'évolution et d'exécution

**+15,1%**  
(fin août)



Recettes fiscales

**+31,3%**  
(fin août)



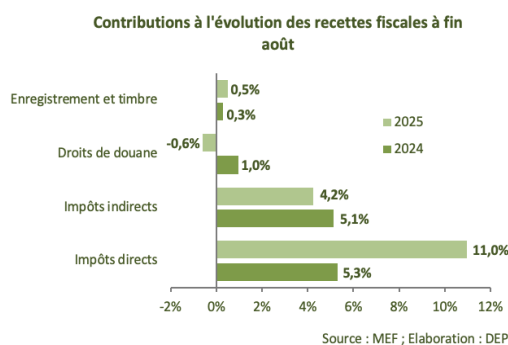
IS

**+18,3%**  
(fin août)



IR

A fin août 2025, les recettes ordinaires ont enregistré un taux de réalisation de 65,2% par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2025 et une hausse de 13,2% par rapport à leur niveau à fin août 2024 pour atteindre 257,8 milliards de dirhams. Cette évolution recouvre une hausse aussi bien des recettes fiscales que des recettes non fiscales.



Les recettes fiscales se sont raffermies de 15,1% pour atteindre 224,3 milliards de dirhams à fin août 2025, se concrétisant à hauteur de 70,1% par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2025. Cette amélioration qui a concerné la majorité des principales rubriques, à l'exception des droits de douane, a été impulsée essentiellement par les recettes des impôts directs. Ces dernières se sont consolidées de 24,9% pour s'élever à 107,4 milliards de dirhams, enregistrant un taux de réalisation de

L'évolution des recettes des impôts directs incorpore, essentiellement, la hausse notable des recettes de l'IS de 31,3% pour s'établir à 57,4 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 78,7%. L'augmentation des recettes de l'IS s'explique particulièrement par la hausse importante du complément de régularisation, ainsi que des deux premiers acomptes. D'autre part, les recettes de l'IR se sont accrues de 18,3% pour se situer à 46,9 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 77%. Cette performance est attribuable principalement à la régularisation fiscale volontaire qui a rapporté 3,8 milliards de dirhams à fin janvier 2025, ainsi qu'aux augmentations des recettes issues de l'action de l'administration fiscale et de l'IR sur les salaires.

Concernant les recettes des impôts indirects, elles ont augmenté de 10% pour atteindre 90,7 milliards de dirhams, enregistrant un taux d'exécution de 65,8%. Par composante, les recettes de la TVA se sont accrues de 8,3% à 64,6 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 64,1%. L'évolution de ces recettes recouvre une hausse de celles de la TVA intérieure de 10,2% à 23,6 milliards de dirhams et de celles de la TVA à l'importation de 7,2% à 41 milliards de dirhams. De leur côté, les recettes des TIC se sont accrues de 14,6% à 26 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 70,5%, suite essentiellement à la hausse des recettes des TIC sur les produits énergétiques de 18,3% à 14,1 milliards de dirhams et de celles des TIC sur les tabacs manufacturés de 9,4% à 9,3 milliards de dirhams.

Pour leur part, les recettes relatives aux droits d'enregistrement et de timbre ont progressé de 6,7% pour se situer à 15,3 milliards de dirhams, enregistrant un taux de réalisation de 70,5%, suite notamment à la hausse des droits d'enregistrement et des droits de timbre. En revanche, les recettes afférentes aux droits de douane se sont repliées de 9,8% pour se situer à 10,9 milliards de dirhams, enregistrant un taux d'exécution de 51,2%. Ce recul s'explique par la suppression, en 2025, du droit d'importation applicable notamment aux bovins et aux ovins.

Quant aux recettes non fiscales, elles ont augmenté de 2,2% pour atteindre 30,2 milliards de dirhams à fin août 2025, se concrétisant à hauteur de 42,2%. Cette évolution s'explique par l'appréciation des recettes en provenance des établissements et entreprises publics de 41,8% pour s'établir à 11,8 milliards de dirhams, conjuguée au recul des autres recettes non fiscales de 5,8% pour se situer à 18,4 milliards de dirhams.

## Hausse des dépenses ordinaires, impulsée surtout par les dépenses de biens et services

**+14,5%**  
(fin août)



Dépenses ordinaires

**-26,8%**  
(fin août)



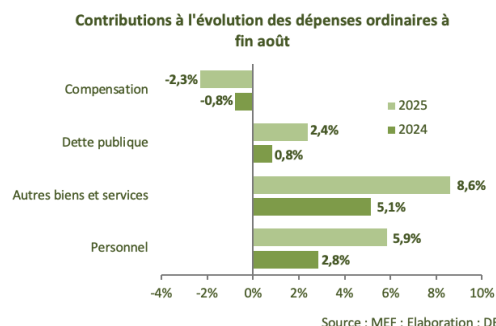
Charges de la compensation

**59,8 Mds DH**  
(fin août)



Déficit budgétaire

A fin août 2025, les dépenses ordinaires ont enregistré un taux de réalisation de 68,5% par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2025 et une hausse de 14,5% par rapport à leur niveau à fin août 2024 pour se situer à 242,3 milliards de dirhams. Cette augmentation a concerné les dépenses de biens et services et des intérêts de la dette, alors que les charges de la compensation se sont réduites.



Les dépenses de biens et services se sont accrues de 18,4% pour atteindre 197,3 milliards de dirhams, se concrétisant à hauteur de 67,1% par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2025. Cette évolution est imputable à la progression des dépenses de personnel de 11,6% pour se situer à 118,9 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 66%, et à la hausse des dépenses des autres biens et services de 30,3% pour atteindre 78,3 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 68,8%. Ces évolutions s'expliquent par les augmentations salariales décidées dans le cadre du dialogue social, ainsi que par les transferts en faveur du fonds d'appui à la protection sociale et à la cohésion sociale et la hausse des transferts aux établissements et entreprises publics, notamment en faveur des académies régionales d'éducation et de formation.

De leur côté, les charges en intérêts de la dette, exécutées à hauteur de 74,7%, ont augmenté de 18,8% pour atteindre 31,8 milliards de dirhams. Cette évolution recouvre une hausse des charges en intérêts de la dette intérieure de 28,5% à 25,6 milliards de dirhams et une baisse de celles de la dette extérieure de 9,5% à 6,2 milliards de dirhams.

En revanche, les charges de la compensation, qui ont enregistré un taux de réalisation de 77,4%, ont reculé de 26,8% pour se situer à 13,3 milliards de dirhams. Cette évolution est, d'une part, attribuable à la diminution des dépenses liées au gaz butane (-1,9 milliard de dirhams), au sucre (-1 milliard de dirhams) et à la farine nationale de blé tendre (-426 millions de dirhams). Elle revient, d'autre part, à la non reconduction de la subvention en faveur des professionnels du secteur du transport routier, dont le montant accordé à la même période de l'année précédente avait atteint 1,6 milliard de dirhams.

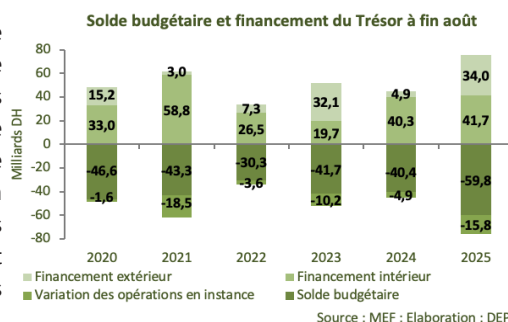
Globalement, l'évolution des recettes et des dépenses ordinaires à fin août 2025 a dégagé un solde ordinaire excédentaire de 15,4 milliards de dirhams après 16,2 milliards l'année précédente.

Concernant les dépenses d'investissement, elles ont progressé de 3,7%, par rapport à fin août 2024, pour s'élever à 67,9 milliards de dirhams, enregistrant un taux de réalisation par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2025 de 64,3%.

## Hausse du déficit budgétaire

Tenant compte d'un solde négatif des comptes spéciaux du Trésor de 7,3 milliards de dirhams après un solde excédentaire de 8,9 milliards un an auparavant, l'exécution de la Loi de Finances à fin août 2025 fait ressortir un déficit budgétaire de 59,8 milliards de dirhams, contre un déficit de 40,4 milliards l'année précédente.

Eu égard aux éléments précités et à la baisse des opérations en instance de 15,8 milliards de dirhams, la situation des charges et ressources du Trésor a dégagé un besoin de financement de 75,6 milliards de dirhams à fin août 2025 contre 45,3 milliards l'année précédente. Ce besoin a été couvert essentiellement par le recours aux financements intérieur et extérieur qui ont dégagé des flux nets positifs de 41,7 et 34 milliards de dirhams respectivement.

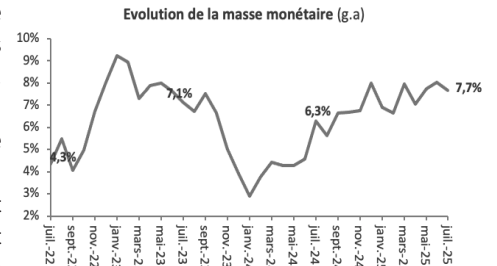


## 5. FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

### Amélioration de la croissance des crédits bancaires au secteur non financier et des avoirs officiels de réserve comparativement à l'évolution de l'année précédente

A fin juillet 2025, la masse monétaire (M3) s'est accrue, par rapport au mois précédent, de 0,7% pour atteindre 1.970,3 milliards de dirhams. Cette évolution incorpore essentiellement la hausse des créances sur l'économie et des créances nettes des institutions de dépôt sur l'administration centrale, alors que les avoirs officiels de réserve (AOR) ont reculé.

En glissement annuel, le taux d'accroissement de la masse monétaire a ralenti comparativement à celui du mois précédent, se situant à +7,7% après +8% à fin juin 2025. Toutefois, il s'est accéléré comparativement à l'évolution de l'année dernière (+6,3% à fin juillet 2024). Cette accélération recouvre, particulièrement, l'amélioration du taux d'accroissement des créances sur l'économie et des avoirs officiels de réserve (AOR), et le ralentissement de la croissance des créances nettes des institutions de dépôt sur l'administration centrale.



Source : BAM ; Elaboration : DEPF

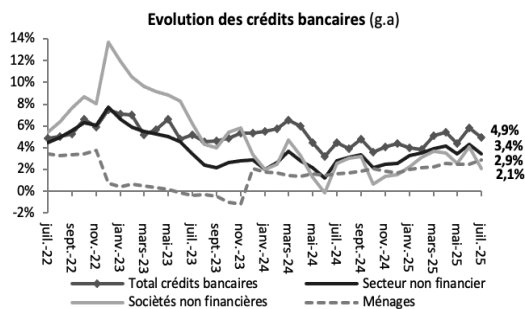
**7,7%**  
(fin juillet)



Masse monétaire

A fin juillet 2025, les créances sur l'économie ont augmenté, par rapport au mois précédent, de 0,4% pour s'établir à 1.442,3 milliards de dirhams, recouvrant essentiellement une hausse des titres des Autres Institutions de Dépôt (AID) de 7% et une baisse des crédits bancaires de 0,8% à 1.166,4 milliards de dirhams. L'évolution de ces derniers incorpore un repli des crédits au secteur financier de 4,8% et une quasi-stagnation de ceux au secteur non financier (+0,1%), sous l'effet conjoint de la hausse des crédits aux ménages de 0,5% et du recul de ceux aux sociétés non financières de 0,2%. Par objet économique, cette évolution recouvre principalement la baisse des crédits à caractère financier (-6,7%) et des crédits de trésorerie (-1,3%) et la hausse des crédits à l'équipement (+1,7%), des crédits à l'immobilier (+0,4%) et des crédits à la consommation (+0,9%).

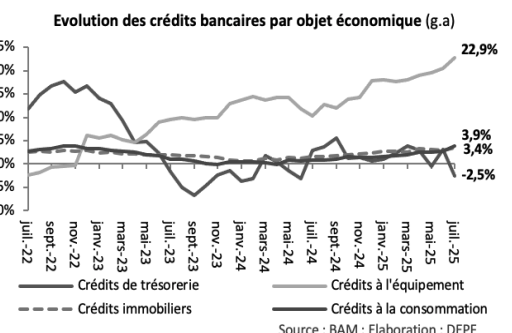
En glissement annuel, le taux de croissance des créances sur l'économie s'est amélioré, s'établissant à +6,9% après +5% l'année précédente. Cette évolution recouvre une accélération du taux de progression des titres des Autres Institutions de Dépôts (AID) (+18,9% à fin juillet 2025 après +11% à fin juillet 2024), ainsi qu'une légère amélioration de la croissance des crédits bancaires (+4,9% à fin juillet 2025 après +4,5% à fin juillet 2024).



Source : BAM ; Elaboration : DEPF

Cette légère amélioration de la croissance des crédits bancaires a concerné particulièrement les crédits au secteur non financier (+3,4% après +2,8% l'année précédente), alors que la croissance des crédits au secteur financier a légèrement décéléré (+13,1% après +14,5% à fin juillet 2024). L'amélioration du taux de progression des crédits au secteur non financier a résulté notamment de l'amélioration de celui des crédits aux ménages (+2,9% après +1,6% à fin juillet 2024), tandis que celui des crédits aux sociétés non financières a ralenti (+2,1% après +2,6% à fin juillet 2024).

Par objet économique, l'évolution des crédits bancaires recouvre, particulièrement, l'amélioration des taux de progression des crédits à l'équipement (+22,9% après +10,3% l'année précédente), des crédits à la consommation (+3,9% après +0,9% à fin juillet 2024) et des crédits à l'immobilier (+3,4% après +1,7% l'année dernière). Cette évolution des crédits à l'immobilier a concerné aussi bien les crédits à l'habitat (+2,9% après +1,5% à fin juillet 2024) que les crédits aux promoteurs immobiliers (+7,7% après +4,3% l'année précédente).



Source : BAM ; Elaboration : DEPF

**+4,9%**  
(fin juillet)



Crédits bancaires

**+22,9%**  
(fin juillet)



Crédits à l'équipement

## 5 mois et 16 jours d'importations (B&S) (fin juillet)



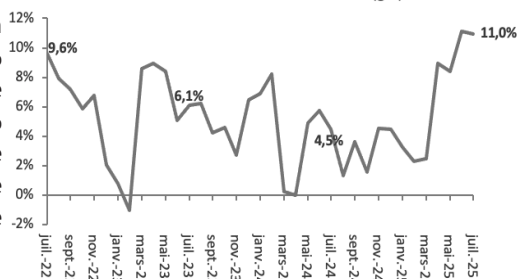
AOR

En revanche, les crédits de trésorerie et les crédits à caractère financier ont reculé de 2,5% chacun après une hausse de 3% et 6,8% respectivement un an auparavant. S'agissant des créances en souffrance, leur rythme de progression s'est accéléré à +5,4% après +2,9% l'année dernière.

S'agissant des avoirs officiels de réserve (AOR), ils ont reculé, en glissement mensuel, de 0,2% ou de 911,5 millions de dirhams pour se situer à 406 milliards de dirhams à fin juillet 2025, représentant, tel que le mois dernier, l'équivalent de 5 mois et 16 jours d'importations de biens et services, contre 5 mois et 10 jours l'année précédente.

En glissement annuel, le taux de progression des avoirs officiels de réserve s'est établi à +11% (+40,1 milliards de dirhams), soit quasiment le même taux enregistré le mois précédent (+11,1% ou +40,7 milliards de dirhams), enregistrant une amélioration comparativement à l'évolution de l'année dernière (+4,5% ou +15,7 milliards de dirhams).

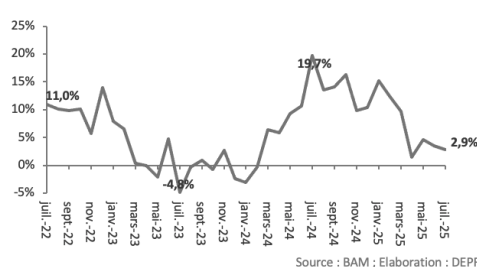
Evolution des avoirs officiels de réserve (g.a)



Source : BAM ; Elaboration : DEPF

Concernant les créances nettes des institutions de dépôt (ID) sur l'administration centrale (AC), elles ont augmenté, par rapport à fin juin 2025, de 0,8% pour s'établir à 354,2 milliards de dirhams à fin juillet 2025 et ce, suite particulièrement à la hausse des créances nettes des Autres Institutions de Dépôts (AID) de 0,4%.

Evolution des créances nettes des AID sur l'AC (g.a)



Source : BAM ; Elaboration : DEPF

En glissement annuel, les créances nettes des institutions de dépôt (ID) sur l'administration centrale (AC) ont quasiment stagné (+0,1%) à fin juillet 2025 après une hausse de 13,7% un an auparavant. Cette évolution incorpore, particulièrement, la baisse des créances nettes de BAM et le ralentissement de la croissance des créances nettes des Autres Institutions de Dépôts (AID) à +2,9% après +19,7% l'année précédente.

L'évolution des créances nettes des AID, à fin juillet 2025, recouvre une décélération de la hausse de leurs créances sur l'AC à +4% après +9,3% l'année précédente, notamment leur portefeuille en bons du Trésor (+5,4% après +7,9% à fin juillet 2024), conjuguée à la hausse de leurs engagements envers l'AC de 22,8% après un recul de 56,9% à fin juillet 2024.

Au niveau des composantes de la masse monétaire, la hausse de cette dernière, en glissement mensuel, recouvre, particulièrement, l'augmentation de la circulation fiduciaire de 1,8%, des comptes à terme auprès des banques de 1,6%, des détentions en titres d'OPCVM monétaires de 14,1% et des dépôts en devises de 3,5%, et la baisse des dépôts à vue auprès des banques de 0,7%.

En glissement annuel, l'évolution de la masse monétaire incorpore l'accélération de la croissance des dépôts à vue auprès des banques (+11,2% après +8,6% l'année précédente), la hausse des détentions en titres d'OPCVM monétaires de 7,6% après une baisse de 7,4% un an auparavant, le ralentissement de la croissance de la circulation fiduciaire (+8,7% après +10% l'année dernière) et des dépôts en devises (+2,8% après +8,2% l'année antérieure), et la baisse des comptes à terme auprès des banques de 0,3% après une hausse de 2,5% l'année précédente.

Concernant les agrégats de placements liquides (PL), leur encours s'est accru de 4,3% par rapport au mois précédent. Cette évolution recouvre la hausse de l'encours des titres d'OPCVM contractuels et des titres de créances négociables (PL1) de 0,4%, de celui des titres d'OPCVM obligataires (PL2) de 9% et de celui des titres d'OPCVM actions et diversifiés (PL3) de 6%. En glissement annuel, l'encours de PL a progressé de 16,2% après une hausse de 13,9% à fin juillet 2024, sous l'effet de la hausse de PL1 (+1,5% après +8,1%), de PL2 (+25,6% après +23,1%) et de PL3 (+55,6% après +17%).

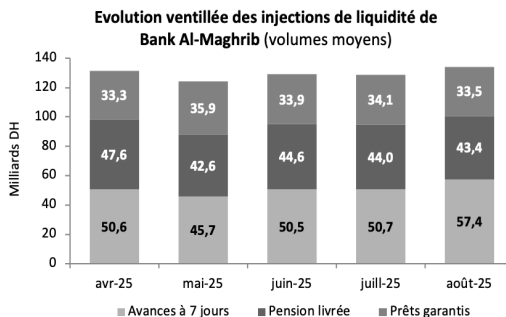


## Hausse du besoin en liquidité des banques au cours du mois d'août 2025

**134,4 Mds DH**  
(août)



**Injection de liquidité**  
(Volume moyen)



Au cours du mois d'août 2025, le besoin en liquidité des banques a enregistré un accroissement, comparativement au mois de juillet 2025. Dans ce contexte, la Banque Centrale a augmenté le volume de ses injections de liquidité qui s'est établi en moyenne hebdomadaire à 134,4 milliards de dirhams après 128,8 milliards le mois précédent.

Source: Bank Al-Maghrib, Elaboration DEPF

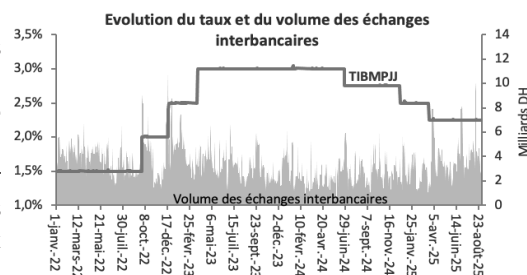
Les interventions de Bank Al-Maghrib ont porté, essentiellement, sur les avances à 7 jours (57,4 milliards de dirhams après 50,7 milliards en juillet 2025), les opérations de pensions livrées à 1 et 3 mois (43,4 milliards de dirhams après 44 milliards en juillet 2025) et les opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME (33,5 milliards de dirhams après 34,1 milliards en juillet 2025).

**4,6 Mds DH**  
(août)



**Transactions interbancaires**  
(Volume moyen)

S'agissant du volume moyen des transactions interbancaires, il a augmenté, par rapport au mois précédent, de 8,5% pour atteindre 4,6 milliards de dirhams au titre du mois d'août 2025. Quant au taux interbancaire moyen pondéré au jour le jour (TIMPJJ), celui-ci se maintient depuis le 20 mars 2025 en évolution quasi-stable, alignée sur le taux directeur, s'établissant en moyenne à 2,25%.



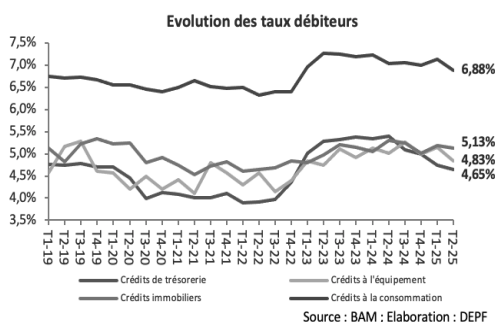
Source : BAM ; Elaboration : DEPF

**2,25%**  
(août)



**TIMPJJ**

Il est à noter que lors de sa réunion du 23 septembre 2025, s'appuyant sur l'analyse de l'évolution de la conjoncture économique nationale et internationale, le Conseil de Bank Al-Maghrib a décidé de maintenir le taux directeur inchangé à 2,25%, tout en poursuivant le renforcement des mesures visant l'assouplissement des conditions de financement des entreprises notamment les TPE.



Source : BAM ; Elaboration : DEPF

Concernant l'évolution des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib au titre du deuxième trimestre 2025 font ressortir la poursuite de la baisse, en glissement trimestriel, du taux moyen pondéré global, enregistrant un recul de 14 points de base pour s'établir à 4,84%. Cette évolution recouvre le recul des taux des crédits à l'équipement (-32 pb à 4,83%), des crédits à la consommation (-25 pb à 6,88%), des crédits de trésorerie (-9 pb à 4,65%) et des crédits à l'immobilier (-5 pb à 5,13%).

**100,5 Mds DH**  
(fin août)

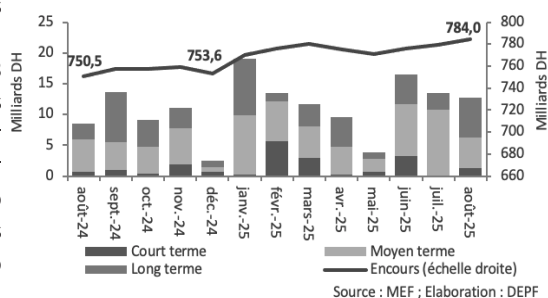


Levées brutes du Trésor

## Baisse des levées brutes du Trésor au niveau du marché des adjudications, avec prévalence des maturités moyennes et longues

Au titre du mois d'août 2025, les levées brutes du Trésor au niveau du marché des adjudications ont reculé, comparativement au mois précédent, de 4,7% pour se situer à 12,8 milliards de dirhams (y compris les opérations d'échange). Ces levées ont été prédominées par les maturités longues et moyennes à hauteur de 51,2% et 38,6% respectivement après 19,9% et 79% le mois dernier. La part des maturités courtes s'est, quant-à-elle, établie à 10,2% après 1,1% le mois antérieur.

Evolution des levées brutes par terme et de l'encours des bons du Trésor émis par adjudication



De leur côté, les remboursements du Trésor au titre du mois d'août 2025 ont baissé, comparativement au mois précédent, de 26,3% pour s'établir à 7,8 milliards de dirhams (y compris les opérations d'échange et de rachat). Eu égard à ces évolutions, les levées nettes du Trésor au titre du mois d'août 2025 ont été positives de 5 milliards de dirhams après 2,9 milliards le mois dernier, soit une hausse de 73,4%.

Au terme des huit premiers mois de 2025, les levées brutes du Trésor se sont repliées, en glissement annuel, de 25,8% pour s'établir à 100,5 milliards de dirhams (y compris les opérations d'échange). Cette baisse a découlé du repli du volume levé en maturités longues de 55% pour se situer à 34,2 milliards de dirhams, soit 34% des levées contre 56,1% un an auparavant. En revanche, le volume souscrit des maturités moyennes s'est accru de 2,8% pour atteindre 51,8 milliards de dirhams, prédominant ainsi les levées à hauteur de 51,5% après 37,2% l'année précédente. De même, le volume souscrit des maturités courtes a augmenté de 60,4% pour s'établir à 14,5 milliards de dirhams, représentant 14,5% des levées après 6,7% un an auparavant.

S'agissant des remboursements du Trésor, ils ont baissé, en glissement annuel, de 16,9% pour se situer à 70,1 milliards dirhams à fin août 2025 (y compris les opérations d'échange et de rachat). Compte tenu de ces évolutions, les levées nettes du Trésor ont reculé, par rapport à fin août 2024, de 40,5% pour s'établir à 30,4 milliards de dirhams.

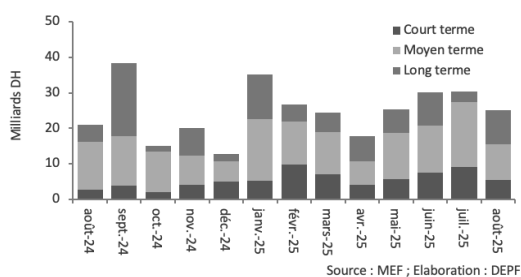
Eu égard à ces évolutions, l'encours des bons du Trésor émis par adjudication s'est établi à 784 milliards de dirhams à fin août 2025, en hausse de 0,6% par rapport à fin juillet 2025 et de 4% par rapport à fin décembre 2024. La structure de cet encours reste prédominée par les maturités longues quoique leur part ait reculé de 0,9 point par rapport à fin décembre 2024, pour se situer à 67,3% après 68,2%. Elles devancent les maturités moyennes dont la part a quasiment stagné, s'établissant à 30,7% après 30,6% à fin décembre 2024. Quant à la part des maturités courtes, elle reste faible, soit 2%, bien qu'elle ait gagné 0,8 point.

**70,1 Mds DH**  
(fin août)



Remboursements du Trésor

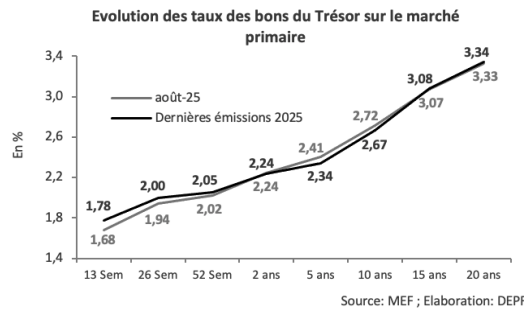
Evolution du volume des soumissions par terme



Concernant le volume des soumissions sur le marché des adjudications au titre du mois d'août 2025, il a reculé, par rapport au mois précédent, de 17,3% pour se situer à 25,1 milliards de dirhams (hors opérations d'échange). La demande a été orientée, essentiellement, vers les maturités moyennes et longues à hauteur de 40,4% et 38,2% respectivement après 60,5% et 9,8% le mois précédent. La part des maturités courtes s'est, quant-à-elle, située à 21,5% après 29,7% le mois dernier.

Au terme des huit premiers mois de 2025, le volume des soumissions a reculé, par rapport à fin août 2024, de 4,5% pour s'établir à 214,7 milliards de dirhams (hors opérations d'échange). La baisse a concerné le volume soumissionné des maturités moyennes (-5,4% à 102,4 milliards de dirhams, soit 47,7% du volume des soumissions après 48,1% l'année précédente) et celui des maturités longues (-27,5% à 58,3 milliards de dirhams, soit 27,2% du volume des soumissions après 35,8% l'année

dernière). En revanche, le volume soumissionné des maturités courtes s'est raffermit de 49,2% pour atteindre 54 milliards de dirhams, représentant 25,1% du volume des soumissions contre 16,1% un an auparavant.



S'agissant des taux moyens pondérés primaires des émissions des bons du Trésor au titre du mois d'août 2025, ceux-ci ont enregistré une évolution différenciée comparativement aux taux des dernières émissions de l'année 2025. Ainsi, les taux des maturités courtes ont enregistré des baisses comprises entre 3 et 10 points de base. Ceux des maturités moyennes et longues ont, quant-à-eux, quasiment stagné à l'exception des taux des bons à 5 ans et à 10 ans qui se sont accrus de 7 et 5 points de base respectivement.

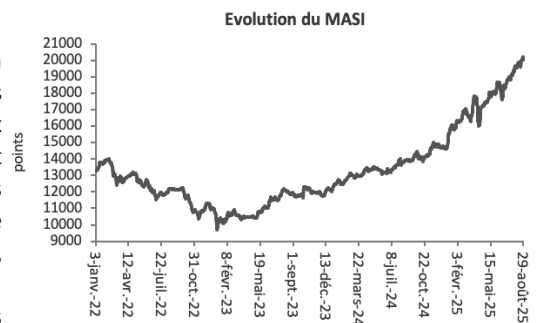
### Maintien du trend haussier des indicateurs de la Bourse de Casablanca au cours du mois d'août 2025

**+35,8% et +37,8%**  
(fin août-25/fin déc-24)

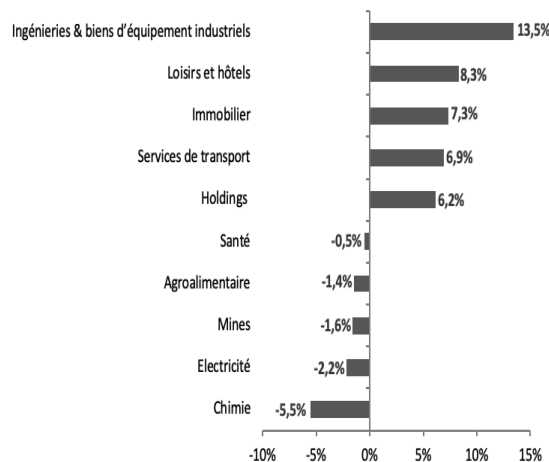


MASI et MASI 20

Les indicateurs de la Bourse de Casablanca ont maintenu leur trend haussier au cours du mois d'août 2025, atteignant des niveaux records. Ainsi, les indices MASI et MASI 20 ont clôturé ce mois à 20.054,88 et 1.644,27 points respectivement, enregistrant une hausse par rapport à fin juillet 2025 de 2,1% et 1,8%, portant leur performance, par rapport à fin décembre 2024, à +35,8% et +37,8% après +32,9% et +35,4% le mois précédent.



### Les dix plus fortes variations mensuelles des indices sectoriels à fin août 2025 (variations par rapport à fin juillet 2025)



**Banques : +0,9%**

**BTP : +4,7%**

**Maroc Telecom : +1,1%**

(fin août-25/fin juil-25)



Indices sectoriels

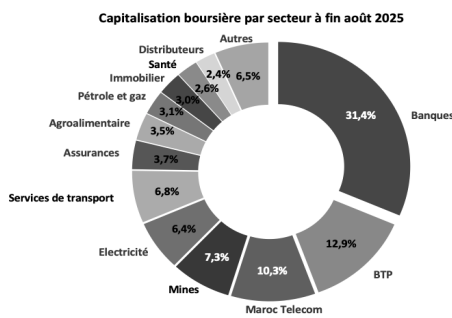
Au niveau sectoriel, parmi les 24 secteurs représentés à la cote de la Bourse de Casablanca, 19 secteurs ont enregistré des performances positives par rapport à fin juillet 2025. Les croissances les plus importantes ont été enregistrées par les indices des secteurs des ingénieries et biens d'équipement industriels (+13,5%), de loisirs et hôtels (+8,3%), de l'immobilier (+7,3%) et des services de transport (+6,9%). De même, les indices des trois premières capitalisations sectorielles, en l'occurrence les banques, le BTP et Maroc Telecom se sont accrus de 0,9%, 4,7% et 1,1% respectivement. Les performances négatives du mois ont concerné, particulièrement, les indices des secteurs de chimie (-5,5%), de l'électricité (-2,2%), des mines (-1,6%) et de l'agroalimentaire (-1,4%).

**1055,7 Mds DH**  
(fin août)



Capitalisation boursière

De son côté, la capitalisation boursière s’est appréciée, par rapport à fin juillet 2025, de 1,9% pour atteindre 1.055,7 milliards de dirhams, portant ainsi sa performance par rapport à fin décembre 2024 à +40,3% après +37,7% le mois dernier. La hausse mensuelle a résulté, particulièrement, des contributions positives des secteurs du BTP, des services de transport, des banques, de l’immobilier et des distributeurs.



Source : Bourse de Casablanca ; Elaboration : DEPF

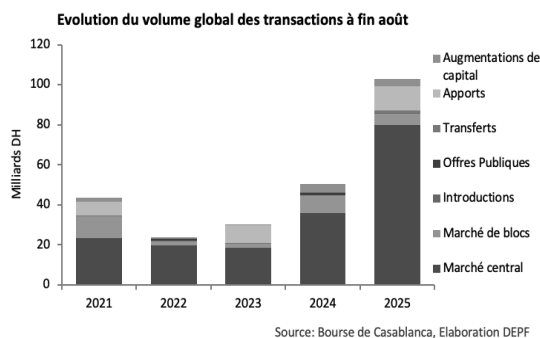
S’agissant du volume global des transactions réalisées au titre du mois d’août 2025, il a reculé, par rapport au mois précédent, de 55,2% pour se situer à 11,6 milliards de dirhams. Ce volume est réparti à hauteur de :

- 80,2% pour le marché central où les transactions se sont repliées, par rapport au mois antérieur, de 13,1% à 9,3 milliards de dirhams. Parmi les titres les plus actifs sur ce compartiment, figurent TGCC, Attijariwafa Bank, SODEP-Marsa Maroc et Alliances. Ces titres ont canalisé respectivement 14,1%, 7,2%, 6% et 5,4% du volume des transactions en actions ;
- 6,9% pour le marché de blocs où les échanges se sont accrus, comparativement au mois de juillet 2025, passant de 308,3 millions de dirhams à 801,4 millions, soit +159,9% ;
- 12,7% pour une augmentation de capital en numéraire effectuée par CIH, par émission de 4.108.341 actions nouvelles, d’un montant global de 1,5 milliard de dirhams ;
- 0,3% pour les transferts d’actions.

**102,9 Mds DH**  
(fin août)

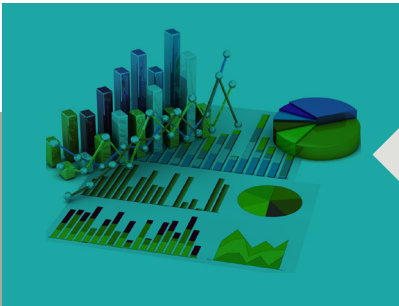


Volume global des transactions



Source: Bourse de Casablanca, Elaboration DEPF

Au terme des huit premiers mois de 2025, le volume global des transactions a plus que doublé, comparativement à la même période de l’année précédente, passant de 50,6 milliards de dirhams à 102,9 milliards. Par compartiment, le volume des échanges sur le marché central a plus que doublé, passant de 35,7 milliards de dirhams à 79,8 milliards, soit 77,5% du volume des transactions. Cependant, le volume des échanges enregistré sur le marché de blocs s’est replié de 35,4% pour s’établir à 5,7 milliards de dirhams, soit 5,6% du volume des échanges. Enfin, les apports d’actions, les augmentations de capital, les transferts d’actions et l’introduction d’actions ont représenté respectivement 11,8%, 3,6%, 1% et 0,5% du volume des transactions à fin août 2025.



# TABLEAU DE BORD

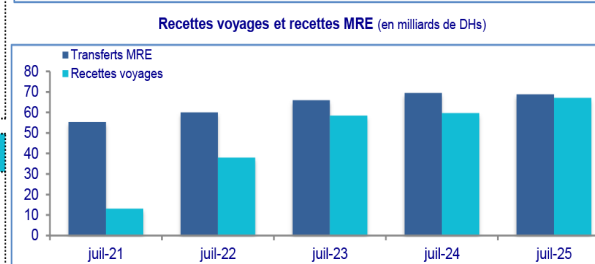
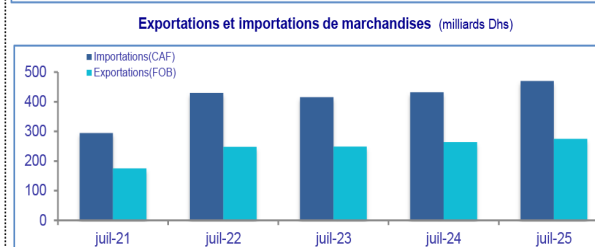
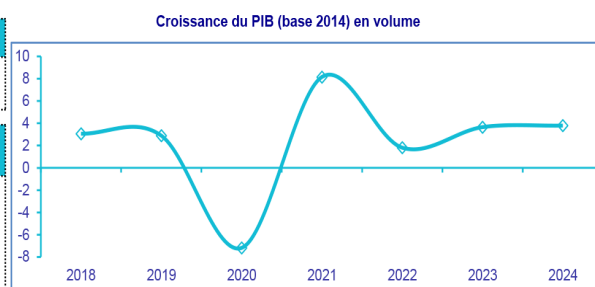
N° : 343

Tableau de bord de l'économie marocaine

Agrégats de la comptabilité nationale(1)	2022	2023	2024
Produit Intérieur Brut (aux prix de l'année précédente) (base 2014)	1,8	3,7	3,8

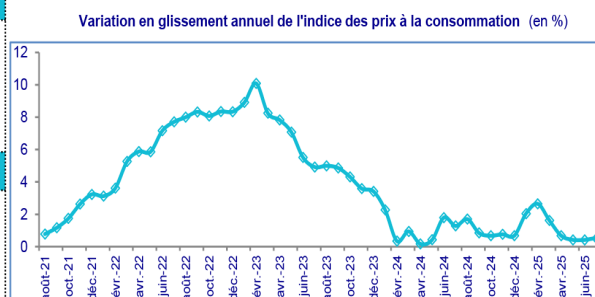
Echanges extérieurs (millions de Dhs)	juil-24	juil-25	(%)
Importations globales	431 868	469 726	8,8
Produits énergétiques	66 895	62 825	-6,1
Produits finis d'équipement	96 362	110 357	14,5
Produits alimentaires	53 683	55 122	2,7
Exportations globales	263 665	274 803	4,2
Phosphate et dérivés	45 630	55 185	20,9
Automobile	92 390	90 703	-1,8
Déficit commercial	-168 203	-194 923	15,9
Taux de couverture (en %)	61,1	58,5	
Transferts MRE	69 500	68 815	-1,0
Recettes voyages	59 651	67 143	12,6
Recettes des IDE	24 026	30 460	26,8



Monnaie (millions de Dhs)	juil-24	juil-25	(%)
Agrégat M3	1 830 146	1 970 340	7,7
Avoirs officiels de réserve	365 864	405 969	11,0
Créances nettes sur l'administration centrale	353 962	354 178	0,1
Créances sur l'économie	1 348 870	1 442 303	6,9
Dont : Crédits des AID	1 118 076	1 174 444	5,0
Crédits immobiliers	307 705	318 246	3,4
Crédits à l'équipement	213 326	262 075	22,9
Crédits à la consommation	58 356	60 645	3,9



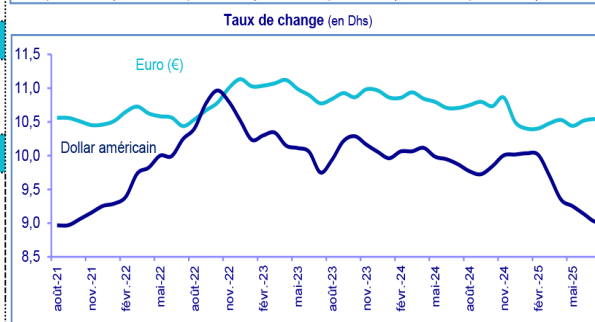
Bourse	août-24	août-25	(%)
MASI	13 933	20 055	43,9
MASI20	1 130	1 644	45,5
Volume des transactions (2) (millions de Dhs)	44 625	85 556	91,7



Indice des prix à la consommation (100=2017)	août-24	août-25	(%)
Indice des prix à la consommation	118,4	119,7	1,1
Produits alimentaires	129,2	131,4	1,7
Produits non alimentaires	111,4	112,1	0,6

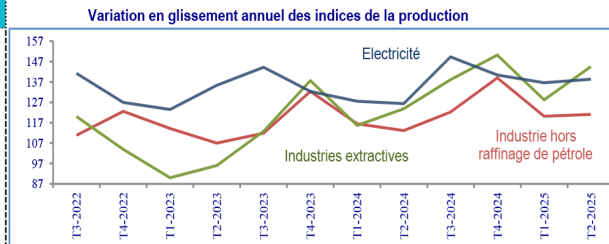
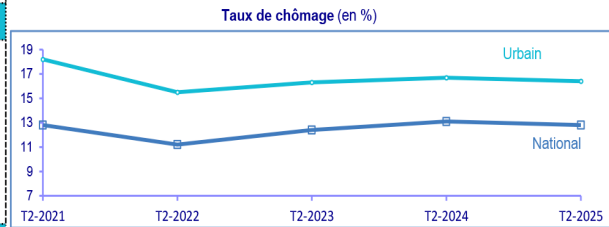
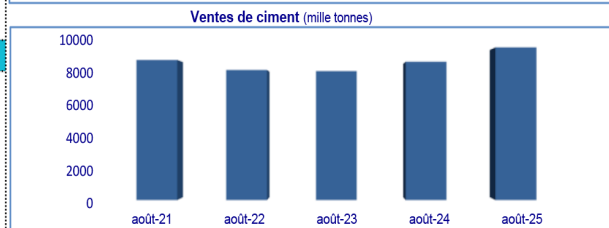
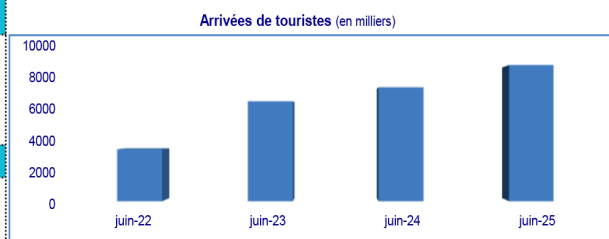
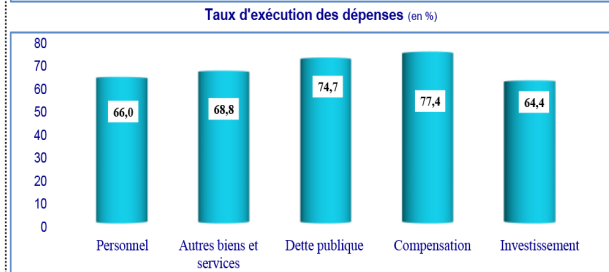
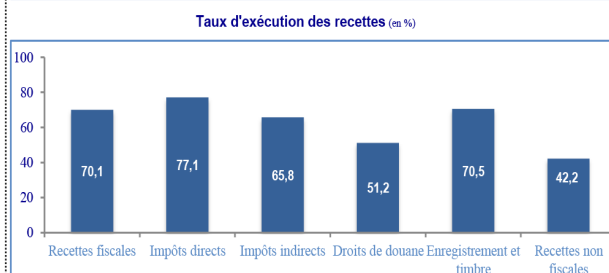
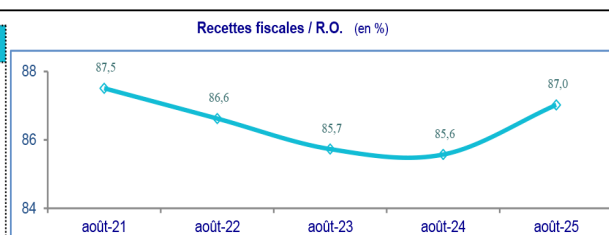
  

Taux de change (en MAD)	août-24	août-25	(%)
Euro	10,75	10,52	-2,11
Dollar américain US\$	9,77	9,04	-7,42



Taux d'intérêt (dernières émissions)	déc-24	août-25	Pb 100
Taux adjudications (52 semaines)	2,527	2,022	-50
(2 ans)	2,615	2,241	-37
(5 ans)	2,914	2,406	-51
(10 ans)	3,240	2,718	-52
(15 ans)	3,525	3,074	-45

Finances publiques (hors TVA des CL)	août-24	août-25	(%)
Recettes ordinaires (R.O) (en millions de Dhs)	227 740	257 753	13,2
Recettes fiscales	194 880	224 302	15,1
Impôts directs	86 014	107 413	24,9
IS	43 733	57 432	31,3
IR	39 648	46 897	18,3
Impôts indirects	82 399	90 651	10,0
TVA	59 707	64 644	8,3
TIC	22 692	26 007	14,6
Droits de douane	12 092	10 907	-9,8
Enregistrement et timbre	14 375	15 331	6,7
Recettes non fiscales	29 594	30 244	2,2
Recettes en provenance des établissements et entreprises publics	8 317	11 796	41,8
Dépenses ordinaires (D.O)	211 567	242 326	14,5
Biens et services	166 653	197 251	18,4
Personnel	106 546	118 929	11,6
Autres biens et services	60 107	78 322	30,3
Dettes publiques	19 948	25 625	28,5
Dettes publiques extérieures	6 844	6 192	-9,5
Compensation	18 122	13 257	-26,8
Investissement	65 448	67 887	3,7
<b>Activités sectorielles</b>	<b>août-24</b>	<b>août-25</b>	<b>(%)</b>
Débarquements de la pêche côtière (en mille tonne)	766	683	-10,9
Débarquements de la pêche côtière (en millions DH)	7416	7368	-0,7
Ventes de ciment (mille tonnes)	8730	9636	10,4
Energie appelée nette (GWh)	25934	27711	6,9
Consommation d'électricité (GWh)	19644	22715	15,6
Chiffre d'affaires à l'exportation de l'OCP (millions Dhs)	45630	55185	20,9
Arrivées de touristes (y compris MRE) (en milliers)	7442	8884	19,4
Nuitées dans les EHC(4) (en milliers)	12687	14333	13,0
Parc global de la téléphonie mobile (milliers)	56932	58751	3,2
Taux de pénétration (%)	152,4	159,5	
Internet	39145	41184	5,2
<b>Emploi</b>	<b>T2-2023</b>	<b>T2-2024</b>	<b>T2-2025</b>
Taux d'activité	44,8	44,2	43,4
Taux de chômage	12,4	13,1	12,8
Urbain	16,3	16,7	16,4
Diplômés	20,8	21,0	20,5
Agés de 15 à 24 ans	46,1	48,8	46,9
<b>Variation des indices de la production (3)</b>	<b>T2-2024</b>	<b>T2-2025</b>	<b>(%)</b>
Mines	123,8	144,6	16,8
Industries manufacturières hors raffinage de pétrole	113,2	121,1	7,0
Produits des industries alimentaires	111,7	121,8	9,0
Fabrication de textiles	71,1	76,3	7,3
Produits de l'industrie automobile	158,1	167,0	5,6
Electricité	126,4	138,3	9,4



(1) Taux de variation, Source HCP  
 (2) Volume des transactions sur le marché central et sur le marché de blocs  
 (3) Indice de la production selon la base 2015  
 (4) EHC : établissements d'hébergement classés  
 \* Chiffres estimés

