

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

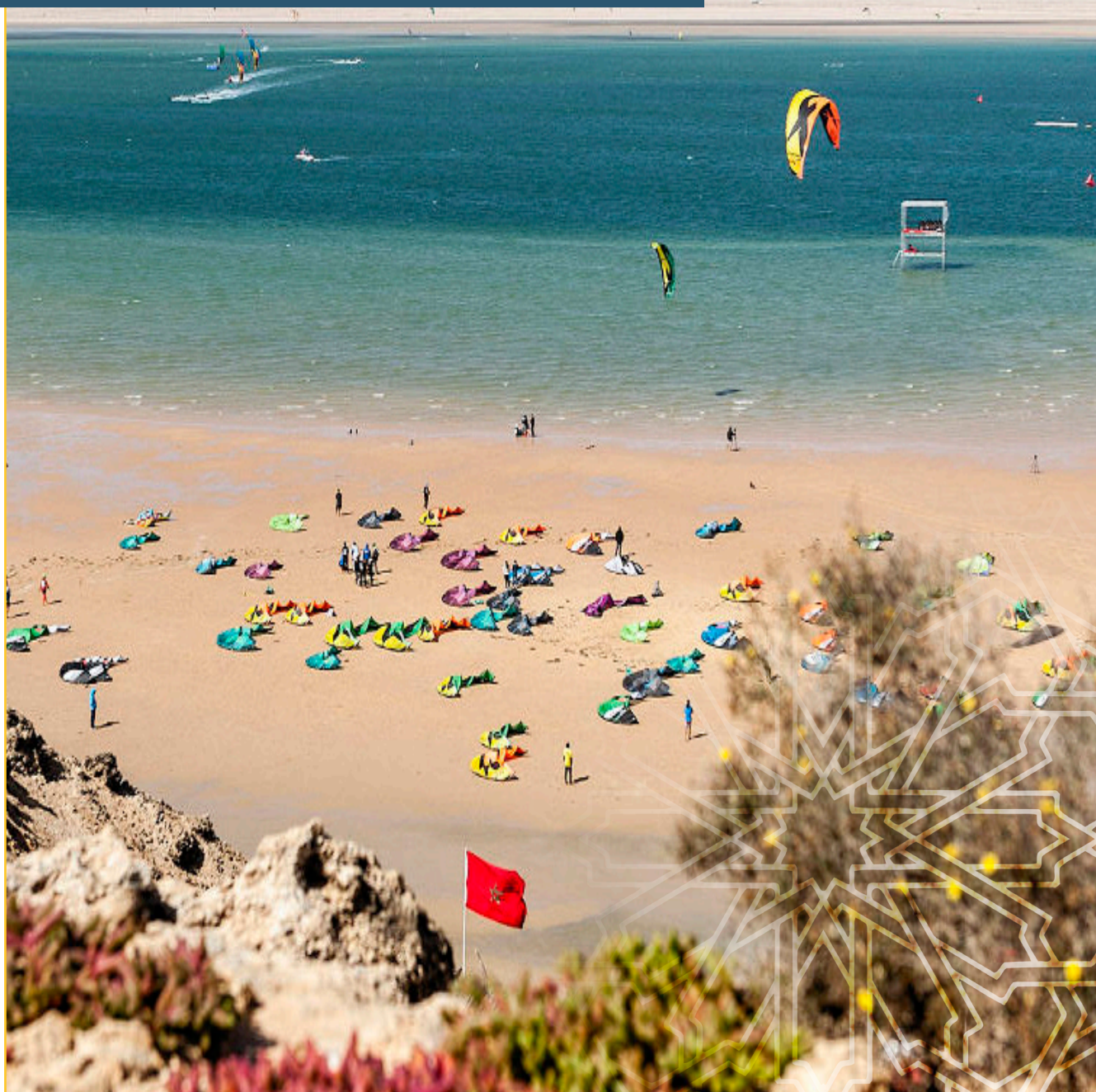
W : depf.finances.gov.ma

T : (+212) 537.67.74.15/16

NOTE DE CONJONCTURE

DIRECTION DES ÉTUDES ET DES PRÉVISIONS FINANCIÈRES

N° 354 / Août 2026



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** : selon le FMI (juillet), la croissance ralentirait à 3,0% en 2026, après 3,5% en 2025, avant de rebondir à 3,4% en 2027, soutenue par l'essor de l'IA. L'inflation remonterait à 4,7% en 2026, sous l'effet de l'énergie et de l'alimentation, avant de refluer à 3,9% en 2027. Portés par l'IA, les États-Unis (+2,3% en 2026 après +2,1% en 2025) résisteraient mieux que la zone euro (+0,9% après +1,4%), le Japon (+0,6% après +1,1%) et le Royaume-Uni (+1,0% après +1,4%). Les émergents ralentiraient à 3,8% après 4,5%, avec des disparités selon leur exposition énergétique et technologique. L'Asie émergente resterait dynamique (+5,0% après +5,6%), menée par la Chine (+4,6% après +5,0%), mieux intégrée au cycle technologique. Les risques, plus équilibrés qu'en avril, restent orientés à la baisse, surtout en cas de persistance des tensions au Moyen-Orient.
- ⇒ **Zone euro** : reprise modérée en 2027 (1,2% après 0,9% en 2026), selon le FMI, tirée par Allemagne (1,0% après 0,7%) et France (0,9% après 0,6%), avec résilience en Espagne (1,8% après 2,1%) et stabilité en Italie (à 0,5%).
- ⇒ **Euro** : à 1,17 dollar le 21 août, soit +2,9% depuis son creux du 28 juillet et -2,3% depuis son pic de fin janvier.
- ⇒ **Pétrole** : 94 dollars le baril de Brent le 21 août, soit +39% depuis début juillet mais -35% depuis son pic d'avril.



Tendances sectorielles



- ⇒ **Secteur primaire** : amélioration significative de la VA du secteur agricole au T1 (+18,4%) ; hausse notable de la production céréalière au titre de la campagne agricole 2025-2026, ainsi que des autres cultures et de l'élevage ; augmentation du volume des débarquements de la pêche côtière et artisanale (+5,2% à fin juillet).
- ⇒ **Secteur secondaire** : évolution favorable de l'activité du secteur manufacturier (TUC : +0,2 point à 77,9% au T2-2026 ; bonne tenue des exportations du secteur) ; poursuite de la baisse de l'activité du secteur minier (production de phosphate brut : -17,4% à fin juin) ; atténuation notable du repli de l'activité du BTP (ventes de ciment : -0,8% à fin juillet) ; évolution positive de la production de l'énergie électrique (+1,6% à fin juin).
- ⇒ **Secteur tertiaire** : poursuite de la consolidation du secteur du tourisme à fin juin (arrivées : +6% ; nuitées : +9% ; recettes voyages : +15,9%) ; évolution favorable du secteur du transport (passagers de l'aérien : +8,8% à fin juin ; trafic portuaire global : +4,3% à fin mars) ; évolution positive du secteur des télécommunications à fin juin (parcs mobile et internet : +0,1% et +1,9% 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 maîtrisée, avec une hausse de l'IPC limitée à 0,3% à fin juillet 2026. Cette dynamique serait également favorisée par la progression, à fin juin, des transferts des MRE (+9,9%) et des crédits à la consommation (+4,5%).
- ⇒ **Maintien de l'effort d'investissement**, stimulé par les grands chantiers structurants et le renforcement des dépenses d'équipement du Budget Général de l'Etat (+13,9% à fin juillet). Il devrait également bénéficier à fin juin des recettes des IDE (+14,4%), des importations des produits finis d'équipement (+21,2%) et des crédits à l'équipement (+32,3%).

1,17

(le 21 août)



Parité euro/dollar

94 \$/baril

(le 21 août)



Brent

90 MQx



Production céréalière

9,4 millions

(+6% à fin juin)



Arrivées touristiques



Echanges extérieurs

- ⇒ Hausse des exportations de 9,7% à fin juin, portée, essentiellement, par l'accroissement des ventes à l'étranger des secteurs de l'automobile (+17,4%), de l'agriculture et agroalimentaire (+5,7%) et de l'aéronautique (+19,3%).
- ⇒ Augmentation des importations de 15,3% à fin juin, tirée par l'ensemble des groupes de produits, notamment, les produits finis d'équipement (+21,2%), les produits énergétiques (+28,9%) et les produits finis de consommation (+14,2%).
- ⇒ Hausse du déficit commercial de 23,5% et repli du taux de couverture de 2,8 points, se situant à 56,8% à fin juin.
- ⇒ Avoirs Officiels de Réserve : couverture de 5 mois et 27 jours d'importations de biens et services à fin juin.



Finances publiques

- ⇒ Allègement du déficit budgétaire de 7,7% ou de 4,2 milliards de dirhams pour s'établir à 50,5 milliards à fin juillet 2026, résultant, particulièrement, d'une hausse des recettes (+12,5% ou +28,2 milliards de dirhams), plus importante que celle des dépenses globales (+8,5% ou +23,9 milliards de dirhams).



Financement de l'Economie

- ⇒ Accélération de la croissance des crédits bancaires à +10,9% à fin juin 2026 après +5,7% l'année précédente, évolution qui a concerné tant les crédits au secteur financier (+15,2% après +13,3% à fin juin 2025), que les crédits au secteur non financier (+9,9% après +4,2% à fin juin 2025), dont les crédits aux sociétés non financières (+9,5% après +3,8%) et les crédits aux ménages (+3,4% après +2,6%).
- ⇒ Repli des indices MASI et MASI 20 pour le deuxième mois consécutif à fin juillet 2026, soit respectivement -2,1% et -1,5% par rapport à fin juin 2026, creusant leur contre-performance par rapport à fin décembre 2025 à -5,3% et -11,3% après -3,3% et -10% à fin juin 2026.

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

+17,4%
(fin juin)



Exportations automobile

+28,9%
(fin juin)



Facture
énergétique

+10,9%
(fin juin)



Crédits bancaires

-5,3% et -11,3%
(fin juil-26/fin déc-25)



MASI et MASI 20



ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

1. ECONOMIES AVANCEES

États-Unis : l'activité résiste grâce à la tech, mais l'emploi s'essouffle et la confiance baisse

2,3%
(en 2026)



USA

Croissance économique

56,0
(en août)



USA

Indice PMI composite

4,1%
(en juillet)



USA

Taux de chômage

3,4%
(en juillet)

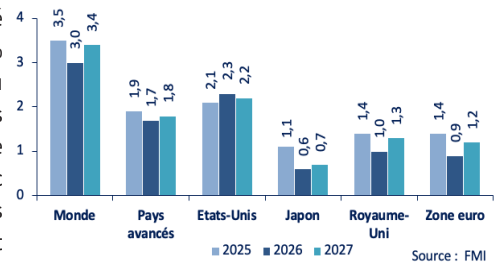


USA

Taux d'inflation

L'économie américaine ralentit mais reste résiliente : le PIB n'a progressé que de 1,5% au T2 et l'emploi a reculé de 23k en juillet. Le FMI maintient sa prévision à +2,3% pour 2026 puis +2,2% en 2027, dans un contexte soutenu par la politique budgétaire, des conditions financières favorables et l'investissement technologique ; le statut d'exportateur net d'énergie amortit le choc géopolitique. L'inflation a reflué à 3,4% en juillet, mais reste au-dessus de la cible, tandis que la Fed maintient ses taux à 3,50-3,75 %.

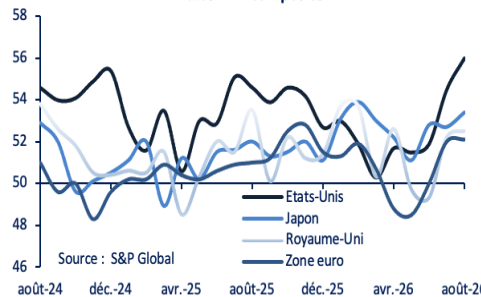
Pays avancés : croissance du PIB (en %)



Source : FMI

Au T2, le PIB a ralenti à 1,5% en rythme annualisé, après 2,1% au T1. La consommation a accéléré (3,2% après 0,5%) et l'investissement est resté soutenu, mais le commerce extérieur, les stocks et les dépenses publiques ont pesé. Le GDPNow estime la croissance du T3 à 4,0%, malgré des risques inflationnistes et financiers.

Indice PMI composite



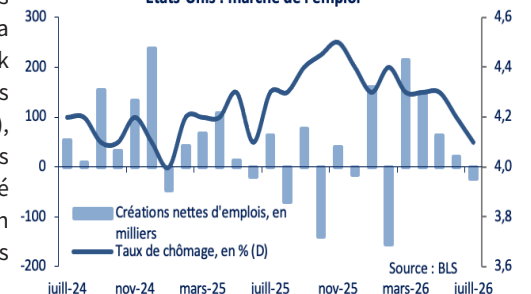
Source : S&P Global

Les données récentes restent contrastées. En août, le PMI composite flash S&P Global a grimpé à 56,0 (54,5 en juillet), au plus haut depuis avril 2022, porté par les services (56,8 après 54,6), tandis que le manufacturier a ralenti (53,2 après 53,9). La demande, l'emploi et la confiance se raffermissent, mais les délais d'approvisionnement s'allongent et les coûts d'intrants restent élevés. En juillet, la production industrielle n'a progressé que de 0,2% (m/m), et les ventes au détail ont reculé de 0,6%.

La confiance des ménages (Michigan) a reculé à 51,0 en août (55,2 en juillet), sous l'effet d'anticipations plus sombres sur l'activité. Les attentes d'inflation à un an ont légèrement remonté à 4,3% (4,2%).

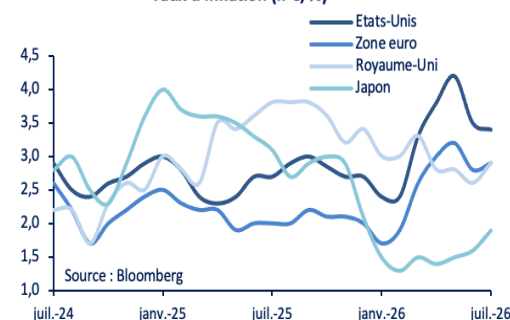
Le marché du travail montre des signes d'essoufflement. En juillet, l'emploi non agricole a baissé de 23k, après seulement +20k en juin et +63k en mai, révisés en forte baisse (-103k cumulés). Les pertes ont touché l'éducation publique locale (-50k), le commerce de détail (-19k) et la finance (-14k), tandis que la santé a créé 22k postes. Le chômage a baissé à 4,1%, mais surtout grâce au repli de la population active : le taux d'activité est tombé à 61,4%, au plus bas depuis début 2021.

Etats-Unis : marché de l'emploi



Source : BLS

Taux d'inflation (IPC, %)



Source : Bloomberg

La Fed a maintenu en juillet son taux directeur à 3,50-3,75 % pour une cinquième réunion consécutive. Trois membres ont toutefois voté pour une hausse de 25 pb, signalant un biais plus restrictif sans préjuger septembre. Les marchés ont réduit la probabilité d'une hausse en septembre à ~35%. L'IPC a ralenti à 3,4% sur un an (après 3,5% en juin) et le sous-jacent à 2,5% (2,6%). L'énergie a reculé de 1,5% m/m, mais reste en hausse de 14,7% a/a. La Fed juge l'activité solide, dans un contexte d'incertitude élevée.

Zone euro : reprise graduelle et emploi résilient, mais fragilités et incertitudes persistantes

0,9%

(en 2026)



Zone euro

Croissance économique

1,2%

(en 2027)



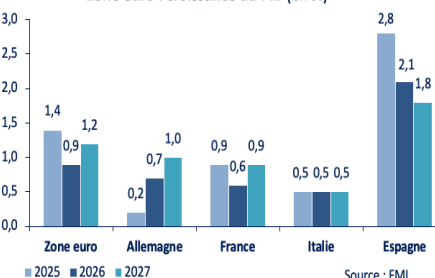
Zone euro

Croissance économique

La conjoncture économique s'est légèrement raffermie au deuxième trimestre 2026 : le PIB de la zone euro a progressé de 0,4%, après une stagnation au T1. Le PMI composite a rebondi à 52,1 en août, au plus haut depuis neuf mois, signalant un regain d'activité au T3. La reprise reste toutefois modérée, avec un regain désormais surtout porté par l'industrie, tandis que les services progressent modestement et que la confiance reste fragile.

Le FMI reste toutefois prudent : il prévoit une croissance modérée de 0,9% en 2026 (soit -0,2 point vs avril), puis de 1,2% en 2027. Cette révision reflète l'acquis défavorable du T1, lié largement à l'Irlande, mais aussi la faiblesse de la confiance, le coût élevé de l'énergie et les risques géopolitiques. L'enquête trimestrielle de la BCE auprès des prévisionnistes professionnels (SPF, T3 2026), publiée le 24 juillet, est plus prudente : elle prévoit +0,6% en 2026 et +1,2% en 2027, confirmant une reprise graduelle.

Zone euro : croissance du PIB (en %)



La demande intérieure demeure le principal moteur de l'activité. La consommation reste portée par un marché du travail résilient, mais la hausse de l'énergie érode les revenus réels. L'incertitude, les marges sous pression et le durcissement des conditions financières freinent l'investissement privé, tandis que les dépenses d'infrastructure, de défense et de numérisation apportent un soutien public, notamment en Allemagne. La zone euro profite toutefois moins que les États-Unis et l'Asie du cycle mondial d'investissement lié à l'IA.

Les perspectives restent fragiles. L'apaisement de juin a été suivi d'un regain de tensions au Moyen-Orient, maintenant les prix de l'énergie élevés et les risques d'escalade importants. Les frictions commerciales¹, la faible productivité, les coûts énergétiques élevés, le vieillissement démographique et la fragmentation du marché unique continuent de limiter la croissance potentielle. Une intégration européenne accrue, des investissements énergétiques et numériques et la réduction des obstacles administratifs seraient nécessaires pour la renforcer.

Après avoir relevé en juin ses taux de 25 points de base, portant le taux de dépôt à 2,25%, la BCE les a maintenus inchangés en juillet, dans un contexte d'incertitude élevée sur l'impact du choc énergétique. Elle prévoit une inflation moyenne de 3,0% en 2026, de 2,3% en 2027 puis de 2,0% en 2028, et conserve une approche dépendante des données, sans s'engager sur la trajectoire future des taux. Sur le plan budgétaire, l'orientation devrait être légèrement expansionniste en 2026, puis globalement neutre en 2027 à politique inchangée. Le RRF et les dépenses publiques, notamment de défense, soutiennent l'activité en 2026, tandis que son extinction pèsera en 2027.

Les perspectives nationales restent contrastées. Selon le FMI, l'Allemagne progresserait de 0,7% en 2026 puis de 1,0% en 2027 (après 0,2% en 2025), soutenue par la relance des dépenses d'infrastructure et de défense, mais freinée par ses fragilités industrielles. La France resterait peu dynamique, à 0,6% puis 0,9%, tandis que l'Italie ne croîtrait que de 0,5% par an. L'Espagne resterait la principale locomotive de la zone, avec une croissance de 2,1% en 2026 puis de 1,8% en 2027. Sa résilience repose sur la demande intérieure, l'emploi, les investissements européens et le tourisme, dont la contribution tend toutefois à se normaliser.

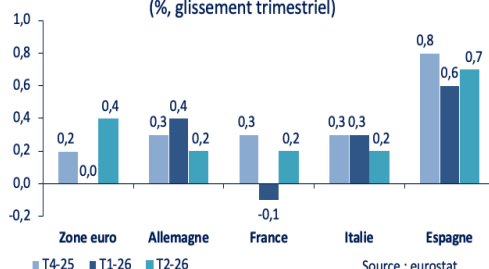
¹ La mise en œuvre tarifaire de l'accord commercial UE-États-Unis a été approuvée par le Parlement européen en juin 2026 puis définitivement adoptée par le Conseil le 25 juin, avec application des concessions européennes depuis le 1er juillet. L'UE accepte de supprimer ses droits sur la plupart des produits industriels américains et d'ouvrir davantage son marché à certains produits agricoles et de la mer, tandis que Washington plafonne à 15% les droits sur la majorité des exportations européennes. L'accord apporte de la visibilité aux entreprises, mais reste jugé déséquilibré et fragile.

0,4%

(au T2-2026)

**Zone euro**

Croissance économique

Zone euro : croissance du PIB
(%, glissement trimestriel)

Au T2 2026, le PIB de la zone euro a rebondi de 0,4% t/t, après stagnation au T1, sa meilleure performance depuis début 2025. Sur un an, la croissance a accéléré à 1,0% (0,5% au T1). L'Espagne est restée la plus dynamique (+0,7% t/t), tandis que la France a renoué avec la croissance (+0,2%) et que l'Allemagne comme l'Italie n'ont progressé que de 0,2%. L'Irlande a rebondi de 3,9% après -7,0% au T1. L'emploi a aussi augmenté de 0,1%, confirmant la résilience du marché du travail. La reprise demeure toutefois fragile et inégale.

Le rebond irlandais et la résistance de la demande intérieure ont soutenu l'activité. Les investissements dans le numérique et l'IA, ainsi que les dépenses publiques d'infrastructure et de défense, notamment en Allemagne, constituent également des soutiens croissants, amortissant l'impact du conflit autour d'Ormuz et des coûts énergétiques.

Les signaux conjoncturels s'améliorent, mais les risques énergétiques, commerciaux et financiers restent élevés.

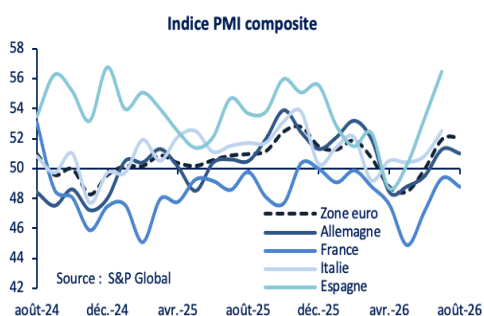
52,1

(en août)

**Zone euro**

Indice PMI composite

La reprise de la zone euro se confirme en août : PMI composite flash à 52,1 (52,0 en juillet), plus haut de neuf mois, porté par l'industrie (52,8 après 51,9), tandis que le PMI des services se maintient à 51,7. La production manufacturière croît au plus vite depuis 4½ ans, les commandes et exportations repartent et l'emploi augmente. Toutefois, la reprise reste inégale : l'Allemagne demeure en expansion (51,0 après 51,3) tandis que la contraction s'accroît en France (48,8 après 49,4), pénalisée par le repli des services².



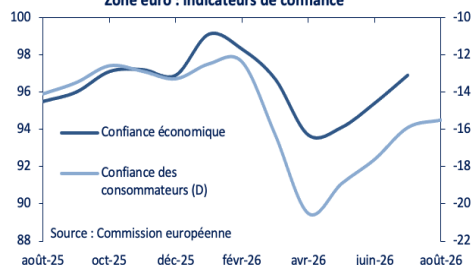
En juin, la production industrielle de la zone euro a stagné sur un mois, après +0,3% en mai, et légèrement progressé sur un an (+0,1%). La hausse des biens non durables (+3,0% m/m) et de l'énergie (+1,5%) a compensé le recul des biens intermédiaires (-0,8%) et d'équipement (-1,4%). À l'inverse, les ventes au détail ont reculé de 0,3% sur un mois (après +0,4% en mai) et leur hausse annuelle a ralenti à 0,7% (après +1,9%), son plus faible rythme depuis juillet 2024, malgré le rebond des carburants (+1,5%).

+1,5 point

(en juillet)

**Zone euro**

Indice de confiance économique

Zone euro : indicateurs de confiance

Le sentiment économique s'est encore amélioré en juillet : l'ESI³ pour la zone euro a gagné 1,5 point à 96,9, son plus haut depuis février, tout en restant sous sa moyenne de long terme. La confiance s'est redressée dans l'industrie (+1,4 pt) et les services (+0,5), tandis que les anticipations d'emploi (EEI) ont nettement progressé (+3,5 pts à 97,2). L'amélioration est générale parmi les grands pays : France (+2,4), Allemagne (+1,1), Espagne (+0,8) et Italie (+0,4). Le moral des ménages poursuit aussi son redressement (+1,7 pt en juillet)⁴.

² En juillet, l'Espagne a accéléré (PMI composite à 56,5 après 53,3 en juin), suivie de l'Italie (52,5 après 50,8), l'Allemagne est repassée en expansion (51,3 après 49,5), tandis que la contraction s'est atténuée en France (49,4 après 47,2).

³ L'indicateur du climat économique (ESI pour Economic Sentiment Indicator), publié par la Commission européenne, mesure la confiance des entreprises et des consommateurs.

⁴ La confiance des ménages a progressé pour le 4e mois consécutif en août (+0,4 pt à -15,5), sans toutefois effacer les pertes enregistrées depuis février et en restant sous sa moyenne de long terme.

Par ailleurs, le ZEW de la zone euro a progressé à 31,4 en août (après 23,4 en juillet), son plus haut depuis six mois. L'évaluation de la situation courante s'est également redressée. En Allemagne, le ZEW a atteint 34,2 (après 26,3), tandis que l'indice de situation courante s'est amélioré à -61,1 (après -77,6).

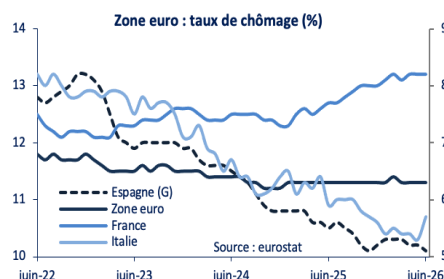
6,3%

(en juin)



Zone euro

Taux de chômage



Le marché du travail de la zone euro reste résilient malgré un environnement encore incertain. En juin, le chômage s'est maintenu à 6,3%, proche de son plancher historique, malgré 71k chômeurs supplémentaires (11,13 millions). Le chômage des jeunes a reculé à 14,8%. Les écarts restent marqués : Espagne 10,1% (-0,1 pt m/m), France 8,2% (stable), Italie 5,7% (+0,4) et Allemagne 3,9% (+0,1). Au T2, l'emploi dans la zone a progressé de 0,1% t/t et de 0,5% a/a, parallèlement à un PIB en hausse de 0,4% t/t.

Selon l'OCDE (juin), le taux de chômage de la zone euro devrait se stabiliser à 6,4% en 2026 avant de refluer à 6,3% en 2027. Malgré le choc énergétique et les conditions financières restrictives qui modèrent les embauches et les salaires, les pénuries structurelles de main-d'œuvre continuent de soutenir l'emploi.

2,9%

(en juillet)



Zone euro

Taux d'inflation

L'inflation de la zone euro est remontée en juillet (à 2,9% après 2,8% en juin), toujours au-dessus de la cible de la BCE. L'énergie a réaccélééré (10,3% après 8,5%), comme les services (3,3% après 3,2%), tandis que l'alimentation a ralenti (1,2% après 1,5%). L'inflation sous-jacente est aussi remontée (2,5% après 2,4%). L'IPC a augmenté en Allemagne (2,8% après 2,4%), France (2,4% après 2,0%) et Espagne (3,9% après 3,6%), mais reculé en Italie (2,9% après 3,0%).

Les projections de juin de la BCE restent les dernières disponibles : inflation moyenne attendue à 3,0% en 2026, 2,3% en 2027 et 2,0% en 2028. Les prévisionnistes interrogés par la BCE sont toutefois moins pessimistes (2,7%, 2,2% et 2,0% respectivement). La détente salariale limite les effets de second tour, mais la volatilité énergétique maintient les risques inflationnistes orientés à la hausse.

+25 pb

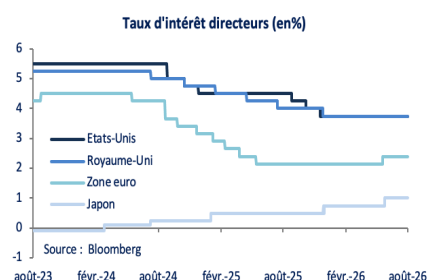
(en juin)



Zone euro

Taux d'intérêt directeur

Dans ce contexte, la BCE a maintenu ses taux inchangés en juillet, après la hausse de 25 pb de juin : dépôt à 2,25%, refinancement à 2,40% et prêt marginal à 2,65%. Le rebond de l'inflation, tiré par l'énergie, justifie la prudence, même si la modération des salaires, de l'activité et des anticipations réduit l'urgence d'un nouveau resserrement. La BCE surveille les effets indirects du choc énergétique et conserve une approche dépendante des données, réunion par réunion, sans trajectoire prédéfinie.



Néanmoins, les marchés intègrent largement une hausse de 25 pb en septembre, portant le taux de dépôt à 2,50%. Ils anticipent ensuite un resserrement graduel, avec un taux de dépôt proche de 3% d'ici fin 2027.

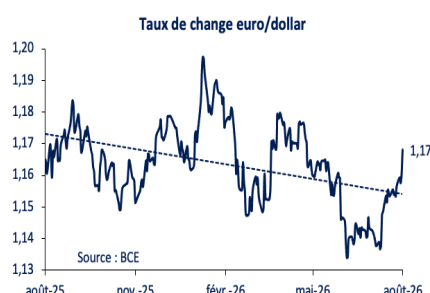
1,17

(le 21 août)



Zone euro

Parité euro/dollar



Sur le marché des changes, l'euro s'est hissé à 1,170 dollar le 21 août, un plus haut depuis trois mois, en hausse de 2,9% depuis son creux du 28 juillet. Il bénéficie de l'amélioration des PMI de la zone euro et surtout du repli du dollar, pénalisé par la baisse des anticipations de hausse rapide des taux de la Fed et les inquiétudes liées au programme accru de rachats de dette du Trésor américain. La fermeté du pétrole et les tensions au Moyen-Orient continuent toutefois de limiter son potentiel d'appréciation.

0,6%

(en 2026)

**Japon**

Croissance économique

1,1% annualisé

(au T2-2026)

**Japon**

Croissance économique

53,4

(en août)

**Japon**

Indice PMI composite flash

2,95%

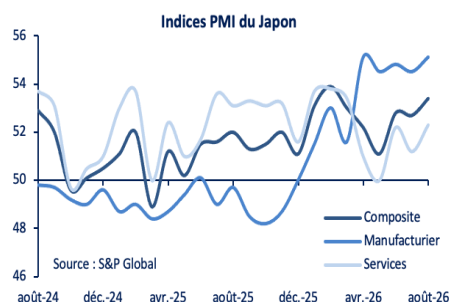
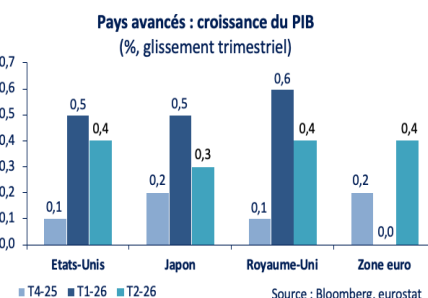
(le 18 août)

**Japon**Taux obligataire (JGB)
à 10 ans

Japon : croissance résiliente face à la remontée des taux, au yen faible et au choc énergétique

L'économie japonaise reste résiliente, mais vulnérable au choc énergétique, à la faiblesse du yen et au durcissement des conditions financières. Le FMI prévoit une croissance de 0,6% en 2026, après 1,1% en 2025, puis 0,7% en 2027. Les mesures budgétaires, les salaires et les profits élevés soutiennent la demande intérieure, mais la dépendance énergétique et la dette publique très élevée demeurent des fragilités majeures.

Au T2 2026, le PIB japonais a progressé de 0,3% t/t (+1,1% annualisé), après +0,5% t/t (+1,9% annualisé) au T1. La demande intérieure a retranché 0,2 point à la croissance : la consommation a stagné et l'investissement des entreprises a reculé de 1,2%. À l'inverse, le commerce extérieur a apporté 0,5 point, grâce à la hausse des exportations et au recul des importations. La croissance reste donc positive, mais vulnérable au choc énergétique et à la faiblesse de la demande intérieure.



Les indicateurs restent contrastés. En juin, la production industrielle a bondi de 1,9% m/m (+4,9% a/a), tandis que les ventes au détail ont chuté de 4,1% m/m et ralenti à +0,5% a/a. En août, le PMI composite flash (53,4 après 52,7 en juillet) montre une expansion, portée par l'industrie (55,1 après 54,5) et la résilience des services (52,3 après 51,2). Les nouvelles commandes manufacturières ont crû au plus vite depuis 2018 et l'emploi a accéléré, signalant un regain d'activité au T3 malgré des coûts d'intrants élevés.

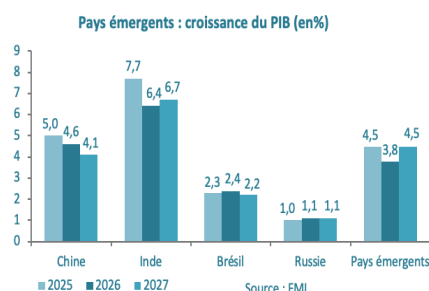
Le soutien budgétaire et les aides énergétiques amortissent le choc à court terme, mais la remontée des taux longs accentue les contraintes sur des finances publiques déjà fragiles. Le JGB à 10 ans a atteint près de 2,95% le 18 août, un sommet depuis septembre 1996. Le ministère des Finances envisage ainsi un taux de 3,8% pour calculer le service de la dette dans le prochain budget, contre 3,0% actuellement. Le FMI préconise un assainissement graduel préservant l'investissement productif.

L'inflation a rebondi en juillet : l'IPC global a atteint 1,9% (après 1,6% en juin), l'indice hors produits frais 1,8% (après 1,6%) et celui hors produits frais et énergie 1,9% (après 1,7%). La réduction des aides énergétiques, le pétrole et le yen faible alimentent les risques haussiers. Le FMI prévoit une inflation de 2,3% en 2026 puis 2,5% en 2027 ; la BoJ table, pour sa part, sur 2,5%, 2,4% et 2,0% respectivement sur les exercices 2026, 2027 et 2028.

Dans ce contexte, la BoJ a maintenu son taux à 1,0% en juillet, après la hausse de 25 pb de juin. La décision a été prise par 8 voix contre 1, Hajime Takata plaçant pour 1,25%. La banque réaffirme qu'elle poursuivra graduellement ses hausses si son scénario se confirme, tandis qu'un nouveau relèvement dès septembre est désormais largement anticipé par les marchés (probabilité autour de 70-80%). Le yen reste faible, autour de 159 pour un dollar le 21 août, sous l'effet des écarts de taux, des risques budgétaires et de la facture énergétique.

2. ÉCONOMIES EMERGENTES

Chine : croissance déséquilibrée, avec une demande intérieure fragile et des exportations fortes



L'économie chinoise ralentit, tout en conservant de puissants relais industriels et extérieurs. Après une croissance de 5,0% en 2025, le FMI (juillet) prévoit 4,6% en 2026 puis 4,1% en 2027, soit des révisions respectives de +0,2 et +0,1 point depuis avril. La demande intérieure reste fragile, pénalisée par l'ajustement immobilier, le chômage des jeunes, et la faible confiance des ménages. L'essor technologique et les mesures publiques soutiennent l'activité, mais la hausse des coûts énergétiques, l'incertitude et les fragilités structurelles continuent de peser.

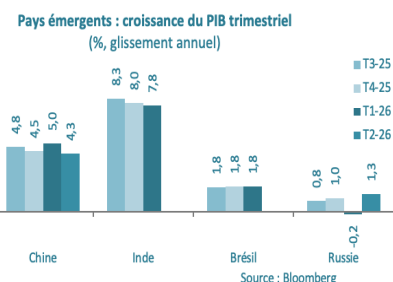
La reprise demeure très déséquilibrée. Au premier semestre 2026, le PIB a progressé de 4,7% sur un an.



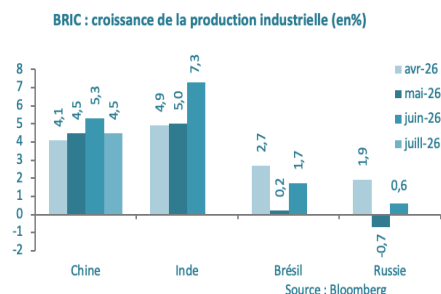
Toutefois, la croissance a ralenti, passant de 5,0% au T1 à 4,3% au T2, son plus bas depuis fin 2022.

En variation trimestrielle, la croissance est passée de 1,3% à 0,9%, au plus bas depuis deux ans.

L'industrie et les services ont résisté, tandis que la consommation, l'investissement privé et l'immobilier sont restés faibles, illustrant le décalage entre une offre solide et une demande intérieure insuffisante.



Sur les sept premiers mois, la production industrielle a progressé de 5,3%, tandis que les ventes au détail n'ont augmenté que de 1,2% (+2,7% hors automobile). L'investissement fixe a accentué son recul à -6,7%, dont -9,4% pour l'investissement privé. L'immobilier reste le principal frein : l'investissement a chuté de 19,2% et la valeur des ventes de biens immobiliers neufs de 13,1%. Les investissements de haute technologie (+5,0%) et dans la propriété intellectuelle (+9,1%) restent toutefois dynamiques.



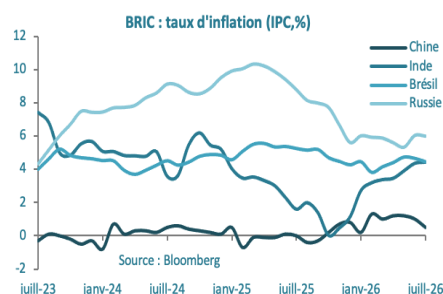
Les données de juillet confirment le ralentissement. La production industrielle s'est modérée (+4,5% sur un an après +5,3% en juin) et les ventes au détail ont freiné (+0,6% après +1,0%). L'activité privée s'est essouffée, comme le montre le PMI composite (50,8 après 53,6) : services (50,4 après 54,1), manufacturier (50,9 après 51,7). Les enquêtes officielles sont plus faibles encore, avec les PMI manufacturier et non manufacturier sous 50 (soit 49,2 et 49,0), signalant une perte de dynamisme de la demande intérieure.

Le commerce extérieur demeure un soutien majeur. En juillet, les exportations chinoises exprimées en dollars ont bondi de 23,9% sur un an (après +27,0% en juin), et les importations de 27,5% (après +36,0%), portant l'excédent commercial à 112,5 milliards de dollars. La demande mondiale liée à l'IA reste un moteur majeur, les exportations de semi-conducteurs ayant presque doublé en valeur. Cette vigueur compense partiellement la faiblesse intérieure, mais accroît l'exposition de la Chine aux tensions commerciales et aux mesures protectionnistes.

0,5%
(en juillet)



Chine
Taux d'inflation



L'inflation reste faible du côté des consommateurs, tandis que les prix à la production ralentissent, mais les coûts d'achat industriels restent élevés. En juillet, l'IPC a ralenti à +0,5% sur un an (après +1,0% en juin) : prix alimentaires (-1,5% après -1,6%), inflation sous-jacente (0,9% après 1,0%). Les prix à la production ont décéléré sur un an (+3,5% après +4,1%) mais reculé sur un mois (-0,7%). Les prix d'achat des producteurs restent toutefois élevés (+5,5% a/a), maintenant une pression sur les marges.

Pékin maintient pour 2026 une cible de croissance de 4,5 à 5%, une inflation proche de 2% et plus de 12 millions de créations d'emplois urbains. Le déficit budgétaire, porté à environ 4% du PIB, finance le soutien à la consommation, aux collectivités et aux secteurs stratégiques. Face au ralentissement, les autorités ont promis fin juillet d'accélérer les dépenses budgétaires et de renforcer la demande intérieure, en privilégiant des mesures additionnelles ciblées plutôt qu'un plan de relance massif. La PBoC reste accommodante mais prudente : en août, elle a maintenu pour le 15e mois consécutif les LPR à 3,0% à un an et 3,5% à cinq ans, tandis que les autorités privilégient désormais davantage l'accélération du soutien budgétaire.

À moyen terme, le principal défi reste le rééquilibrage vers la consommation. Le vieillissement, l'ajustement immobilier, l'endettement local et la faiblesse de la confiance favorisent l'épargne de précaution, tandis que la stratégie publique demeure centrée sur l'industrie, l'IA, le numérique et les infrastructures. La poursuite du recul des prix immobiliers en juillet (-0,1% m/m ; -3,2% a/a) et la faiblesse du crédit montrent que ce rééquilibrage reste difficile malgré les mesures de soutien. Le FMI recommande de renforcer la protection sociale et la demande intérieure, tout en maîtrisant les surcapacités et en poursuivant la transition énergétique.

Inde : moteur interne solide, mais pressions externes persistantes

6,4%
(en 2026)



Inde
Croissance économique

54,6
(en août)



Inde
Indice PMI composite

4,5%
(en juillet)



Inde
Taux d'inflation

95,7
(le 21 août)



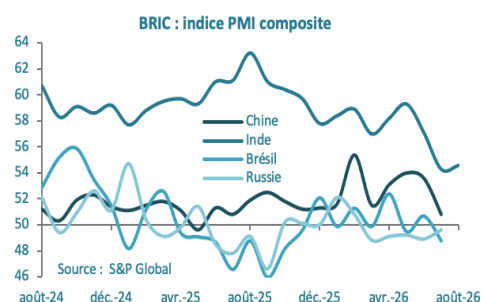
Inde
Parité USD/INR

L'économie indienne conserve une dynamique robuste malgré un environnement mondial plus incertain. Selon le MoSPI, le PIB réel a progressé de 7,7% durant l'exercice 2025/26, porté par la consommation, l'investissement et les services. Le FMI (juillet) prévoit un ralentissement à 6,4% en 2026/27, soit 0,1 point de moins qu'en avril, puis une accélération à 6,7% en 2027/28 (+0,2 point), soutenue par la consommation privée et les services. L'Inde resterait ainsi l'une des grandes économies les plus dynamiques, malgré sa forte exposition au pétrole et aux tensions géopolitiques.

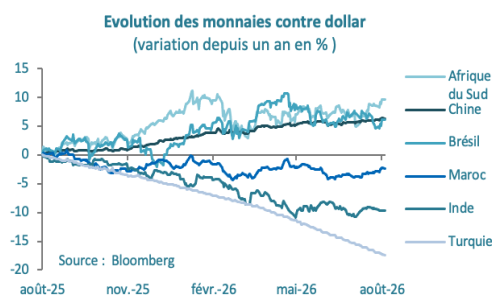
Le policy mix devient plus prudent. En août, la RBI a maintenu à l'unanimité son taux repo à 5,25% et sa posture neutre. Elle a toutefois relevé légèrement sa prévision de croissance 2026/27 à 6,7% (6,6% en juin) et abaissé celle d'inflation à 5,0% (5,1%), ainsi que l'inflation sous-jacente attendue à 4,3% (4,7%). Les minutes indiquent qu'une hausse pourrait devenir nécessaire si les pressions inflationnistes, notamment énergétiques et alimentaires, se généralisent. Le gouvernement poursuit parallèlement la consolidation budgétaire, avec un déficit visé à 4,3% du PIB, tout en préservant l'investissement public.

Les indicateurs récents signalent une activité toujours solide, mais plus contrastée.

La production industrielle a bondi de 7,3% sur un an en juin (après +5,0% en mai), son meilleur rythme depuis près de deux ans, portée par le manufacturier (+7,8% après +5,2%) et l'électricité (+10,6% après +10,3%). En juillet, les infrastructures ont encore progressé (+5,4% après +6,0%). En août, le PMI composite flash s'est redressé (à 54,6 après 54,3 en juillet), grâce aux services (54,5 après 53,3), tandis que le manufacturier a ralenti (52,9 après 53,5), son plus bas depuis 2021. L'emploi global accélère.



L'inflation a poursuivi sa hausse à 4,45% en juillet (après 4,38% en juin), son plus haut depuis décembre 2024. L'alimentation (+5,5%) et les transports (+4,4%) concentrent les pressions, sous l'effet du pétrole et des aléas climatiques. Elle reste néanmoins dans la fourchette de tolérance de 2-6% de la RBI. La banque centrale (RBI) tempore donc, mais surveille le risque d'une diffusion des tensions aux prix sous-jacents et aux anticipations.



La roupie, tombée à un plus bas historique proche de 97 INR/USD le 20 mai, s'est stabilisée autour de 95,7 INR/USD le 21 août. Les interventions soutenues de la RBI et la faiblesse du dollar amortissent la pression du pétrole et de la demande de couverture des importateurs. Les mesures de juin ont attiré près de 57 Mds USD, portant les réserves de change à près de 717 Mds USD mi-août, un plus haut de six mois. La RBI devrait continuer de limiter la volatilité, les risques restant orientés à la baisse pour la roupie.

L'Inde dispose d'atouts structurels majeurs. Elle bénéficie d'une population jeune, d'un marché intérieur profond, d'infrastructures numériques avancées et d'une attractivité manufacturière croissante. Les dispositifs PLI, les investissements dans les semi-conducteurs et les accords commerciaux renforcent ce potentiel. Le principal défi reste de convertir ces atouts en gains durables de productivité et en emplois de qualité, grâce à la formation, à une participation accrue des femmes et à de meilleures infrastructures logistiques.

2,4%
(en 2026)



Brésil

Croissance économique

48,8
(en juillet)



Brésil

Indice PMI composite

4,4%
(en juillet)



Brésil

Taux d'inflation

-25 pb
(début août)



Brésil

Taux d'intérêt directeur

Brésil : résilience économique, assouplissement prudent et dette élevée

L'économie brésilienne fait preuve d'une résilience inattendue dans un environnement extérieur incertain. Le FMI (juillet) a nettement relevé sa prévision de croissance pour 2026, à 2,4% (contre 1,9% en avril), après 2,3% en 2025. Cette révision reflète une agriculture dynamique, une consommation privée robuste, le soutien budgétaire et le statut d'exportateur net d'énergie du pays. Malgré quatre baisses consécutives, le taux Selic reste très élevé, à 14,00%, pesant sur le crédit et l'investissement.

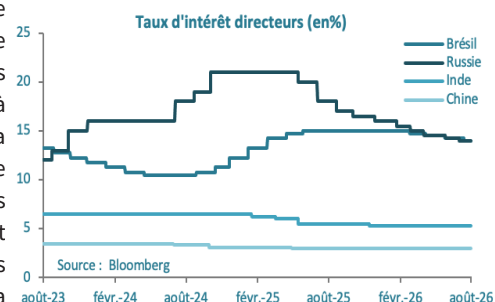
Le FMI prévoit désormais une croissance de 2,2% en 2027 (contre 2,0% en avril), à mesure que la désinflation permettrait un assouplissement monétaire plus marqué. Il souligne toutefois que les risques restent orientés à la baisse, la résilience actuelle reposant en partie sur des facteurs temporaires. Le pays bénéficie de réserves de change importantes et d'une faible dette en devises, mais sa dette publique brute a atteint 81,9% du PIB en juin, accentuant la vulnérabilité budgétaire.

Les indicateurs récents restent contrastés. Au T1, le PIB a rebondi de 1,1% t/t (après +0,3% au T4 2025), porté par la consommation, l'investissement et l'agriculture. En juin, la production industrielle a chuté de 1,8% m/m, deuxième recul consécutif, tout en restant en hausse de 1,7% a/a et de 1,5% au S1. Les ventes au détail ont, à l'inverse, progressé de 0,5% m/m et de 2,9% a/a, confirmant une consommation encore résiliente.

L'activité privée s'est de nouveau contractée en juillet : le PMI composite est retombé en zone de contraction (à 48,8 après 50,7 en juin), avec un repli conjugué des services (49,7 après 51,3) et du secteur manufacturier (47,5 après 50,8), sur fond de recul des commandes et de l'emploi. Le marché du travail reste néanmoins exceptionnellement solide : le chômage est revenu à 5,4% au T2, contre 6,1% au T1, son plus bas niveau pour un deuxième trimestre depuis le début de la série en 2012, tandis que l'emploi a atteint un record de 103,1 millions de personnes, soutenant toujours la consommation.

L'inflation a poursuivi son reflux en juillet, à 4,4% sur un an après 4,6% en juin, réintégrant de justesse la bande de tolérance de 1,5-4,5 % autour de la cible de 3%. La baisse des prix alimentaires et la modération des carburants ont contribué au ralentissement. Les anticipations d'inflation restent toutefois élevées, à 5,0% pour 2026 et 4,2% pour 2027.

Dans ce contexte, la BCB a abaissé début août son taux Selic de 25 pb à 14,00%, quatrième baisse consécutive, tout en soulignant que la politique doit rester restrictive et que les risques inflationnistes restent asymétriques à la hausse. La trajectoire budgétaire demeure la principale vulnérabilité : la hausse de la dette et des dépenses obligatoires limite les marges de manœuvre, même si le gouvernement réaffirme sa volonté de contenir les dépenses et de préserver le cadre budgétaire. La confiance dépendra de la capacité à stabiliser durablement la dette.



3. MARCHES DES MATIERES PREMIERES

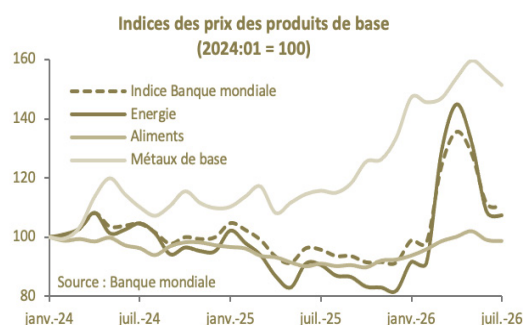
Volatilité élevée, incertitudes persistantes sur l'offre au Moyen-Orient

Depuis le début de 2026, les prix des matières premières ont fortement progressé, sous l'effet du conflit au Moyen-Orient, des perturbations du trafic dans le détroit d'Ormuz et d'une demande encore résiliente pour certains métaux et produits agricoles.

Après un apaisement temporaire en mai-juin, suite à l'accord intérimaire entre Washington et Téhéran, les cours énergétiques ont rebondi en raison de l'effondrement de la trêve, du rétablissement du blocus maritime américain visant l'Iran et des nouvelles sanctions, ravivant les craintes sur les approvisionnements régionaux.

Sur les sept premiers mois de 2026, l'indice énergie de la Banque mondiale a augmenté de 25% en glissement annuel, tiré par un fort rebond du pétrole (+27%). Hors énergie, les prix ont progressé de 7,5%, tirés par les métaux de base (+34%), les engrais (+24,5%) et les denrées alimentaires (+5,5%).

En revanche, les boissons ont reculé de 32%, principalement grâce à l'amélioration de l'offre de cacao et de café.



Par ailleurs, les métaux précieux se sont envolés de 59% en glissement annuel, avec des hausses de 48% pour l'or et de 127% pour l'argent. Cette progression a été alimentée par la demande de valeurs refuges, les achats des banques centrales et les flux d'investissement, auxquels se sont ajoutées les tensions sur l'offre d'argent.

Toutefois, après leurs records début 2026, l'or et surtout l'argent ont subi une forte correction. En juillet, l'escalade au Moyen-Orient n'a pas durablement soutenu les cours : la hausse du pétrole a renforcé les craintes d'inflation et les anticipations de taux américains élevés, favorisant les rendements obligataires au détriment des actifs sans rendement.

La flambée des cours énergétiques est provoquée par la quasi-paralysie du détroit d'Ormuz. Après avoir dépassé 120 dollars en avril, le Brent est redescendu autour de 70 dollars fin juin, avant de rebondir vers 100 dollars le 23 juillet avec la reprise des hostilités. En août, le Brent a oscillé aux alentours des 90 dollars. L'échec de la trêve entre Washington et Téhéran maintient des risques élevés sur le pétrole, le GNL et les routes maritimes régionales.

Les engrais restent particulièrement exposés aux prix du gaz et aux perturbations logistiques. Les expéditions d'urée et de soufre avaient commencé à reprendre fin juin, mais restaient inférieures à la normale. La nouvelle escalade de juillet-août menace à nouveau les flux. Les prix élevés ont par ailleurs incité certains agriculteurs à reporter leurs achats, faisant peser un risque sur l'utilisation des intrants et les rendements agricoles futurs.

Du côté des métaux industriels, le cuivre et l'aluminium restent soutenus par les investissements dans les réseaux électriques, les centres de données, les véhicules électriques et les énergies renouvelables. En juin, la reprise progressive de certaines capacités de production d'aluminium dans le Golfe a réduit une partie de la prime de pénurie, sans éliminer les risques liés aux faibles stocks, au détroit d'Ormuz et aux infrastructures régionales.

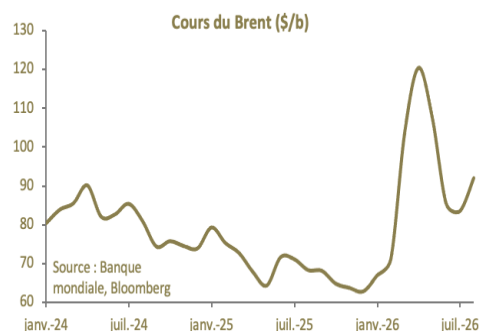
Au total, les marchés entrent moins dans une phase de détente que dans un régime de volatilité durable. L'énergie, les engrais et les denrées alimentaires restent fortement exposés au risque géopolitique. Les métaux industriels bénéficient de tendances structurelles favorables, mais demeurent vulnérables au ralentissement mondial, à la volatilité du dollar et aux conditions financières mondiales.

Selon la Banque mondiale (prévisions d'avril), les prix mondiaux des matières premières devraient augmenter de 16% en 2026, portés par le choc d'offre lié au conflit au Moyen-Orient, avant de reculer de 12% en 2027. L'énergie serait le principal moteur de cette hausse (+24%), avec un Brent à 86 dollars en moyenne. Les engrais (+31%), les métaux de base (+19%) et les métaux précieux

(+42%) progresseraient également, tandis que les prix agricoles reculeraient de 6%, sous l'effet de la chute des boissons. Ces prévisions supposent une reprise progressive du trafic par Ormuz. Un conflit prolongé accentuerait les risques inflationnistes et alimentaires.

Pétrole : normalisation incertaine, tensions persistantes au Moyen-Orient

Sur les sept premiers mois de 2026, les cours du Brent (Dated) se sont établis en moyenne à 91 dollars le baril, contre 72 dollars en janvier-juillet 2025, soit une hausse d'environ 27%. Cette flambée tient surtout au choc d'offre provoqué par le conflit au Moyen-Orient, aux attaques contre les infrastructures énergétiques et à la quasi-interruption du trafic dans le détroit d'Ormuz. Le recul de la production régionale et des flux maritimes a renforcé la prime de risque.



Brent : 94 \$/baril
Gaz butane : 603 \$/tonne
 (le 21 août)



Produits énergétiques

En juin, le Brent a reculé à 85 dollars en moyenne, soit -21% sur un mois et -29% par rapport à avril. Il avait atteint un record de 144,5 dollars le 7 avril, avant de tomber autour de 68 dollars début juillet, à la suite de l'accord-cadre américano-iranien et de la reprise partielle du trafic. Le mouvement s'est toutefois inversé après l'effondrement de l'accord, le rétablissement du blocus américain et la menace de sanctions.

Le Brent a atteint 106 dollars le 23 juillet, son plus haut en deux mois, marquant une envolée de 55% par rapport à son creux du 2 juillet. Il a reculé à 85 dollars le 5 août, avant de rebondir à 94 dollars le 21 août, suite à l'échec des négociations d'un accord entre l'Iran et les États-Unis. Les perturbations persistantes des flux par le détroit d'Ormuz et les menaces pesant également sur le trafic en mer Rouge maintiennent une prime de risque élevée.

Le détroit d'Ormuz demeure le principal point de fragilité du marché. Près de 20 mb/j y transitaient avant le conflit, contre seulement 2,7 mb/j en moyenne entre mars et mai. En juin, les exportations pétrolières du Golfe, y compris celles empruntant des itinéraires alternatifs, sont remontées à 16,1 mb/j, contre 24 mb/j avant le conflit. Cette amélioration a été brutalement interrompue en juillet : le 16 juillet, seuls trois navires de marchandises ont franchi le détroit, sans passage de superpétrolier ni de méthanier pour le deuxième jour consécutif.

Selon l'AIE, l'offre mondiale diminuerait de 4,3 mb/j en 2026, à 102,0 mb/j, avant de rebondir de 8,3 mb/j en 2027, sous réserve d'une désescalade rapide et d'une normalisation du transit. La demande reculerait de 1,6 mb/j en 2026, avant de remonter de 2,4 mb/j en 2027, à 105,7 mb/j. Ce décalage pourrait générer un excédent important l'an prochain, mais la reprise des hostilités fragilise fortement ce scénario.

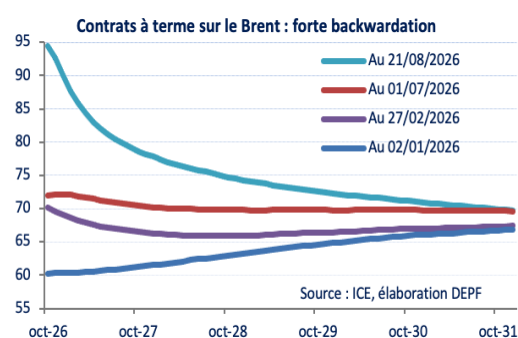
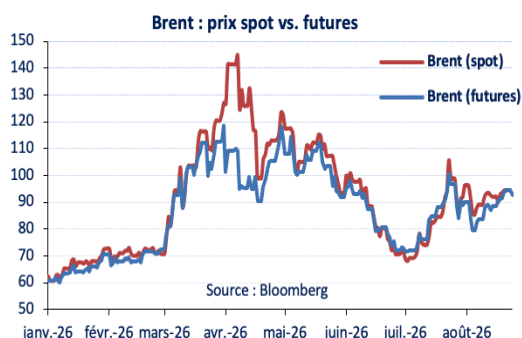
Les stocks restent sous tension. Après une baisse de 143 mb en mai, les stocks mondiaux observés ont augmenté de 21 mb en juin, uniquement grâce à la hausse du pétrole en mer. Les stocks de l'OCDE ont encore reculé de 62 mb en juin, dont 44 mb de réserves publiques, déjà tombées à leur plus bas niveau depuis 1990. La faiblesse de ces réserves réduit la capacité du marché à absorber un nouveau choc prolongé.

Les perspectives de prix demeurent très incertaines. Goldman Sachs estime que les risques sur le pétrole sont désormais orientés à la hausse à court terme, après la rechute des exportations du Golfe. La banque maintient ses prévisions pour le Brent à 80 \$/b au T4 2026 et à 75 \$/b en moyenne en 2027, mais envisage un dépassement de 120 \$/b si les perturbations des exportations se prolongent. À l'inverse, un redressement rapide de la production, conjugué à une demande faible, pourrait ramener les cours autour de 70 \$/b fin 2026, voire autour de 60 \$/b en 2027.

L'AIE ne publie pas de prévisions de prix, mais son scénario de fort rebond de l'offre en 2027 suggère un biais baissier à moyen terme. Les risques restent toutefois bilatéraux : haussiers si la normalisation du trafic par Ormuz tarde ou demeure partielle ; baissiers si les exportations du Golfe se rétablissent plus rapidement que prévu.

Dated Brent et contrats à terme : tension physique et anticipations de marché

Le Dated Brent mesure le prix des cargaisons physiques disponibles à court terme, tandis que les contrats à terme (futures) reflètent les anticipations de prix aux différentes échéances et servent à la couverture, à l'arbitrage et à la spéculation.

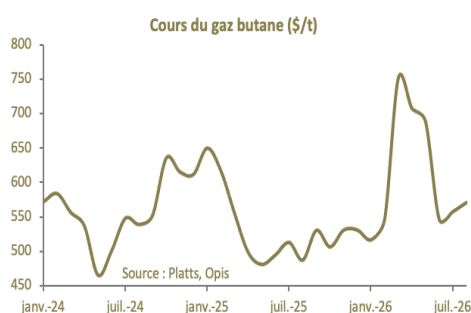


En avril, la crise d'Ormuz a fait bondir le Dated Brent jusqu'à près de 145 \$/b, nettement au-dessus des contrats à terme. Cet écart exceptionnel signalait une pénurie immédiate de cargaisons disponibles, alors que les marchés anticipaient une détente progressive à moyen terme.

L'écart s'est ensuite fortement réduit en mai-juin avec la reprise partielle des flux et l'affaiblissement de la demande. La courbe est même brièvement passée en contango début juillet, avant de revenir en forte backwardation après la rupture de la trêve et la reprise des tensions.

L'analyse conjointe du spot et des contrats à terme permet ainsi de distinguer la tension immédiate sur le marché physique de la trajectoire anticipée des prix.

Gaz butane : remontée des prix, avec un resserrement des écarts transatlantiques



Sur les sept premiers mois de 2026, le cours du butane s'est établi à 617 dollars la tonne en moyenne, en hausse de 13% sur un an, sous l'effet du choc énergétique provoqué par le conflit au Moyen-Orient et des perturbations du trafic dans le détroit d'Ormuz.

En juillet, les prix ont enregistré 563 \$/t en moyenne, en hausse de 3% par rapport à leur creux en juin, tout en restant en baisse de 25% depuis leur pic en mars.

Le 21 août, le butane s'est établi à 603 \$/t, en hausse de 14% depuis son creux du début du mois, sous l'effet du ralentissement du trafic à Ormuz qui ravive la prime géopolitique.

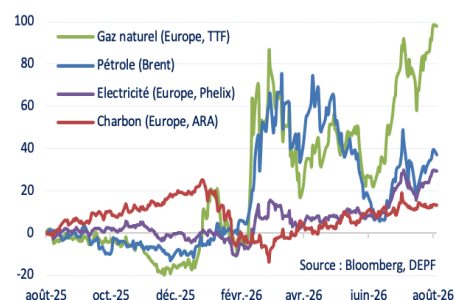
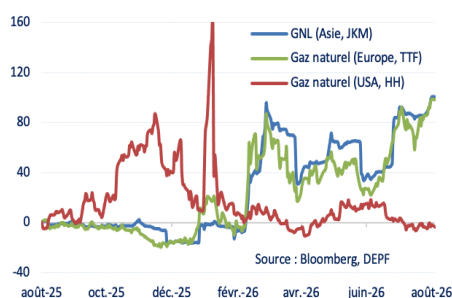
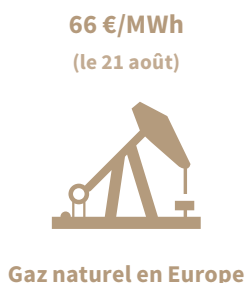
En mars-avril, le conflit avait fortement élargi l'écart entre les références euro-méditerranéennes et Mont Belvieu : les prix européens ont intégré une prime de pénurie et de fret plus élevée, tandis que l'abondance de l'offre américaine a limité la hausse aux États-Unis. Cet écart s'est réduit en mai-juin, mais la nouvelle escalade de juillet rend la convergence plus incertaine.

Le fret VLGC a constitué un second choc majeur. La route Houston-Chiba a atteint un record d'environ 305 \$/t en mai, soit plus du double de son niveau d'avant-crise, en raison du report des achats asiatiques vers les États-Unis et de l'allongement des trajets par le cap de Bonne-Espérance. La détente amorcée après l'accord de juin pourrait être freinée par les nouveaux risques sécuritaires et assurantiels.

Pour le Maroc, la prédominance des approvisionnements américains — plus de 70% des importations ces dernières années — a limité l'exposition directe aux ruptures du Golfe, sans neutraliser la hausse des prix et du fret. Cette diversification demeure un atout, mais doit être complétée par une gestion active des couvertures de prix, des contrats d'approvisionnement et des risques logistiques.

Gaz naturel européen : fort rebond sous l'effet des tensions géopolitiques et de la concurrence asiatique

Le gaz naturel reste un canal majeur de transmission du choc géopolitique. Après avoir reculé autour de 40 €/MWh le 25 juin à la faveur de la trêve américano-iranienne, le TTF européen a rebondi de 63% autour de 66 €/MWh le 21 août, au plus haut depuis janvier 2023, portant ses gains à 106% depuis fin février et à 138% depuis début 2026, sur fond de reprise des hostilités et de menaces sur les routes d'Ormuz et de la mer Rouge.



L'offre du GNL qatari demeure perturbée, tandis que la concurrence entre l'Europe et l'Asie pour les cargaisons américaines maintient la pression sur le marché spot.

Les stocks européens, encore inférieurs aux normales saisonnières, se reconstituent lentement. Les risques restent orientés à la hausse à court terme, mais pourraient s'atténuer en cas de stabilisation durable des routes maritimes et de reprise plus rapide de l'offre qatarie.

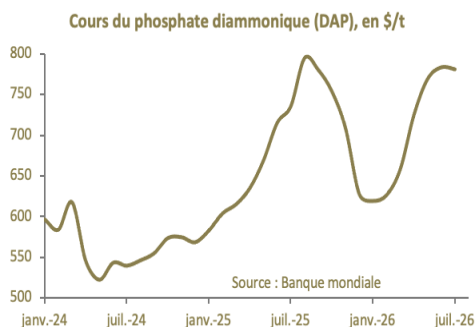
781 \$/T
(en juillet)



OCP
Engrais DAP

Phosphates : les prix du DAP restent fermes, avec des coûts élevés des intrants et du fret

Le conflit au Moyen-Orient a ravivé les tensions sur le marché des engrais. En temps normal, environ 16 millions de tonnes d'engrais — soit près d'un tiers des expéditions mondiales par voie maritime — proviennent du Golfe et transitent par le détroit d'Ormuz. Depuis le début de la crise, les flux de phosphates, d'urée et de soufre ont nettement reculé, perturbant l'offre et renchérissant les intrants ainsi que le fret.



En juillet, le cours du phosphate brut a rebondi de 8% pour s'établir à 170 \$/t, après un gain de 3% en juin et environ 30 mois de stabilité. De son côté, le DAP (spot FOB US Gulf) s'est établi à 781 \$/t en juillet, restant proche de son pic de juin (784 \$/t), le plus haut niveau depuis août 2025, marquant ainsi une hausse 26% depuis son creux de janvier et de 25% sur un an. Les cours des engrais phosphatés restent élevés, soutenus par la hausse des coûts d'intrants et une demande agricole résiliente.

En moyenne sur les sept premiers mois de 2026, le DAP affiche une hausse d'environ 9% en glissement annuel, soutenu par une demande ferme sur les grands marchés importateurs, notamment en Inde et au Brésil. Plus largement, l'indice mondial des engrais a rebondi de 25% sur un an sur la même période, porté principalement par l'envolée de l'urée (+41%). Entre avril et juillet, toutefois, cet indice a reculé de 28%, sous l'effet du reflux de l'urée (-53%), malgré la fermeté persistante des phosphates et du soufre.

La reprise partielle des cargaisons après l'accord de juin a été remise en cause par la nouvelle escalade de juillet-août : la nouvelle baisse du trafic dans le détroit d'Ormuz ravive les risques sur l'urée, l'ammoniac et le soufre, tandis que le maintien des restrictions chinoises à l'exportation de DAP/MAP limite les solutions de remplacement.

Pour le Maroc, ce contexte conforte le rôle stratégique d'OCP, mais souligne sa dépendance structurelle à l'égard du soufre importé — son exposition à l'ammoniac restant plus limitée. La diversification des approvisionnements et la montée en puissance du TSP — dont la part devrait dépasser 50% des volumes en 2026 — renforcent la flexibilité du groupe face aux tensions mondiales.

Produits alimentaires : des cours fermes, entre coûts d'intrants élevés et aléas climatiques

Après la détente observée fin 2025, les prix alimentaires mondiaux se sont redressés début 2026, sous l'effet du renchérissement de l'énergie, du fret et des engrais, ainsi que des risques climatiques. En juillet, l'indice FAO s'est établi à 131,1 points, en hausse de 0,6% sur un mois et de 5,6% depuis son creux de janvier, tout en restant près de 18% sous son pic de mars 2022. La hausse des prix du sucre (+5,6% sur un mois), des céréales (+3,4%) et des huiles végétales (+2,0%) compense le recul de la viande (-2,8%) et des produits laitiers (-0,7%).

Entre février et juillet, l'indice FAO a progressé de 4,5%, porté par les huiles végétales (+12,3%), le sucre (+10,3%), les céréales (+4,7%) et la viande (+0,9%) tandis que les produits laitiers ont baissé (-2,7%).

Le choc géopolitique se transmet surtout par les coûts de production et de transport. Le répit lié à l'accord de juin a été de courte durée : la reprise des hostilités en juillet-août et la nouvelle baisse du trafic à Ormuz ont ravivé les risques sur l'énergie, les engrais et le fret maritime, retardant la normalisation des chaînes d'approvisionnement.

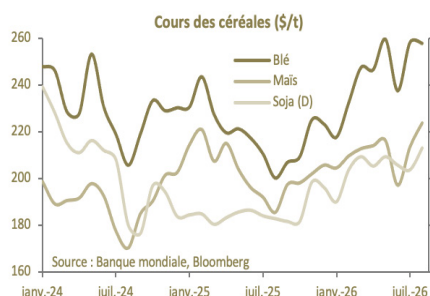
Les disponibilités céréalières restent toutefois globalement confortables. En juillet, la FAO prévoit une production mondiale de 2 983 Mt en 2026/27, une utilisation de 2 961 Mt et des stocks de 958 Mt, soit un ratio stocks/utilisation de 32%, un niveau confortable. Ces marges limitent le risque d'une crise alimentaire généralisée à court terme, mais une hausse durable des intrants pourrait inciter les agriculteurs à en réduire l'usage et peser sur les rendements futurs, notamment dans les pays importateurs vulnérables.

Blé : remontée des prix sur fond d'incertitudes géopolitiques et d'aléas climatiques

258 \$/T
(en juillet)



Blé



Sur les sept premiers mois de 2026, le blé tendre américain (US SRW) s'est établi en moyenne à 243 dollars la tonne (\$/t), en hausse de 8% en glissement annuel. Les cours ont été soutenus par les inquiétudes sur les perspectives de récolte aux États-Unis et en Australie⁵, ainsi que par le renchérissement de l'énergie, des engrais et du fret. Après un pic mensuel de 260 \$/t en mai, ils ont toutefois reculé de 8,5% en juin, à 238 \$/t, grâce à l'avancée des récoltes et à des disponibilités encore abondantes.

Toutefois, la tendance s'est inversée en juillet : le blé (US SRW) a atteint 258 \$/t en moyenne mensuelle, en hausse de 9% sur un mois, de 19% depuis le creux de janvier (218 \$/t) et de 29% depuis celui d'août 2025 (200 \$/t). L'intensification des attaques contre les ports et les navires en mer Noire a perturbé les exportations russes et ukrainiennes, tandis que la remontée du pétrole a ravivé les coûts logistiques. Les prises de bénéfices et la faiblesse des ventes américaines ont ensuite modéré la hausse.

L'offre mondiale demeure globalement confortable. La campagne 2025/26 devrait marquer un record, avec une production mondiale de blé estimée autour de 842 Mt (+44 Mt, soit +5,5%) et des stocks de fin de campagne à des niveaux élevés. Cette situation reflète notamment de bonnes récoltes dans l'Union européenne, en Russie, au Canada et en Argentine.

Pour 2026/27, la FAO prévoit une production de blé de 806,5 Mt, en baisse de 4,3% par rapport au record de 2025/26, mais des stocks mondiaux en légère progression. Les risques demeurent toutefois élevés, compte tenu du net recul attendu de la récolte américaine, des perspectives dégradées en Australie et des perturbations persistantes en mer Noire.

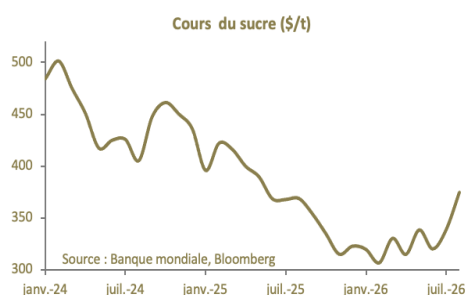
Dans ce contexte, les stocks disponibles devraient contenir les hausses, mais les tensions géopolitiques, les aléas climatiques et les coûts des intrants continueront d'alimenter une forte volatilité.

⁵ La récolte australienne pourrait chuter de près de 30% en 2026.



Sucre

Sucre : remontée récente des prix, accentuée par les craintes climatiques et géopolitiques



Sur les sept premiers mois de 2026, les cours du sucre brut (ISA) se sont établis en moyenne à 324,5 \$/t, en baisse de 18% sur un an, grâce à l'amélioration de l'offre mondiale.

Le marché est toutefois resté volatil. Après avoir reculé à 307 \$/t en février, son plus bas niveau depuis octobre 2020, le sucre a rebondi pour atteindre 339 \$/t en mai, avant de se replier à 321 \$/t en juin, à la suite du recul des prix de l'énergie consécutif à l'accord-cadre américano-iranien.

En juillet, les prix du sucre ont rebondi autour de 339 \$/t. Ils ont poursuivi leur remontée pour atteindre 399 \$/t le 21 août, marquant une hausse de 19% sur un mois et de 29% depuis leur creux en juin. La récente remontée s'explique surtout par les inquiétudes sur l'offre, liées aux aléas climatiques dans les grands pays producteurs et au resserrement des disponibilités mondiales. La nouvelle flambée du pétrole en juillet-août a également ravivé l'arbitrage en faveur de l'éthanol et soutenu les cours du sucre.

L'Organisation internationale du sucre (ISO) estime l'excédent mondial à 2,24 Mt en 2025/26, mais le marché pourrait se resserrer en 2026/27. L'USDA prévoit une baisse de la production mondiale à 184,9 Mt, avec des replis au Brésil et en Thaïlande partiellement compensés par le redressement de l'Inde. À court terme, les prix dépendront surtout du pétrole, de l'arbitrage sucre-éthanol au Brésil, de la mousson asiatique et du potentiel exportable de l'Inde.



ENVIRONNEMENT NATIONAL

1. TENDANCES SECTORIELLES

+18,4%
(T1-2026)



VA agriculture

90 MQx



Production céréalière

+5,7%
(fin juin)



Exportations agriculture et agro-alimentaire

+5,2%
(fin juillet)



Pêche côtière et artisanale (en volume)

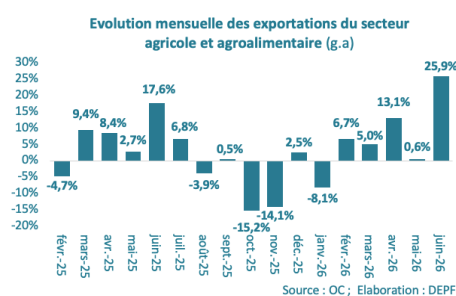
Activités primaires

Renforcement de l'activité agricole au titre de la campagne 2025-2026

L'activité du secteur agricole s'est significativement améliorée au premier trimestre 2026, comme le reflète la hausse de sa valeur ajoutée de 18,4%, contre +8,1% au premier trimestre 2025.

Cette progression a été soutenue par une production céréalière estimée à 90 millions de quintaux (MQx) pour la campagne agricole 2025-2026, soit plus du double de la production enregistrée un an plus tôt (43,1 MQx).

D'autres secteurs ont également enregistré de bonnes performances, tels que ceux de l'olive (+111% avec une production record de 2 millions de tonnes), des agrumes (+25%) et des dattes (+55%), qui ont bénéficié d'exceptionnelles précipitations survenues durant cette campagne agricole.

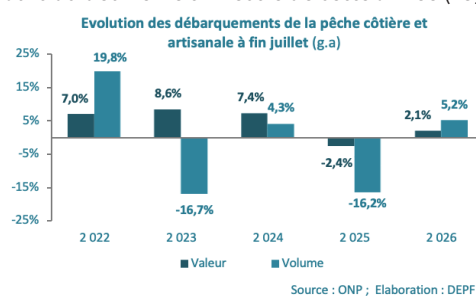


S'agissant des exportations du secteur de l'agriculture et de l'agroalimentaire, elles ont augmenté de 5,7% au terme du premier semestre 2026, soit une progression quasiment identique à celle de l'année précédente (+5,3%). Ainsi, la valeur des exportations est de près de 52,4 milliards de dirhams. Cette évolution a été portée par la dynamique observée au cours des mois de juin (+25,9%), d'avril (+13,1%), de mars (+5%) et de février 2026 (+6,7%).

Par segment, cette appréciation revient au renforcement des expéditions de l'industrie alimentaire de 11,7% à fin juin 2026, après une baisse de 4,3% un an auparavant, conjugué à une hausse, bien que de moindre mesure, des produits de l'agriculture, sylviculture et chasse (+1,6%).

Redressement de l'activité de la pêche côtière et artisanale au début du T3-2026

Le volume des débarquements de la pêche côtière et artisanale a entamé le troisième trimestre 2026 avec une hausse de 39,1% au mois de juillet, poursuivant ainsi la dynamique enregistrée au cours du deuxième trimestre de cette année (+8,8%).



Suite à cette évolution, le volume de ces débarquements a renoué avec la croissance au terme des sept premiers mois de 2026 (+5,2%), après une baisse de 6,3% un mois plus tôt et de 16,2% un an auparavant. Cette amélioration est portée plus particulièrement par la consolidation du volume capturé de poissons pélagiques (+10,6%), de céphalopodes (+11,2%) et, dans une moindre mesure, de crustacés (+2,3%).

En valeur, ces débarquements ont augmenté de 2,1% à fin juillet 2026, après un retrait de 2,4% un an auparavant et ce, grâce au raffermissement de la valeur des captures de céphalopodes (+7,1%) et de poissons pélagiques (+1,1%).

Cette hausse de la valeur des débarquements, moins importante que celle de leur volume, s'explique par la baisse observée des prix moyens de vente dans la majorité des segments de poissons, notamment celui des poissons pélagiques (-8,6%, après une hausse de 12,4% un an plus tôt), des céphalopodes (-3,7%, après +13,6%), des crustacés (-2,7%, après +7,9%) et des algues (-8,7%, après +13,6%).

Activités secondaires

Secteur manufacturier : des signaux d'amélioration au T2-2026

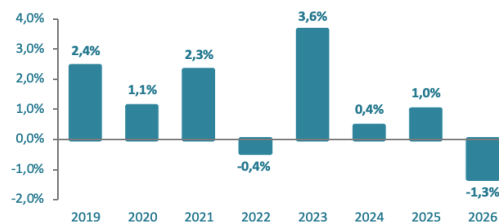
-1,3%
(T1-2026)



VA industrielle

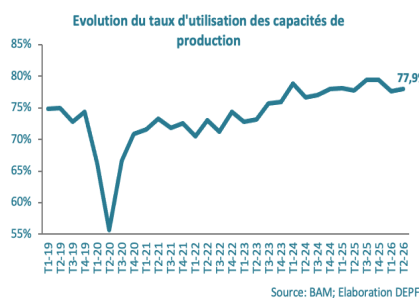
La valeur ajoutée du secteur manufacturier a accusé une légère baisse, soit -1,3% au premier trimestre 2026, après une hausse de 1% un an auparavant et ce, en dépit de la croissance qu'ont connue les secteurs de la « fabrication de matériel de transport » (+5,9%), de la « fabrication de produits pharmaceutiques de base et de préparations pharmaceutiques » (+4,5%) et de la « fabrication d'ordinateurs, d'articles électroniques et optiques » (+6,4%).

Evolution de la valeur ajoutée du secteur manufacturier au T1 (g.a)



Source : HCP ; Elaboration : DEPF

Au cours du deuxième trimestre 2026, les indicateurs conjoncturels du secteur annonçaient une amélioration de l'évolution du secteur.



Source : BAM ; Elaboration : DEPF

Le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) du secteur manufacturier aurait augmenté de 0,2 point entre le deuxième trimestre de 2025 et le deuxième trimestre de 2026, après une hausse de 1 point un an plus tôt, pour se situer à 77,9% en moyenne, selon les derniers résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib. Cette progression revient notamment à l'accroissement enregistré dans les branches de la « mécanique et métallurgie » (+1 point), de la « chimie et parachimie » (+0,7 point) et de l'« agroalimentaire » (+0,3 point).

Au terme du premier semestre 2026, le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) du secteur manufacturier aurait atteint 77,8%, en quasi-stagnation par rapport à la même période de l'année précédente (-0,1 point).

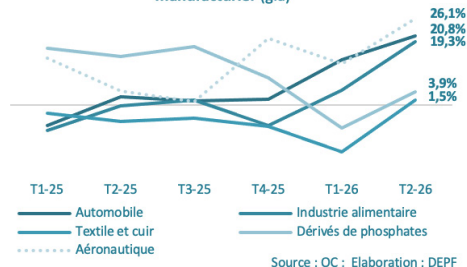
77,9% (+0,2 point)
(T2-2026)



TUC

Sur le plan des échanges avec l'extérieur du secteur manufacturier, les exportations des principaux secteurs exportateurs ont connu, au deuxième trimestre 2026, une évolution positive, notamment l'automobile (+20,8%), l'aéronautique (+26,1%), l'industrie alimentaire (+19,3%) et les dérivés de phosphates (+3,9%) ainsi que la métallurgie et travail des métaux (+40,1%), le textile et cuir (+1,5%) et l'industrie du plastique et du caoutchouc (+24,4%).

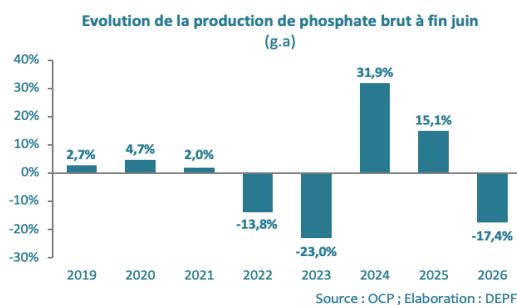
Evolution des principales exportations du secteur manufacturier (g.a)



Source : OC ; Elaboration : DEPF

Au terme du premier semestre 2026, les expéditions se sont renforcées dans les secteurs de l'automobile (+17,4%), de l'aéronautique (+19,3%), de l'industrie alimentaire (+11,7%), de la métallurgie et du travail des métaux (+44,6%) et de l'industrie du plastique et du caoutchouc (+19,9%).

Contraction de l'activité du secteur extractif à fin juin 2026



La tendance baissière de la production du phosphate roche, composante importante de l'activité du secteur extractif, se poursuit au terme du premier semestre 2026 avec un recul de 17,4%, après une baisse de 2% au cours du premier trimestre de cette année et une hausse de 15,1% un an auparavant.

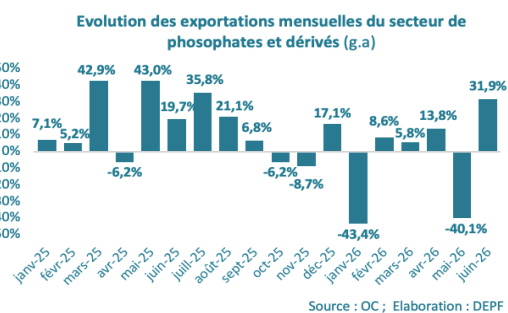
Par ailleurs, la production de ses dérivés a diminué de 17,3% à fin juin 2026, après un retrait de 0,7% à fin mars 2026 et une augmentation de 5,9% à fin juin 2025.

-17,4%
(fin juin)



Production de
phosphate brut

Pour ce qui est des exportations de phosphates et dérivés, elles ont diminué de 2,3% à fin juin 2026, atteignant 45,4 milliards de dirhams, après un recul de 6,7% à fin mars 2026 et une performance de +18,7% un an auparavant. La baisse de ces exportations a été atténuée entre fin mars et fin juin 2026 par leurs performances enregistrées au cours des mois de juin (+31,9%, soit +33,8% pour les dérivés et +13,1% pour le phosphate brut) et d'avril 2026 (+13,8%, soit +15,9% pour les dérivés).



Par segment, les expéditions des dérivés de phosphates se sont repliées de 1% à fin juin 2026, après un renforcement de 15,8% un an plus tôt. Celles du phosphate roche ont baissé de 13,1% (après +51,3% une année auparavant).

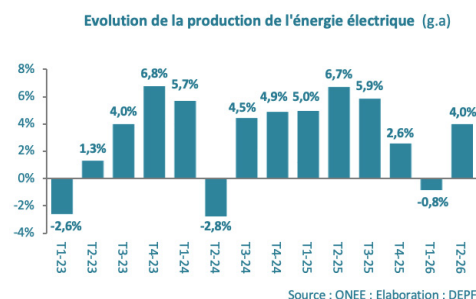
De leur côté, les ventes à l'étranger des autres extractions minières ont plus que doublé entre fin juin 2025 et fin juin 2026 (+120,8%, après -4% un an plus tôt).

Redressement de la production de l'énergie électrique au T2-2026

+1,6%
(fin juin)



Energie électrique
(production)



Après une légère baisse au premier trimestre 2026, la production d'énergie électrique au niveau national s'est appréciée de 4% au deuxième trimestre de cette année. Cette production a ainsi augmenté de 1,6% à fin juin 2026, après un accroissement de 5,8% un an plus tôt.

Cette progression a été portée par la dynamique de la production des énergies renouvelables relative à la loi 13-09 (+21,1%) et de l'apport des tiers nationaux (+227,9%), conjuguée à l'amélioration de la production privée de 0,9% au terme du premier semestre 2026. Quant à la production de l'ONEE, elle a baissé de 6,7% à fin juin 2026.

Du côté des échanges d'énergie électrique avec l'extérieur, le volume importé s'est apprécié de 34,6% à fin juin 2026, après une hausse de 20,2% un an plus tôt. Du côté du volume exporté, il a diminué de 41,5% (après -28%). Pour sa part, l'énergie nette appelée a augmenté de 4,8% (après +6,5%).

S'agissant de la consommation d'énergie électrique, elle s'est accrue de 8,4% au terme du premier semestre 2026, après une hausse de 15% un an auparavant.

Légère baisse des ventes de ciment à fin juillet 2026

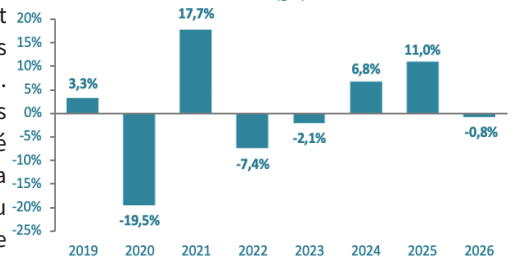
-0,8%
(fin juillet)



Ventes de ciment

Les ventes de ciment, principal baromètre de l'activité du BTP ont baissé de 0,8% à fin juillet 2026, après un retrait de 1,3% un mois plus tôt et une hausse de 11% un an auparavant. Cette évolution est imputable aux segments de la distribution (-5,4%), du préfabriqué (-7,2%) et des mortiers (-5,4%) et ce, malgré la consolidation des livraisons des segments du béton prêt à l'emploi (+7,9%), de l'infrastructure (+13,8%) et du bâtiment (+4,5%).

Evolution de la consommation de ciment à fin juillet (g.a)

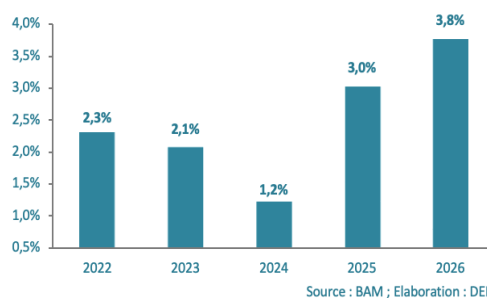


+3,8%
(fin juin)



Crédits à l'immobilier

Evolution des crédits à l'immobilier à fin juin (g.a)



Pour ce qui est du financement des opérations immobilières, l'encours des crédits à l'immobilier a avoisiné les 329,3 milliards de dirhams à fin juin 2026, portant sa croissance à 3,8%, après une augmentation de 3% un an plus tôt. L'encours des crédits à l'habitat s'est consolidé de 2,7% (après +2,5%). Concernant les crédits alloués à la promotion immobilière, ils se sont consolidés de 5,2% au terme du premier semestre 2026.

9,4 millions
(+6% à fin juin)



Arrivées

+9%
(fin juin)



Nuitées

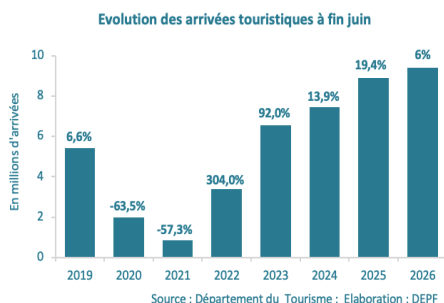
+15,9%
(fin juin)



Recettes voyages

Activités tertiaires

Dynamique favorable de l'activité du tourisme à fin juin 2026

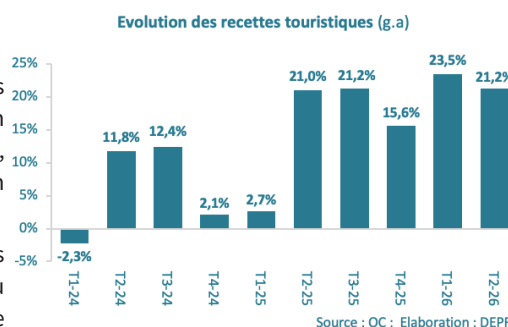


Le nombre de visiteurs à la destination « Maroc » a avoisiné les 9,4 millions au terme du premier semestre de 2026, en accroissement de 6%, après une hausse de 19,4% un an auparavant. Cette performance fait suite à la progression des arrivées en provenance des marchés français de 9%, allemand de 14%, belge de 9% et hollandais de 10% ainsi que des marchés italien de 6%, polonais de 32%, britannique de 4% et américain de 9%.

S'agissant des nuitées réalisées dans les établissements d'hébergement classés, elles se sont renforcées de 9% à fin juin 2026, après une augmentation de 12% un an auparavant. Cette progression a bénéficié de l'attractivité croissante de plusieurs destinations du Royaume, comme le traduit le raffermissement des nuitées à Marrakech (+10%), Agadir (+11%), Casablanca (+11%), Tanger (+10%), Ouarzazate (+23%), Rabat (+20%), Al Haouz (+7%), Fès (+6%), Essaouira (+6%) et Errachidia (+9%).

Concernant les recettes voyages, elles ont atteint 64,9 milliards de dirhams, en appréciation de 15,9% à fin juin 2026, après une augmentation de 12,1% un an auparavant.

Cette consolidation découle de leurs hausses enregistrées, respectivement, de 23,5% au premier trimestre et de 21,2% au deuxième 2026.



+8,8%
(fin juin)



Passagers aériens

+4,3%
(fin mars)



Trafic portuaire global

+0,1% et +1,9%
(fin juin)



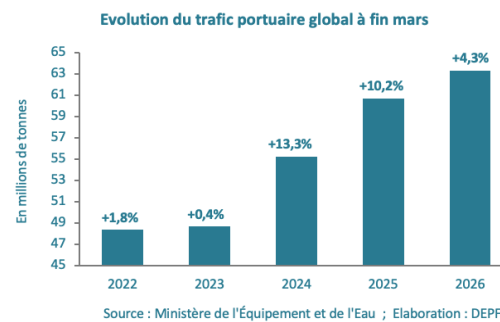
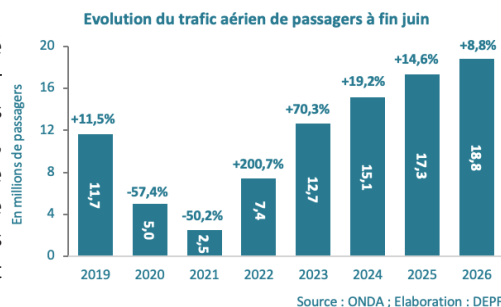
Parcs mobile et internet

Renforcement du transport aérien au premier semestre 2026

L'activité du transport aérien a enregistré une bonne dynamique au terme du premier semestre 2026 avec un trafic de voyageurs dépassant les 18,8 millions de passagers, soit une consolidation de 8,8%, après une augmentation de 14,6% un an auparavant. Cette amélioration fait suite au raffermissement des trafics de voyageurs internationaux de 8,9% et des voyageurs nationaux de 8,6%.

Le trafic aérien de passagers s'est renforcé de 9,4% avec l'Europe entre fin juin 2026 et fin juin 2025, de 15,2% avec l'Afrique, de 17,2% avec l'Amérique du Nord et du Sud cumulées et de 11,2% avec les pays du Maghreb.

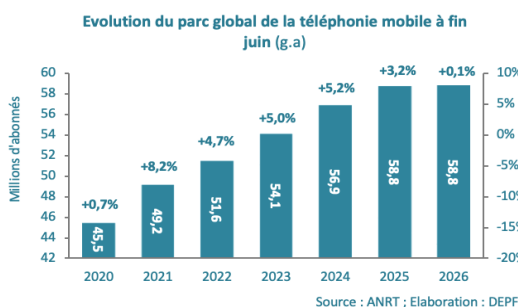
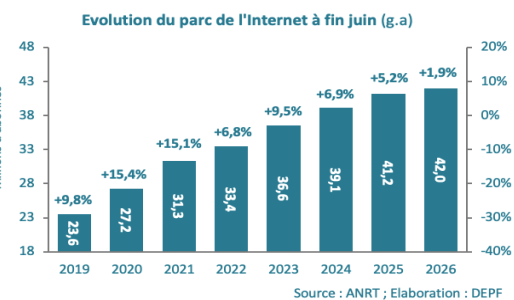
S'agissant du trafic aérien de fret, il s'est inscrit en hausse de 12,3% au terme du premier semestre 2026, après une augmentation de 11,4% un an plus tôt.



Concernant l'activité du transport portuaire, le trafic commercial s'est accru de 4,3% au premier trimestre 2026 pour atteindre un volume de 63,3 millions de tonnes, après une hausse de 10,2% l'année dernière. Cette progression revient au renforcement des trafics des importations de 10,7% et du soutage des hydrocarbures de 4,3%, atténué par le recul des trafics de cabotage de 30% et des exportations de 1,9%.

Télécommunications : évolution positive à fin juin 2026

À fin juin 2026, les principaux indicateurs du secteur des télécommunications poursuivent leur évolution positive, bien qu'en ralentissement. Ainsi, le nombre d'abonnés à l'Internet a augmenté de 1,9%, après une hausse de 5,2% un an auparavant, portant son actif à près de 42 millions d'abonnés. Avec ce volume, le taux de pénétration de ce segment a atteint 112,6% au terme du premier semestre 2026, après un taux de 111,8% un an plus tôt et de 86,2% au premier semestre 2021.



Pour ce qui est du parc de la téléphonie mobile, son volume a dépassé les 58,8 millions d'abonnés à fin juin 2026, soit quasiment le même niveau que l'année précédente (+0,1%), après une hausse de 3,2% une année auparavant. Concernant le taux de pénétration de ce segment, il a atteint 157,9% à fin juin 2026, après 159,6% à fin juin 2025 et 135,6% à fin juin 2021. Quant au parc de la téléphonie fixe, il s'est accru de 8% entre fin juin 2025 et 2026.

2. DEMANDE INTERIEURE

+4,5%
(fin juin)



Crédits consommation

+9,9%
(fin juin)



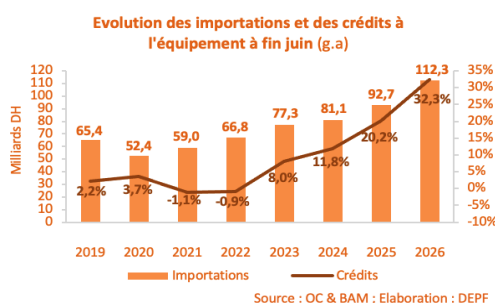
Transferts MRE

+0,3%
fin juillet
(en glissement annuel)



Inflation

S'agissant de la demande intérieure, la consommation des ménages continue de se raffermir, soutenue par les mesures mises en œuvre par les pouvoirs publics en faveur du pouvoir d'achat, dans un contexte d'inflation maîtrisée, avec une hausse de l'IPC limitée à 0,3% à fin juillet 2026. Cette dynamique a également bénéficié de la progression des transferts des MRE (+9,9%) et de l'accroissement des crédits à la consommation (+4,5%) à fin juin 2026.



Parallèlement, l'investissement a consolidé sa contribution à la dynamique de croissance, bénéficiant de l'accélération des grands projets structurants engagés dans les secteurs stratégiques. Cette évolution est corroborée par la hausse des dépenses d'investissement du budget général de l'État (+13,9% pour atteindre 69,3 milliards de dirhams à fin juillet), des recettes d'IDE (+14,4%), des importations de biens d'équipement (+21,2%) et des crédits à l'équipement (+32,3%) à fin juin 2026.

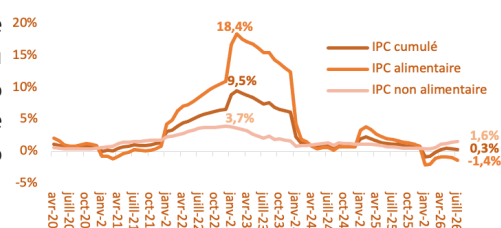
Inflation maîtrisée en juillet 2026

Au cours du mois de juillet 2026, l'indice des prix à la consommation (IPC) a reculé de 1,0% par rapport au mois précédent, sous l'effet des replis de l'IPC alimentaire (-1,9%) et de l'IPC non alimentaire (-0,3%).

En glissement annuel, l'IPC a baissé de 0,6% en juillet 2026, après +0,5% un an auparavant. Cette évolution résulte de la contraction des prix des produits alimentaires de 3,7% (après +0,9% en juillet 2025) et de la hausse des prix des produits non alimentaires de 1,9% (après +0,2% en juillet 2025).

A fin juillet 2026, l'IPC a ralenti à +0,3% (contre +1,2% à fin juillet 2025), sous l'effet conjugué du recul des prix des produits alimentaires (-1,4% contre +1,9% à fin juillet 2025) et de la hausse des prix des produits non alimentaires (+1,6% après +0,7%).

Evolution de l'indice des prix à la consommation (g.a)



Quant à l'inflation sous-jacente, qui exclut les produits à prix volatiles et ceux à tarifs publics, elle a baissé de 0,1% en juillet 2026, après +0,9% en juillet 2025.

10,6 millions

(T2-2026)



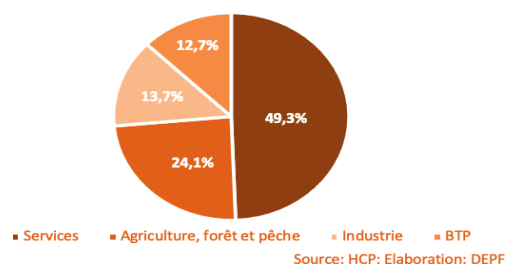
Personnes en emploi
contre revenu

Les services concentrent près de la moitié de l'emploi au T2-2026

Au deuxième trimestre 2026, la population en âge de travailler (15 ans et plus) s'est établie à 27,886 millions de personnes, selon les résultats de la nouvelle Enquête sur la Main-d'œuvre (EMO 2026) du HCP. La main-d'œuvre, pour sa part, s'est élevée à 11,764 millions de personnes, portant le taux de participation à 42,2% (contre 41,8% au T1 et 41,9% au T2-2025). La main-d'œuvre potentielle, pour sa part, s'est élevée à 711.000 personnes, soit 4,4% de la population hors main-d'œuvre. Par ailleurs, le volume de l'emploi rémunéré s'est élevé à 10,643 millions de personnes, portant le taux d'emploi à 38,2% (contre 37,3% au T1-2026 et au T2-2025), avec 36,3% en milieu urbain et 41,6% en milieu rural.

Par secteur d'activité, les services demeurent le premier pourvoyeur d'emploi, avec 49,3% de l'emploi total (5,521 millions de personnes), suivis de l'agriculture, sylviculture et pêche (24,1%), de l'industrie (13,7%) et du BTP (12,7%).

Répartition de l'emploi contre revenu selon les secteurs d'activité au T2-2026

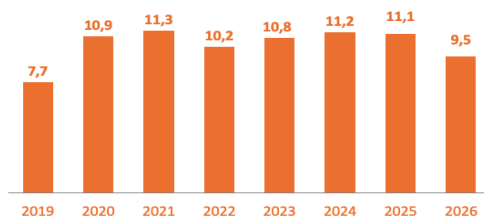


9,5%

(-1,6 point)
(T2-2026)

Taux de chômage strict

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



Pour ce qui est du taux de chômage, il a diminué de 1,6 point par rapport au deuxième trimestre 2025, pour s'établir à 9,5% au deuxième trimestre de cette année. Ce repli a concerné aussi bien le milieu urbain (-1,7 point, à 11,9%) que le milieu rural (-1,1 point, à 5,4%). Par catégorie, les baisses les plus marquées ont été observées chez les jeunes âgés de 15 à 24 ans (-4 points) et les femmes (-2,6 points).

3. ECHANGES EXTÉRIEURS

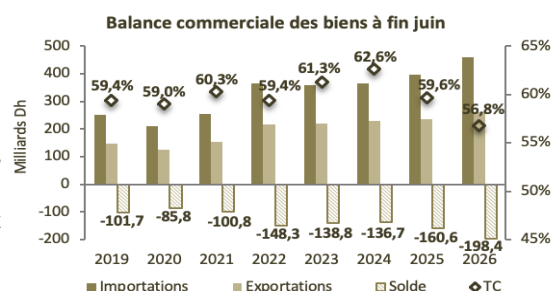
56,8%

(fin juin)



Taux de couverture

À fin juin 2026, le déficit commercial s'est établi à 198,4 milliards de dirhams, en hausse de 23,5%. L'augmentation des importations (+15,3%), plus importante que celle des exportations (+9,7%), s'est traduite par une baisse de 2,8 points du taux de couverture, qui s'est établi à 56,8%.



Source : OC ; Elaboration : DEFP

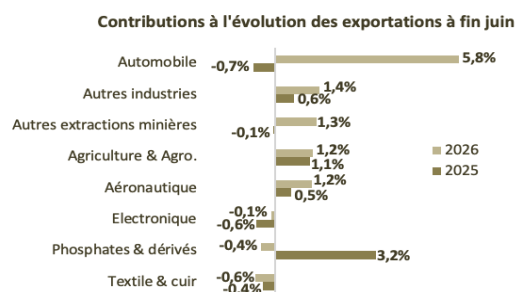
Croissance des exportations, portée par l'automobile, l'aéronautique et l'agriculture et agroalimentaire

+9,7%

(fin juin)



Exportations



Source : OC ; Elaboration : DEFP

Au premier semestre 2026, les exportations de biens ont progressé de 9,7%, atteignant 260,4 milliards de dirhams. Cette évolution a été principalement portée par les secteurs de l'automobile, de l'aéronautique et de l'agriculture et de l'agroalimentaire.

Le secteur automobile a confirmé son rôle de principal moteur des exportations marocaines, avec une part de 36% de la valeur totale des exportations à fin juin 2026, en hausse de 2,3 points sur un an. Ses ventes à l'étranger se sont accrues de 17,4%, pour s'établir à 93,7 milliards de dirhams, soutenues principalement par la forte progression des segments de la construction (+26,7%) et du câblage (+13,9%).

Le secteur aéronautique a, pour sa part, vu ses exportations progresser de 19,3%, pour s'établir à 17,3 milliards de dirhams. Cette évolution est principalement attribuable à la forte croissance du segment de l'assemblage (+24,7%) et, dans une moindre mesure, à celle du segment EWIS (+8,6%). La part du secteur dans la valeur totale des exportations s'est ainsi établie à 6,7%, contre 6,1% un an auparavant.

De même, les ventes du secteur de l'agriculture et de l'agroalimentaire se sont accrues de 5,7% à 52,4 milliards de dirhams, principalement portées par la progression des exportations de l'industrie alimentaire (+11,7%) et, dans une moindre mesure, par celles de l'agriculture, de la sylviculture et de la chasse (+1,6%). La part de ce secteur dans les exportations globales a légèrement reculé, s'établissant à 20,1% contre 20,9% un an auparavant.

S'agissant des autres industries, leurs ventes se sont établies à 18,3 milliards de dirhams, en hausse de 22,4%. Cette évolution reflète notamment les bonnes performances de la métallurgie et du travail des métaux (+44,6%) et de l'industrie du plastique et du caoutchouc (+19,9%), conjuguées à la légère hausse des exportations de l'industrie pharmaceutique (+0,8%).

En revanche, les exportations du secteur des phosphates et dérivés ont reculé de 2,3%, pour s'établir à 45,4 milliards de dirhams, principalement en raison du repli des ventes d'engrais naturels et chimiques (-1,7%) et des phosphates (-13,1%) et ce, malgré la bonne tenue des exportations d'acide phosphorique (+1,9%). Toutefois, les exportations du secteur ont connu un rebond enregistré en juin (+31,9%), après une évolution contrastée depuis le début de l'année.

De même, les exportations du secteur du textile et du cuir se sont repliées de 6,5%, s'établissant à 21,1 milliards de dirhams, sous l'effet principalement du retrait des ventes de vêtements confectionnés (-5,7%), d'articles de bonneterie (-9,7%) et de chaussures (-2,4%). La part du secteur dans la valeur totale des exportations s'est établie à 8,1%, contre 9,5% un an auparavant.

De leur côté, les exportations du secteur de l'électronique et de l'électricité ont fléchi de 4,4%, ramenant leur valeur à 6,6 milliards de dirhams. Cette évolution est principalement imputable au recul des ventes

+17,4%

(fin juin)



Automobile

+19,3%

(fin juin)



Aéronautique

de composants électroniques (-12,4%) et des appareils électriques pour la téléphonie ou la télégraphie par fil (-21,7%), partiellement atténué par la hausse des exportations de fils et câbles (+5,2%). À noter que les exportations du secteur ont enregistré une évolution favorable au seul mois de juin, avec une progression des ventes de 23,4%.

Progression des importations de l'ensemble des catégories de produits

+15,3%
(fin juin)



Importations

+21,2%
(fin juin)



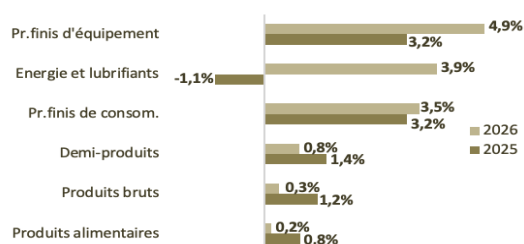
Produits finis
d'équipement

+28,9%
(fin juin)



Produits énergétiques

Contributions à l'évolution des importations à fin juin



Source : OC ; Elaboration : DEPF

À fin juin 2026, les importations ont poursuivi leur progression pour atteindre 458,8 milliards de dirhams (+15,3%), dans un contexte de hausse des achats de l'ensemble des groupes de produits.

Les produits finis d'équipement ont conservé leur position de premier poste d'importation à fin juin 2026, représentant 24,5% des importations totales, contre 23,3% un an auparavant. Leurs acquisitions se sont accrues de 21,2%, pour atteindre 112,3 milliards de dirhams, principalement sous l'impulsion de la forte hausse des achats d'avions et autres véhicules aériens ou spatiaux (+136,3%), des parties d'avions et d'autres véhicules aériens (+29,7%) et des voitures utilitaires (+73,7%).

Concernant les produits finis de consommation, leurs importations se sont raffermies de 14,2% atteignant 111,1 milliards de dirhams, essentiellement en lien avec la hausse des achats de parties et pièces pour voitures de tourisme (+26,4%), de voitures de tourisme (+18,1%) et de médicaments et autres produits pharmaceutiques (+15,4%).

De même, la facture énergétique s'est accrue de 28,9%, portant sa part dans les importations totales à 14,9%, contre 13,4% un an auparavant. La valeur de ces importations a atteint 68,6 milliards de dirhams, portée par la hausse des approvisionnements en gas-oils et fuel-oils (+44,7%) et, dans une moindre mesure, celle des huiles de pétrole et lubrifiants (+62,3%). Cette hausse a toutefois été atténuée par le recul des importations de houilles, coques et combustibles solides similaires (-9,6%).

S'agissant des produits bruts, leurs importations ont augmenté de 37,7%, atteignant 28,8 milliards de dirhams. Cette hausse est principalement attribuable à la hausse des achats de soufre brut et non raffiné (+121,4%) et de ferraille, déchets et autres minerais (+35,8%). Leur part dans la valeur totale des importations a ainsi atteint 6,3%, contre 5,3% un an auparavant.

Quant aux importations de demi-produits, elles ont affiché une hausse de 3,7%, s'établissant à 87,9 milliards de dirhams. Cette évolution résulte notamment de la hausse des achats de fils, barres et profilés en cuivre (+33,5%) ainsi que d'accessoires de tuyauterie et de constructions métalliques (+59%).

S'agissant des importations de produits alimentaires, elles ont progressé de 1,4%, pour atteindre 48,9 milliards de dirhams. En dépit de cette hausse, leur part dans les importations totales a été ramenée à 10,7%, contre 12,1% un an auparavant. Cette évolution résulte principalement de l'accroissement des achats de tourteaux (+24,1%) et de fruits frais ou secs, congelés ou en saumure (+27,8%), atténuée par le recul des importations de blé (-2,5%) et de sucre brut ou raffiné (-32,5%).

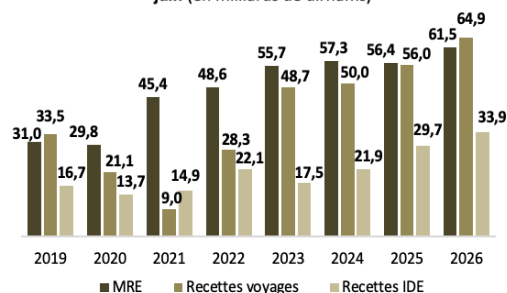
+14,4%
(fin juin)



Recettes IDE

Evolution favorable des autres flux financiers

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



Source : OC ; Elaboration : DEPF

A fin juin 2026, les recettes voyages ont poursuivi leur dynamique de croissance, progressant de 15,9% pour atteindre 64,9 milliards de dirhams. Les transferts des MRE se sont, quant à eux, accrus de 9,9%, pour s'établir à 61,5 milliards de dirhams.

Ensemble, ces deux postes ont généré des recettes de 126,4 milliards de dirhams, permettant de couvrir 63,7% du déficit commercial, contre 69,7% un an auparavant.

Par ailleurs, le flux net des IDE au Maroc a progressé de 31,5% atteignant 26,2 milliards de dirhams, à la faveur d'une augmentation des recettes (+14,4%, à 33,9 milliards de dirhams) et d'un recul des dépenses (-20,5%, à 7,8 milliards de dirhams).

Concernant le flux net des investissements directs marocains à l'étranger (IDME), il a enregistré une croissance soutenue (+169,3%) pour s'établir à 5,7 milliards de dirhams. Cette évolution s'explique par la hausse des investissements directs marocains à l'étranger (+50,9%, à 14,4 milliards de dirhams), conjuguée à celle des cessions de ces investissements (+17,2%, à 8,7 milliards de dirhams).

4. FINANCES PUBLIQUES (HORS TVA DES COLLECTIVITÉS LOCALES)

L'exécution de la Loi de Finances à fin juillet 2026 fait ressortir un allègement du déficit budgétaire de 7,7% ou de 4,2 milliards de dirhams pour se situer à 50,5 milliards. Cette évolution a résulté, particulièrement, d'une hausse des recettes (+12,5% ou +28,2 milliards de dirhams), plus importante que celle des dépenses globales (+8,5% ou +23,9 milliards de dirhams).

Bonne performance des recettes fiscales en termes d'exécution et d'évolution

+10,9%
(fin juillet)



Recettes fiscales

+14,4%
(fin juillet)



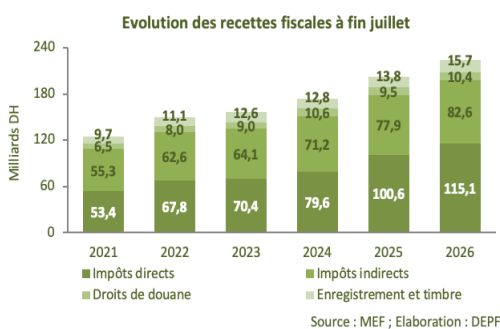
Impôts directs

+6%
(fin juillet)



Impôts indirects

A fin juillet 2026, les recettes ordinaires ont enregistré un taux de réalisation de 58,6% par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2026 et une hausse de 12,5% par rapport à leur niveau à fin juillet 2025 pour atteindre 253,8 milliards de dirhams. Cette évolution est imputable à la hausse des recettes fiscales, ainsi que de celles non fiscales.



Les recettes fiscales se sont accrues de 10,9% pour atteindre 223,8 milliards de dirhams à fin juillet 2026, se concrétisant à hauteur de 61,1% par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2026. Cette hausse a concerné la majorité des principales rubriques. Plus particulièrement, les recettes des impôts directs se sont raffermies de 14,4% pour s'établir à 115,1 milliards de dirhams, enregistrant un taux de réalisation de 70,1%. Elles ont contribué à hauteur de 66% à la hausse des recettes fiscales.

L'évolution des recettes des impôts directs s'explique, essentiellement, par la hausse des recettes de l'IS de 24,9% pour atteindre 69,4 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 73,5%, reflétant essentiellement la bonne dynamique des versements spontanés. Dans une moindre mesure, les recettes de l'IR ont progressé de 1,8% pour atteindre 42,9 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 66,6%. Hors la recette exceptionnelle de 3,8 milliards de dirhams enregistrée au mois de janvier 2025, en liaison avec la mesure de la régularisation fiscale volontaire prévue par la LF 2024, les recettes de l'IR auraient enregistré un accroissement de 11,9%, porté notamment par la hausse de l'IR retenu sur les profits de cession de valeurs mobilières et de l'IR retenu sur les salaires.

Concernant les recettes des impôts indirects, elles ont augmenté de 6% pour atteindre 82,6 milliards de dirhams, enregistrant un taux d'exécution de 51,7% et contribuant à hauteur de 21,3% à la hausse des recettes fiscales. Par composante, les recettes de la TVA se sont accrues de 6,5% pour s'élever à 59,3 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 51,8%. L'évolution de ces recettes recouvre une augmentation de celles de la TVA à l'importation de 7,9% à 38,7 milliards de dirhams et de celles de la TVA intérieure de 3,9% à 20,6 milliards de dirhams. De leur côté, les recettes des TIC ont progressé de 4,8% à 23,4 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 51,5%, suite essentiellement à la hausse des recettes des TIC sur les produits énergétiques de 3,6% à 12,4 milliards de dirhams et de celles des TIC sur les tabacs manufacturés de 5,3% à 8,7 milliards de dirhams.

S'agissant des recettes afférentes aux droits de douane, elles se sont accrues de 8,9% pour atteindre 10,4 milliards de dirhams, enregistrant un taux de réalisation de 56,1%. Pour leur part, les recettes relatives aux droits d'enregistrement et de timbre ont progressé de 14,1% pour se situer à 15,7 milliards de dirhams, enregistrant un taux de réalisation de 65,3%, suite principalement à la hausse des recettes issues des droits d'enregistrement.

Quant aux recettes non fiscales, elles ont augmenté de 28,1% pour atteindre 27 milliards de dirhams à fin juillet 2026, se concrétisant à hauteur de 43,1%. Cette évolution s'explique par la hausse des recettes en provenance des établissements et entreprises publics de 1,4% pour s'établir à 9,5 milliards de dirhams et des autres recettes non fiscales de 49,3% pour se situer à 17,6 milliards de dirhams, dont 9,9 milliards au titre des mécanismes innovants contre un milliard un an auparavant.

+14,2%
(fin juillet)



Dépenses ordinaires

+10,8%
(en glissement annuel)
(fin juillet)



Charges de la
compensation

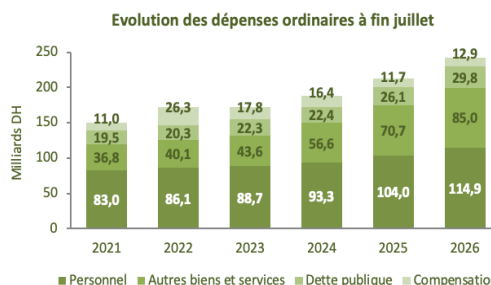
50,5 Mds DH
(fin juillet)



Déficit budgétaire

Accroissement des dépenses ordinaires

A fin juillet 2026, les dépenses ordinaires ont enregistré un taux de réalisation de 63,9% par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2026 et une hausse de 14,2% par rapport à leur niveau à fin juillet 2025 pour atteindre 242,6 milliards de dirhams. Cette augmentation a concerné l'ensemble des rubriques, en l'occurrence, les dépenses de biens et services, les intérêts de la dette et les charges de la compensation.



Source : MEF ; Elaboration : DEPF

Les dépenses de biens et services ont enregistré une hausse de 14,4% par rapport à fin juillet 2025 et un taux de réalisation de 61,7% par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2026 pour atteindre 199,9 milliards de dirhams. Cette évolution incorpore une augmentation des dépenses de personnel de 10,4% à 114,9 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 58,8%, et de celles des autres biens et services de 20,3% à 85 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 66,1%. L'augmentation des dépenses de personnel s'explique notamment par l'impact des mesures décidées dans le cadre du dialogue social. Quant à la hausse des dépenses des autres biens et services, elle est imputable principalement à l'augmentation des transferts au profit de divers établissements et entreprises publics notamment ceux à caractère social.

De leur côté, les charges en intérêts de la dette, exécutées à hauteur de 71,6%, ont augmenté de 14% pour atteindre 29,8 milliards de dirhams. Cette évolution recouvre la hausse des charges en intérêts de la dette intérieure de 14,5% à 23,6 milliards de dirhams et de celles de la dette extérieure de 12% à 6,2 milliards de dirhams.

Quant aux charges de la compensation, qui ont enregistré un taux de réalisation de 93,4%, elles ont progressé par rapport à leur niveau à fin juillet 2025 de 10,8% pour atteindre 12,9 milliards de dirhams. Cette hausse est attribuable principalement aux aides directes accordées aux professionnels du secteur du transport, visant à faire face à la hausse des prix des carburants, induite notamment par le conflit au Moyen-Orient, pour un montant de 1,3 milliard de dirhams à fin juillet 2026.

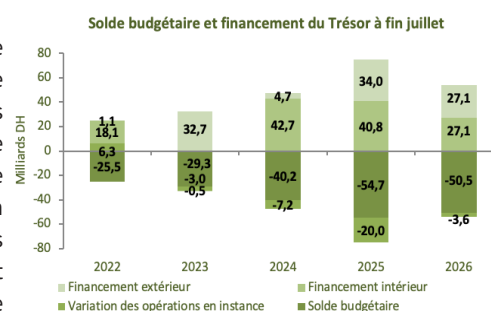
Globalement, l'évolution des recettes et des dépenses ordinaires à fin juillet 2026 a dégagé un solde ordinaire excédentaire de 11,1 milliards de dirhams après un excédent de 13,1 milliards l'année précédente.

Concernant les dépenses d'investissement, elles se sont raffermies de 13,9%, par rapport à fin juillet 2025, pour s'élever à 69,3 milliards de dirhams, enregistrant un taux de réalisation par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2026 de 60,4%.

Allègement du déficit budgétaire

Tenant compte d'un excédent des comptes spéciaux du Trésor de 7,7 milliards de dirhams après un solde débiteur de 7 milliards un an auparavant, l'exécution de la Loi de Finances à fin juillet 2026 fait ressortir un allègement du déficit budgétaire de 7,7% ou de 4,2 milliards de dirhams pour se situer à 50,5 milliards de dirhams.

Eu égard aux éléments précités et à la baisse des opérations en instance de 3,6 milliards de dirhams, la situation des charges et ressources du Trésor a dégagé un besoin de financement de 54,2 milliards de dirhams à fin juillet 2026 contre 74,8 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 27,1 milliards de dirhams chacun.



Source : MEF ; Elaboration : DEPF

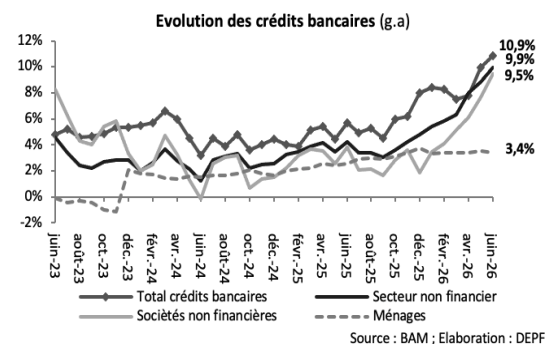
5. FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Accélération de la croissance des crédits bancaires au secteur non financier

À fin juin 2026, la masse monétaire (M3) s'est accrue, par rapport au mois précédent, de 1,8% pour atteindre 2.185 milliards de dirhams. Cette évolution incorpore, essentiellement, une hausse des crédits bancaires et des avoirs officiels de réserve (AOR) et une baisse des créances nettes des institutions de dépôt sur l'administration centrale.

En glissement annuel, la croissance de la masse monétaire a maintenu quasiment le même rythme que le mois précédent, soit +11,7% après +12% à fin mai 2026. Toutefois, elle s'est accélérée comparativement à l'évolution de l'année précédente (+8% à fin juin 2025). Cette accélération recouvre, particulièrement, l'amélioration de la croissance des crédits bancaires et des avoirs officiels de réserve (AOR), et la hausse des créances nettes des institutions de dépôt sur l'administration centrale après un recul un an auparavant.

À fin juin 2026, les crédits bancaires ont augmenté, par rapport au mois précédent, de 3,4% pour atteindre 1.301,8 milliards de dirhams. Cette évolution incorpore une hausse des crédits au secteur financier de 10% et de ceux au secteur non financier de 2%, dont notamment les crédits aux sociétés non financières (+3,3%) et les crédits aux ménages (+0,2%). Par objet économique, cette évolution recouvre, principalement, l'accroissement des crédits à caractère financier de 15,2%, des crédits à l'équipement de 4,4%, des crédits de trésorerie de 3,3%, des crédits à l'immobilier de 1,1% et des crédits à la consommation de 0,8%.

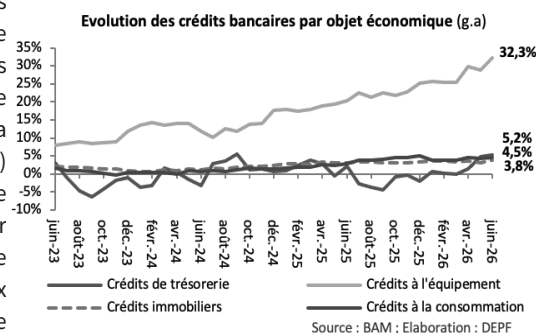


En glissement annuel, le taux de progression des crédits bancaires s'est accéléré, se situant à +10,9% à fin juin 2026, après +9,9% le mois précédent et +5,7% l'année dernière. Cette accélération a résulté, en particulier, de l'amélioration du taux de progression des crédits au secteur non financier qui s'est situé à +9,9% après +8,9% à fin mai 2026 et +4,2% à fin juin 2025, ainsi que de celui des crédits au secteur financier qui s'est établi à +15,2%, soit quasiment le même taux que le mois précédent (+15,4%), après +13,3% à fin juin 2025.

L'évolution des crédits au secteur non financier est particulièrement liée à l'amélioration du taux de progression des crédits aux sociétés non financières (+9,5% après +7,7% à fin mai 2026 et +3,8% à fin juin 2025) et de celui des crédits aux ménages (+3,4%, soit quasiment le même taux enregistré à fin mai 2026 (+3,5%), après +2,6% à fin juin 2025).

Par objet économique, l'évolution des crédits bancaires recouvre, particulièrement, l'amélioration des taux de progression des crédits à l'équipement (+32,3% après +20,2% l'année précédente), des crédits de trésorerie (+5,2% après +2,2% à fin juin 2025), des crédits à la consommation (+4,5% après +2,8% un an auparavant) et des crédits à l'immobilier (+3,8% après +3% l'année dernière). Cette évolution des crédits à l'immobilier incorpore une hausse des crédits à l'habitat de 2,7% après +2,5% à fin juin 2025 et des crédits aux promoteurs immobiliers de 5,2% après +6,9% l'année antérieure.

De leur côté, les crédits à caractère financier se sont accrus de 14,2% après une baisse de 1,9% à fin juin 2025. Quant aux créances en souffrance, leur croissance a ralenti à +1,9% après +7,1% l'année dernière.



+11,7%
(fin juin)



Masse monétaire

+10,9%
(fin juin)



Crédits bancaires

+32,3%
(fin juin)



Crédits à l'équipement

**5 mois et 27 jours
d'importations**

(B&S)

(fin juin)

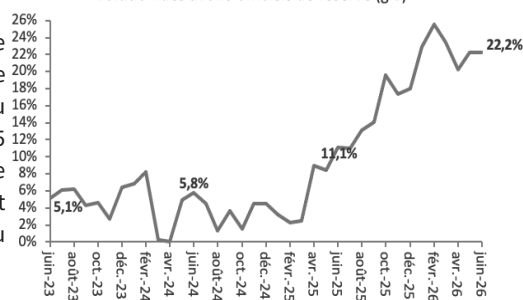


AOR

S'agissant des avoirs officiels de réserve (AOR), ils ont augmenté, en glissement mensuel, de 1,2% ou de 5,9 milliards de dirhams pour atteindre 497,3 milliards de dirhams à fin juin 2026, représentant l'équivalent de 5 mois et 27 jours d'importations de biens et services, contre 5 mois et 24 jours le mois dernier et 5 mois et 9 jours l'année précédente.

En glissement annuel, les avoirs officiels de réserve ont maintenu quasiment le même taux de progression que le mois précédent, soit +22,2% ou +90,5 milliards de dirhams après +22,3% ou +89,5 milliards à fin mai 2026. Toutefois, leur croissance a poursuivi son accélération comparativement à l'évolution de l'année précédente (+11,1% ou +40,7 milliards de dirhams à fin juin 2025).

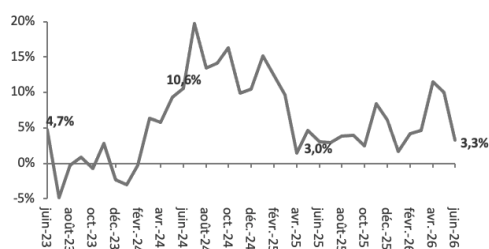
Evolution des avoirs officiels de réserve (g.a)



Source : BAM ; Elaboration : DEPF

Concernant les créances nettes des institutions de dépôt (ID) sur l'administration centrale (AC), elles ont reculé de 3,3%, par rapport à fin mai 2026, pour s'établir à 358,5 milliards de dirhams à fin juin 2026 et ce, suite particulièrement à la baisse des créances nettes des Autres Institutions de Dépôts (AID) de 3%.

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) se sont accrues de 2,5% à fin juin 2026 après une baisse de 1,4% un an auparavant. Cette évolution incorpore, particulièrement, une hausse des créances nettes des Autres Institutions de Dépôts (AID) de 3,3% à fin juin 2026 après une augmentation de 3% à fin juin 2025.

L'évolution des créances nettes des AID, à fin juin 2026, recouvre une accélération de la hausse de leurs créances sur l'AC à +6,4% après +4,6% l'année précédente, conjuguée à la hausse de leurs engagements envers l'AC de 52,1% après un accroissement de 36,8% à fin juin 2025.

Au niveau des composantes de la masse monétaire, la hausse de cette dernière, en glissement mensuel, recouvre, particulièrement, l'augmentation des dépôts à vue auprès des banques de 4,2%, des détentions en titres d'OPCVM monétaires de 5,7% et des comptes d'épargne auprès des banques de 0,2%, et le recul de la circulation fiduciaire de 2%, des comptes à terme auprès des banques de 2,3% et des dépôts en devises de 0,7%.

En glissement annuel, l'évolution de la masse monétaire incorpore l'accélération de la croissance de la circulation fiduciaire (+18,4% après +7% l'année précédente), des comptes d'épargne auprès des banques (+4,4% après +1,8% à fin juin 2025) et des dépôts en devises (+10,2% après +3% un an auparavant) et des détentions en titres d'OPCVM monétaires (+37,4% après +6,3% à fin juin 2025), le maintien de l'accroissement des dépôts à vue auprès des banques à +11,7% et la baisse des comptes à terme auprès des banques de 5,5% après une hausse de 3,2% l'année dernière.

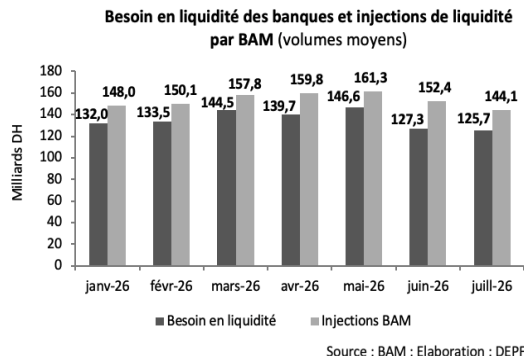
Concernant les agrégats de placements liquides (PL), leur encours a enregistré un léger recul, par rapport au mois précédent, de 0,4%. Cette évolution recouvre la baisse de l'encours des titres d'OPCVM obligataires (PL2) de 2,7% et de celui des titres d'OPCVM actions et diversifiés (PL3) de 0,8% et l'augmentation de celui des titres d'OPCVM contractuels et des titres de créances négociables (PL1) de 1,7%. En glissement annuel, l'encours de PL a progressé de 6,3% après une hausse de 13,5% à fin juin 2025, sous l'effet de la hausse de PL1 (+4,7% après +2,2%), de PL2 (+8,6% après +18%) et de PL3 (+6,1% après +52,3%).

Atténuation du besoin en liquidité des banques au cours du mois de juillet 2026

144,1 Mds DH
(juillet)



Injection de liquidité
(Volume moyen)



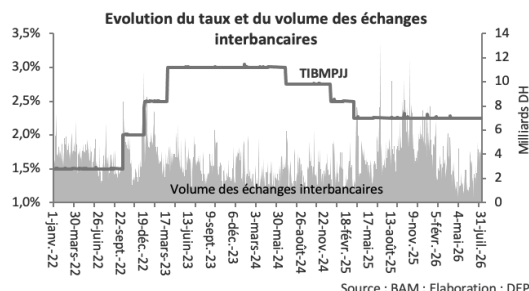
Au cours du mois de juillet 2026, le besoin en liquidité des banques s'est atténué comparativement au mois précédent, se situant en moyenne hebdomadaire à 125,7 milliards de dirhams après 127,3 milliards en juin et 146,6 milliards en mai. Dans ce contexte, la Banque Centrale a réduit le volume de ses injections de liquidité qui s'est établi en moyenne hebdomadaire à 144,1 milliards de dirhams, après 152,4 milliards en juin et 161,3 milliards en mai.

Les interventions de Bank Al-Maghrib ont porté, essentiellement, sur les avances à 7 jours (48,9 milliards de dirhams après 53,7 milliards en juin 2026), les opérations de pensions livrées à 1 et 3 mois (48,9 milliards de dirhams après 52,1 milliards en juin 2026) et les opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME (46,2 milliards de dirhams après 46,7 milliards en juin 2026).

3,3 Mds DH
(juillet)



Transactions interbancaires
(Volume moyen)



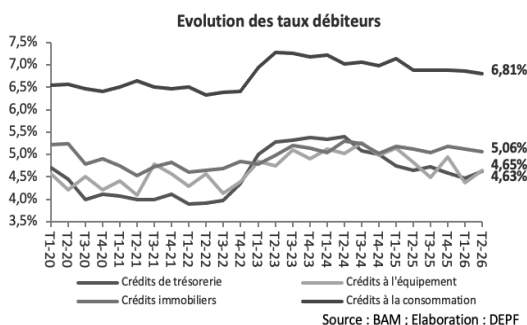
S'agissant du volume moyen des transactions interbancaires, il s'est accru de 52,8%, par rapport au mois précédent, pour atteindre 3,3 milliards de dirhams au titre du mois de juillet 2026. Quant au taux interbancaire moyen pondéré au jour le jour (TIMPJJ), celui-ci se maintient depuis le 20 mars 2025 en évolution quasi-stable, alignée sur le taux directeur, s'établissant en moyenne à 2,25%.

2,25%
(juillet)



TIMPJJ

Concernant l'évolution des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib au titre du deuxième trimestre 2026 font ressortir une hausse, comparativement au trimestre précédent, du taux moyen pondéré global, de 15 points de base pour se situer à 4,81%. Cette évolution recouvre l'effet conjoint de l'augmentation des taux des crédits à l'équipement (+28 pb à 4,65%) et de ceux des crédits de trésorerie (+16 pb à 4,63%), et le recul de ceux des crédits à l'immobilier (-7 pb à 5,06%) et de ceux des crédits à la consommation (-5 pb à 6,81%).



70,8 Mds DH
(fin juillet)



Levées brutes du
Trésor

Repli du recours du Trésor au marché des adjudications à fin juillet 2026

Au titre du mois de juillet 2026, les levées brutes du Trésor au niveau du marché des adjudications ont poursuivi leur repli pour le deuxième mois consécutif, enregistrant un recul, comparativement au mois précédent, de 45,9% pour se situer à 4,4 milliards de dirhams (y compris les opérations d'échange). Ces levées ont porté pour le quatrième mois consécutif sur les maturités courtes et moyennes à hauteur de 51,7% et 48,3% respectivement contre 24,8% et 75,2% le mois précédent.

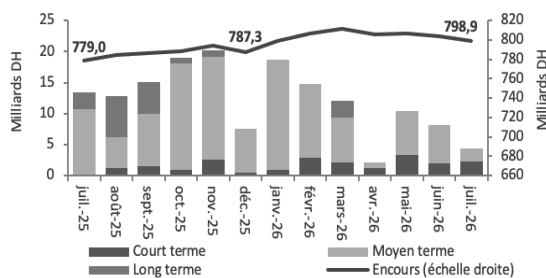
De leur côté, les remboursements du Trésor au titre du mois de juillet 2026 ont reculé, comparativement au mois précédent, de 21,8% pour s'établir à 9,1 milliards de dirhams (y compris les opérations d'échange et de rachat). Eu égard à ces évolutions, les levées nettes du Trésor ont été négatives pour le deuxième mois consécutif, se situant à -4,7 milliards de dirhams en juillet 2026 après -3,5 milliards le mois dernier.

Au terme des sept premiers mois de 2026, les levées brutes du Trésor se sont repliées, en glissement annuel, de 19,3% pour s'établir à 70,8 milliards de dirhams (y compris les opérations d'échange). Ce recul est imputable à la baisse du volume souscrit des maturités longues de 90,3% pour se situer à 2,7 milliards de dirhams, soit 3,8% des levées après 31,5% un an auparavant. En revanche, le volume levé en maturités moyennes s'est accru de 13,7% pour atteindre 53,3 milliards de dirhams, prédominant les levées à hauteur de 75,2% contre 53,4% l'année précédente. De même, celui des maturités courtes a augmenté de 12,1% pour s'établir à 14,8 milliards de dirhams, soit 21% des levées contre 15,1% l'année dernière.

S'agissant des remboursements du Trésor, ils ont reculé, en glissement annuel, de 5% pour se situer à 59,2 milliards dirhams à fin juillet 2026 (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 juillet 2025, de 54,4% pour s'établir à 11,6 milliards de dirhams.

Eu égard à ces évolutions, l'encours des bons du Trésor émis par adjudication s'est établi à 798,9 milliards de dirhams à fin juillet 2026, enregistrant une légère baisse de 0,6% par rapport à fin juin 2026, demeurant toutefois en hausse de 1,5% par rapport à fin décembre 2025. La structure de cet encours reste prédominée par les maturités longues quoique leur part ait reculé de 2,4 points par rapport à fin décembre 2025, pour se situer à 64,7% après 67,1%. Elles devancent les maturités moyennes dont la part s'est accrue de 2,1 points pour s'établir à 32,9% après 30,8% à fin décembre 2025. Quant à la part des maturités courtes, qui demeure faible, elle a enregistré une légère augmentation de 0,3 point à 2,3%.

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



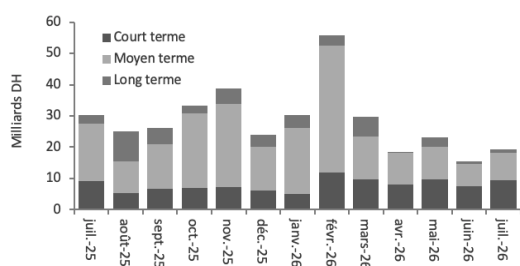
Source : MEF ; Elaboration : DEPF

59,2 Mds DH
(fin juillet)



Remboursements
du Trésor

Evolution du volume des soumissions par terme



Source : MEF ; Elaboration : DEPF

Concernant le volume des soumissions sur le marché des adjudications au titre du mois de juillet 2026, il a augmenté, par rapport au mois précédent, de 26,3% pour atteindre 19,4 milliards de dirhams (hors opérations d'échange). La demande a été orientée, essentiellement, vers les maturités courtes et moyennes à hauteur de 49,1% et 44% respectivement après 47,9% et 48% le mois précédent. La part des maturités longues, quant à elle, s'est située à 7% après 4,1% le mois dernier.

Au terme des sept premiers mois de 2026, le volume des soumissions s’est accru, par rapport à fin juillet 2025, de 1,3% pour s’établir à 192 milliards de dirhams (hors opérations d’échange). La hausse a concerné le volume soumissionné des maturités moyennes (+21,4% à 112 milliards de dirhams, canalisant 58,3% du volume des soumissions après 48,7% l’année dernière) et celui des maturités courtes (+26,5% à 61,4 milliards de dirhams, représentant 32% du volume des soumissions après 25,6% l’année précédente). En revanche, le volume soumissionné des maturités longues a reculé de 61,8% pour se situer à 18,6 milliards de dirhams, soit 9,7% du volume des soumissions contre 25,7% un an auparavant.

Evolution des taux des bons du Trésor

S’agissant de l’évolution des taux moyens pondérés primaires des émissions des bons du Trésor au titre du mois de juillet 2026, comparativement aux taux des émissions du mois précédent, ceux des bons à 26 semaines et à 52 semaines ont enregistré de légers replis de 2 et 3 points de base respectivement, alors que celui des bons à 5 ans a quasiment stagné.

	Juil-26	Dernières émissions		Var
		Taux	Date	
13 semaines	-	1,68%	Sept-25	-
26 semaines	2,16%	2,18%	Juin-26	-2 pb
52 semaines	2,21%	2,24%	Juin-26	-3 pb
2 ans	-	2,37%	Juin-26	-
5 ans	2,84%	2,84%	Juin-26	-
10 ans	-	2,96%	Mars-26	-
15 ans	-	3,13%	Oct-25	-
20 ans	-	3,30%	Sept-25	-
30 ans	-	3,75%	Oct-25	-

Source : MEF ; Elaboration : DEPF

Recul des indices de la Bourse de Casablanca pour le deuxième mois consécutif à fin juillet 2026

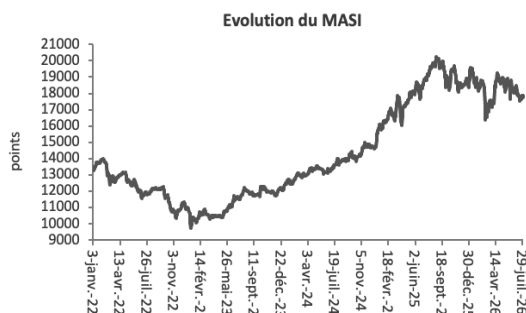
-5,3% et -11,3%

(fin juil-26/fin déc-25)



MASI et MASI 20

Au terme du mois de juillet 2026, les indices de la Bourse de Casablanca ont poursuivi leur repli pour le deuxième mois consécutif. Ainsi, les indices MASI et MASI 20 ont clôturé ce mois à 17.843,70 et 1.317,55 points respectivement, enregistrant une baisse, par rapport à juin 2026, de 2,1% et 1,5% après -3,5% et -0,3% le mois précédent, creusant leur contre-performance par rapport à fin décembre 2025 à -5,3% et -11,3% après -3,3% et -10% à fin juin 2026.



Source : Bourse de Casablanca ; Elaboration : DEPF

Banques : -1,7%

Mines : -2,5%

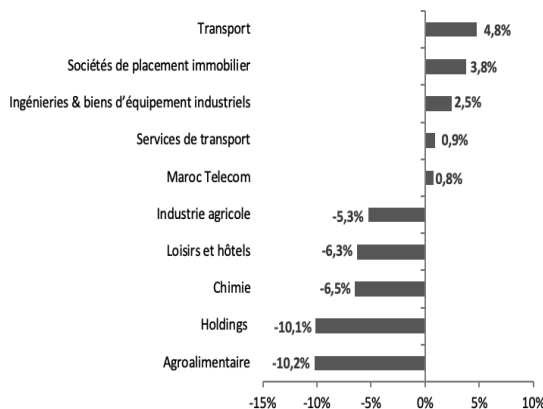
BTP : -1,7%

(fin juil-26/fin juin-26)



Indices sectoriels

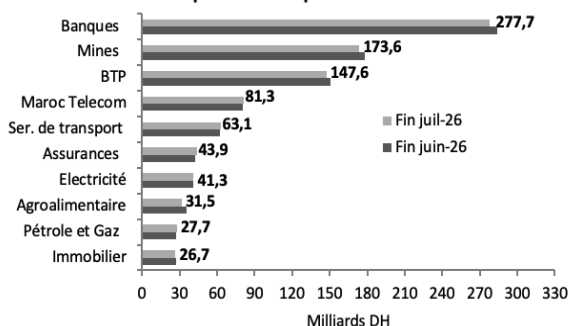
Les dix plus fortes variations mensuelles des indices sectoriels à fin juillet 2026 (variations par rapport à fin juin 2026)



Source : Bourse de Casablanca ; Elaboration : DEPF

Au niveau sectoriel, parmi les 24 secteurs représentés à la cote de la Bourse de Casablanca, 17 secteurs ont enregistré des performances négatives par rapport à fin juin 2026. Il s'agit, particulièrement, des indices des secteurs de l'agroalimentaire (-10,2%), des holdings (-10,1%) et de chimie (-6,5%). De même, les indices des trois premières capitalisations sectorielles, en l'occurrence les banques, les mines et le BTP ont reculé respectivement de 1,7%, 2,5% et 1,7%. Les performances positives du mois ont concerné notamment les indices des secteurs de transport (+4,8%), des sociétés de placement immobilier (+3,8%), des ingénieries et biens d'équipement industriel (+2,5%), des services de transport (+0,9%) et de Maroc Telecom (+0,8%).

Les dix plus fortes capitalisations sectorielles



Source : Bourse de Casablanca ; Elaboration : DEPF

1.030,6 Mds DH
(fin juillet)



Capitalisation boursière

De son côté, la capitalisation boursière a reculé, par rapport à fin juin 2026, de 1,2%, après -5,2% le mois précédent, pour se situer à 1.030,6 milliards de dirhams, ramenant sa performance, par rapport à fin décembre 2025, à -1% après +0,3% à fin juin 2026. La baisse en glissement mensuel a résulté, essentiellement, des contributions négatives des banques, des mines, de l'agroalimentaire et du BTP, atténuées particulièrement par les contributions positives des secteurs de la santé et des assurances.

58 Mds DH

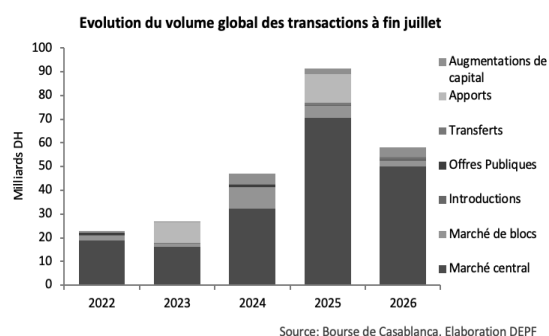
(fin juillet)



Volume global des transactions

S'agissant du volume global des transactions réalisées au titre du mois de juillet 2026, il a augmenté, par rapport au mois précédent, de 38,2% pour atteindre 8,3 milliards de dirhams. Ce volume est réparti à hauteur de :

- 39,1% pour le marché central où les transactions se sont repliées, en glissement mensuel, de 41,9% pour s'établir à 3,3 milliards de dirhams. Parmi les titres les plus actifs sur ce compartiment, figurent T2S Group Holding, Attijariwafa Bank, BCP, Managem et SODEP-Marsa Maroc, ayant canalisé respectivement 11,6%, 9,2%, 8,1%, 6,9% et 6,7% du volume des transactions en actions ;
- 8,4% pour le marché de blocs où les échanges se sont accrus, comparativement au mois de juin 2026, de 74,9% pour atteindre 702,8 millions de dirhams ;
- 39,1% pour des augmentations de capital par apport en nature (2,6 milliards de dirhams) et en numéraire (699,1 millions de dirhams) ;
- 13,2% pour l'introduction en bourse des actions de "T2S Group Holding", groupe spécialisé dans le secteur de la santé, par augmentation de capital et cession d'actions, d'un montant global de 1,1 milliard de dirhams ;
- 0,2% pour les transferts d'actions.



Au terme des sept premiers mois de 2026, le volume global des transactions a reculé, en glissement annuel, de 36,5% pour se situer à 58 milliards de dirhams. Par compartiment, le volume des échanges sur le marché central s'est replié de 29,2% pour s'établir à 49,9 milliards de dirhams, soit 86,1% du volume des transactions. De même, celui enregistré sur le marché de blocs a baissé de 49,4% pour se situer à 2,5 milliards de dirhams, soit 4,3% du volume des échanges. Enfin, les augmentations de capital, les introductions d'actions et les transferts d'actions ont représenté respectivement 6,6%, 1,9% et 1% du volume des transactions à fin juillet 2026.

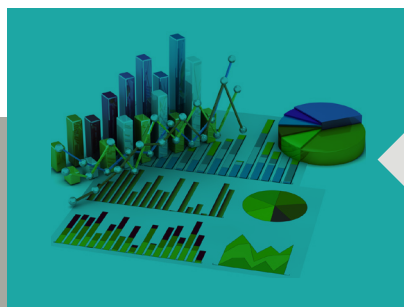


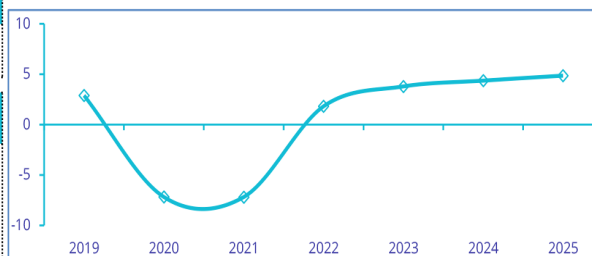
TABLEAU DE BORD

N° : 354

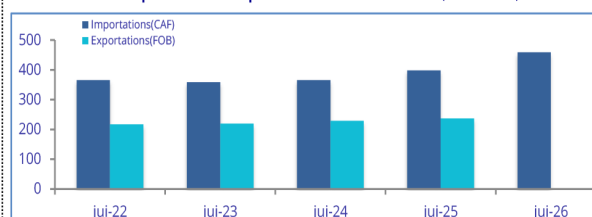
Tableau de bord de l'économie marocaine

Agrégats de la comptabilité nationale(1)			
	2023	2024	2025
Produit Intérieur Brut (aux prix de l'année précédente) (base 2014)	3,8	4,4	4,9
Echanges extérieurs (millions de Dhs)			
	jui-25	jui-26	(%)
Importations globales	397.887	458.778	15,3
Produits énergétiques	53.188	68.582	28,9
Produits finis d'équipement	92.668	112.340	21,2
Produits alimentaires	48.216	48.876	1,4
Exportations globales	237.305	260.397	9,7
Phosphate et dérivés	46.481	45.428	-2,3
Automobile	79.807	93.655	17,4
Déficit commercial	-160.582	-198.380	23,5
Taux de couverture (en %)	59,6	56,8	
Transferts MRE	55.954	61.480	9,9
Recettes voyages	56.007	64.898	15,9
Recettes des IDE	29.651	33.911	14,4
Monnaie (millions de Dhs)			
	jui-25	jui-26	(%)
Agrégat M3	1.956.334	2.184.990	11,7
Avoirs officiels de réserve	406.880	497.339	22,2
Créances nettes sur l'administration centrale	349.649	358.478	2,5
Créances sur l'économie	1.434.822	1.602.073	11,7
Dont : Crédits des AID	1.182.453	1.313.450	11,1
Crédits immobiliers	317.284	329.252	3,8
Crédits à l'équipement	260.206	344.247	32,3
Crédits à la consommation	60.156	62.839	4,5
Bourse			
	jui-25	jui-26	(%)
MASI	19.635	17.844	-9,1
MASI20	1.615	1.318	-18,4
Volume des transactions (2) (millions de Dhs)	75.444	52.431	-30,5
Indice des prix à la consommation (100=2017)			
	jui-25	jui-26	(%)
Indice des prix à la consommation	119,6	120,0	0,3
Produits alimentaires	131,3	129,5	-1,4
Produits non alimentaires	112,1	113,9	1,6
Taux de change (en MAD)			
	jui-25	jui-26	(%)
Euro	10,54	10,68	1,37
Dollar américain US\$	9,02	9,36	3,72
Taux d'intérêt (dernières émissions)			
	déc-25	jui-26	Pb 100
Taux adjudications (52 semaines)	2,215	2,208	-1
(2 ans)	2,543	2,370	-17
(5 ans)	2,591	2,839	25
(10 ans)	2,744	2,960	22
(15 ans)	3,133	-	-

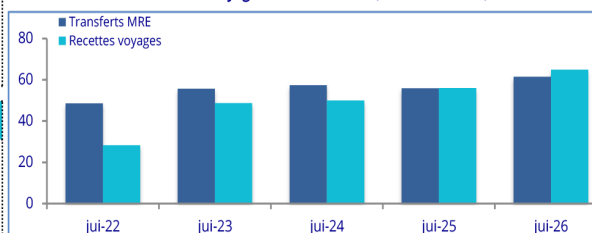
Croissance du PIB (base 2014) en volume



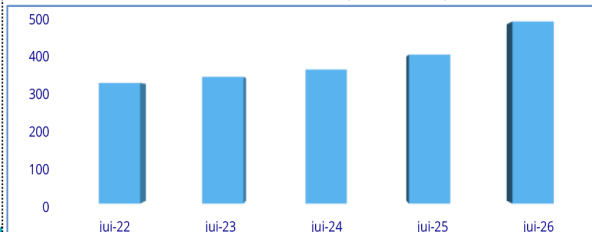
Exportations et importations de marchandises (milliards de Dhs)



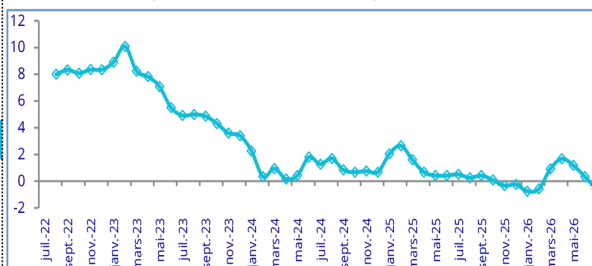
Recettes voyages et recettes MRE (en milliards de DHs)



Avoirs officiels de réserve (milliards de Dh)



Variation en glissement annuel de l'indice des prix à la consommation (en %)



Taux de change (en Dhs)

