



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 80 / 2026

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 22 SEPTEMBRE 2026

Dépôt légal : 2025PE0053
e-issn : 3119-6314

BANK AL-MAGHRIB
Administration Centrale
277, Avenue Mohammed V - B.P. 445 - Rabat
Tél. : (212) 5 37 57 41 04 / 05
Fax : (212) 5 37 57 41 11
E-mail : dee@bkam.ma
www.bkam.ma

SOMMAIRE

PRÉAMBULE

COMMUNIQUÉ DE PRESSE	7
APERÇU GENERAL	10
1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX	17
1.1 Activité économique et emploi	17
1.2 Conditions monétaires et financières	18
1.3 Prix des matières premières et inflation	21
2. Comptes extérieurs	24
2.1 Balance commerciale	24
2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes	26
2.3 Compte financier	27
3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS	28
3.1 Conditions monétaires	28
3.2 Prix des actifs	32
4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE	35
4.1 Recettes ordinaires	35
4.2 Dépenses	36
4.3 Déficit et financement du Trésor	37
5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL	39
5.1 Demande intérieure	39
5.2 Demande extérieure	40
5.3 Offre globale	40
5.4 Marché du travail et capacités de production	41
6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION	43
6.1 Evolution de l'inflation	43
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation	45
6.3 Anticipations de l'inflation	45
6.4 Prix à la production	46
7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME	47
Synthèse	47
7.1 Hypothèses sous-jacentes	50
7.2 Projections macroéconomiques	54
7.3 Balance des risques	58
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	60
LISTE DES GRAPHIQUES	62
LISTE DES TABLEAUX	63



بنك المغرب
بنك المغرب

PRÉAMBULE

Selon les dispositions de l'article 6 de la loi n° 40-17 portant Statut de Bank Al-Maghrib, promulguée par le Dahir n° 1-19-82 du 17 chaoual 1440 (21 juin 2019), « la Banque définit et conduit en toute transparence la politique monétaire dans le cadre de la politique économique et financière du gouvernement. L'objectif principal de la Banque est de maintenir la stabilité des prix. »

Cette stabilité permet de préserver le pouvoir d'achat des citoyens et de favoriser l'investissement et la croissance. La stabilité des prix ne fait pas référence à une inflation nulle, mais au maintien de celle-ci à un niveau modéré et stable à moyen terme. Pour la réalisation de ces objectifs, la Banque intervient sur le marché monétaire en utilisant les instruments appropriés, principalement le taux directeur et celui de la réserve obligatoire.

Les décisions de la politique monétaire se transmettent à l'économie notamment à travers leurs effets sur les taux d'intérêt sur les différents marchés, les anticipations des agents économiques et les prix des actifs, dont la variation affecte la demande globale de biens et services et, in fine, l'inflation. Etant donné que ces effets ne se matérialisent qu'après un certain délai, les prévisions revêtent une importance cruciale dans la formulation et la prise de décision en matière de politique monétaire. Celles-ci sont élaborées par la Banque pour un horizon de huit trimestres sur la base d'un dispositif d'analyse et de prévision intégré, articulé autour d'un modèle central de politique monétaire qui est lui-même alimenté et complété par plusieurs modèles satellites. Le modèle central de prévision est de type new-keynésien semi-structurel, qui s'appuie à la fois sur les fondements théoriques sous-jacents aux modèles d'équilibre général et sur l'ajustement aux données caractérisant les modèles empiriques.

Dans un souci de transparence en matière de décision de politique monétaire, la Banque publie à l'issue des réunions de son Conseil un communiqué de presse et le Wali tient un point de presse où il revient sur la décision et explique ses fondements. En outre, la Banque prépare et publie sur son site web le Rapport trimestriel sur la Politique Monétaire (RPM) qui présente l'ensemble des analyses sous-tendant ses décisions. En plus de l'aperçu général qui synthétise les évolutions économiques, monétaires et financières récentes ainsi que les projections macroéconomiques, le RPM est structuré en deux parties. La première décrit les évolutions économiques récentes et est constituée de six chapitres, à savoir : (i) les développements internationaux ; (ii) les comptes extérieurs ; (iii) la monnaie, le crédit et le marché des actifs ; (iv) l'orientation de la politique budgétaire ; (v) la demande, l'offre et le marché du travail ; et (vi) l'inflation. La seconde partie est consacrée à la présentation des perspectives à moyen terme de l'économie nationale, des risques qui les entourent ainsi que des principales hypothèses sous-jacentes.

Membres du Conseil de Bank Al-Maghrib (Article 26 du Statut de la Banque)

Le Wali, Président

Le Directeur Général

Le Directeur du Trésor et des Finances Extérieures, Représentant du Ministère chargé des Finances

M. Mounssif ADERKAOUI

Mme Raja CHAKIR

M. Jilali KENZI

M. Mohamed Fouzi MOURJI

Mme Bouchra RAHMOUNI

M. Abdelhak SENHADJI SEMLALI

Assiste également aux réunions du Conseil, comme le stipule l'Article 41, le Commissaire du Gouvernement.

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 22 septembre 2026

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 22 septembre sa troisième réunion trimestrielle de l'année 2026.
2. Lors de cette session, il a analysé l'évolution de la conjoncture économique, les développements récents sur les plans externe et interne, ainsi que les projections macroéconomiques à moyen terme de Bank Al-Maghrib.
3. Au niveau international, le Conseil a relevé la recrudescence des hostilités au Moyen-Orient et l'enlisement du conflit russo-ukrainien, qui exacerbent les perturbations des chaînes de production et d'approvisionnement notamment des produits énergétiques et alimentaires, ainsi que de certains intrants essentiels. Il en résulte une montée, accompagnée d'une forte volatilité, des cours des matières premières et une nette accélération de l'inflation. En revanche, la croissance mondiale reste relativement résiliente, soutenue notamment par l'essor des investissements liés à l'intelligence artificielle (IA), ainsi que par la hausse des dépenses publiques, en particulier dans le domaine de la défense.
4. Au plan national, l'impact de l'environnement externe défavorable est perceptible sur les importations des produits énergétiques et sur le rythme d'activité de certaines industries dépendantes d'intrants importés. En revanche, l'effet de la flambée des cours de l'énergie sur les prix domestiques reste limité, atténué par les subventions accordées aux professionnels du transport routier et par le maintien des prix du gaz butane et de l'électricité.
5. Dans ces conditions, et en raison de la baisse des prix de certains produits alimentaires, l'inflation est restée faible, s'établissant à 0,3% en moyenne sur les huit premiers mois de l'année. Elle devrait, selon les prévisions de Bank Al-Maghrib, ressortir à 0,7% sur l'ensemble de l'année 2026 et augmenter à 1,5% en 2027, tirée par sa composante sous-jacente. Celle-ci connaîtrait, en effet, une accélération de -0,2% cette année à 2,2% en 2027, reflétant la dissipation de l'impact de la contraction de sa composante alimentaire, notamment les prix de l'huile d'olive, et la persistance de l'inflation importée à un niveau relativement élevé.
6. Par ailleurs, les anticipations d'inflation sont restées bien ancrées. Les experts du secteur financier, interrogés au cours du troisième trimestre de 2026 dans le cadre de l'enquête trimestrielle de Bank Al-Maghrib, tablent sur un taux moyen de 2,1% à l'horizon de 8 trimestres et de 2,2% pour celui de 12 trimestres.
7. Le Conseil considère que les incertitudes pesant sur les perspectives économiques demeurent à un niveau très élevé. Sur le plan externe, elles découlent de la persistance des conflits et des fortes tensions géoéconomiques, des inquiétudes grandissantes concernant l'approvisionnement en produits énergétiques et alimentaires ainsi qu'en intrants essentiels, des répercussions de l'envolée des rendements souverains sur les marchés financiers, ainsi que des manifestations de plus en plus prononcées du changement climatique. Au niveau interne, elles sont liées aux conditions climatiques et à l'orientation future de la politique économique.
8. Tenant compte de cette forte incertitude et au regard (i) de l'évolution à moyen terme de l'inflation à des niveaux modérés ; et (ii) de la consolidation attendue de la dynamique de l'activité économique non agricole, le Conseil a jugé approprié de maintenir le taux directeur inchangé à 2,25%. Il continuera de suivre de près l'évolution de la conjoncture externe et interne et de fonder ses décisions, réunion par réunion, sur la base des données les plus actualisées.

9. Sur les marchés internationaux des matières premières, les cours du pétrole ont enregistré une montée sensible à la suite des perturbations du transport maritime et des dommages subis par les infrastructures énergétiques dans certains des principaux pays producteurs. La hausse est atténuée par la diminution notable de la demande asiatique et par le renforcement de l'offre grâce à l'essor de la production américaine et au recours aux stocks stratégiques. Le prix du Brent devrait ainsi passer de 68,2 dollars le baril en moyenne en 2025 à 87,2 dollars cette année, avant de reculer à 73,5 dollars en 2027. Pour le phosphate et ses dérivés, tirés par le renchérissement des principaux intrants, notamment le soufre, et par le maintien des restrictions chinoises sur les exportations d'engrais phosphatés, leurs cours resteraient élevés cette année. Pour ceux d'origine marocaine, les prix devraient, selon les dernières estimations de la Commodities Research Unit, s'accroître de 713 dollars la tonne en 2025 à 860 dollars en moyenne en 2026, avant de baisser à 803 dollars en 2027 pour le DAP et passer de 529 dollars la tonne à 658 dollars puis à 657 dollars pour le TSP. Quant au phosphate brut, son prix connaîtrait une légère augmentation à 212 dollars la tonne en 2026 avant de diminuer à 206 dollars en 2027. S'agissant des produits alimentaires, le prix élevé des engrais, la récurrence des sécheresses et les perturbations accrues des exportations céréalières à partir de la mer Noire continuent d'exercer des pressions à la hausse sur leurs prix, l'indice FAO devant progresser de 2,3% cette année et de 2,4% en 2027.
10. Dans ce contexte, la croissance de l'économie mondiale ralentirait de 3,2% en 2025 à 3% en moyenne cette année puis à 2,9% en 2027. Dans les grandes économies avancées, le rythme de l'activité demeurerait stable à 2,1% aux Etats-Unis, porté par les investissements liés à l'IA et la résilience de la consommation des ménages. Dans la zone euro, il se situerait à 1,3% en 2026 et à 1,2% l'année suivante, soutenu également par les investissements liés à l'IA, par les dépenses publiques allemandes en défense et en infrastructures, ainsi que par le dynamisme du tourisme dans certains pays du Sud. Concernant les principaux pays émergents, la croissance décélérerait graduellement en Chine, revenant de 5% en 2025 à 4,4% en 2027, freinée par la faiblesse de la demande intérieure, les difficultés du secteur immobilier et le vieillissement de la population. De même, elle baisserait en Inde de 7,5% en 2025 à 6,4% en 2027, la saison de mousson défavorable et la politique tarifaire américaine devant peser sur la consommation privée et l'investissement.
11. S'agissant de l'inflation, elle s'accélérait au niveau mondial de 2,9% en 2025 à 3,4% en 2026, puis ralentirait à 3,2% l'année suivante. Dans les grandes économies avancées, elle marquerait une nette hausse dans la zone euro, passant de 2,1% en 2025 à 2,8% cette année avant de décélérer à 2,4% en 2027. Elle connaîtrait une évolution similaire aux Etats-Unis, où elle resterait supérieure à l'objectif de la Fed, atteignant 3,4% cette année, au lieu de 2,7% en 2025, avant de s'atténuer à 2,8% l'année prochaine.
12. Concernant les orientations des politiques monétaires dans les principales économies avancées, la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion des 9 et 10 septembre, d'augmenter de 25 points de base (pb) ses trois taux directeurs, soit sa deuxième hausse de l'année après celle de juin. De même, lors de sa réunion des 15 et 16 septembre, la Fed a procédé, pour la première fois depuis 2023, à un relèvement de ses taux de 25 pb, portant la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [3,75%-4,00%].
13. Au niveau national, la valeur ajoutée agricole marquerait un rebond de 16% cette année, tenant compte d'une récolte céréalière estimée par le Département de l'Agriculture à 93 millions de quintaux (MQx), et reculerait de 7,6% en 2027 sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne de 50 MQx. Pour les activités non agricoles, leur rythme décélérerait de 4,5% en 2025 à 3,1% cette année, en lien avec une évolution moins favorable que prévu de certaines branches, notamment les industries extractives et manufacturières, avant de remonter à 4% en 2027. Au total, la croissance de l'économie nationale ralentirait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, de 4,9% en 2025 à 4,4% cette année puis à 2,9% en 2027.
14. Sur le marché du travail, malgré la décélération de la croissance, les résultats de l'enquête du HCP sur la main-d'œuvre relatifs au deuxième trimestre 2026 indiquent une poursuite de la dynamique amorcée au cours des trimestres précédents. Les créations, en glissement annuel, ont atteint 406 mille emplois et le taux de chômage au sens strict a reculé à 9,5% globalement, à 11,9% dans les villes et à 5,4% en milieu rural.

15. Sur le volet des comptes extérieurs, le renchérissement des produits pétroliers et de certains intrants, ainsi que le maintien des importations de biens d'équipement à des niveaux élevés, en lien avec la poursuite de l'effort d'investissement, continuent de peser sur la balance commerciale. La facture énergétique s'alourdirait de 28,4% à 138,1 milliards de dirhams cette année, avant de revenir à 116 milliards en 2027, et les achats de produits bruts augmenteraient de 53,4% en 2026 et de 8,3% en 2027. De même, les acquisitions de biens d'équipement progresseraient de 15,6% puis de 8,8% à 250,7 milliards de dirhams. Au niveau des exportations, les expéditions du secteur automobile reprendraient graduellement, après une quasi-stabilité en 2025, pour s'établir à 202,2 milliards en 2027. De surcroît, les ventes du phosphate et de ses dérivés se raffermiraient de 9,7% cette année, portées notamment par l'envolée des cours des engrais, puis de 12,1% à 122,6 milliards de dirhams en 2027. En parallèle, les recettes de voyages poursuivraient leur dynamique pour atteindre 160 milliards en 2027 et les transferts des MRE se consolideraient à 136,3 milliards de dirhams la même année. Dans ces conditions, le déficit du compte courant connaîtrait un net creusement, passant de 2,4% du PIB en 2025 à 4,6% cette année avant de s'atténuer à 3% en 2027. S'agissant des recettes d'IDE, les projections tablent sur un flux annuel équivalent à 3,5% du PIB. Au total, et tenant compte notamment des financements extérieurs prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve continueraient de se renforcer pour se situer à 502,8 milliards de dirhams à fin 2026 et à 515,3 milliards au terme de 2027, soit l'équivalent de 5 mois et demi d'importations de biens et services.
16. Pour ce qui est des conditions monétaires, le besoin de liquidité des banques s'alourdirait progressivement, sous l'effet principalement de la hausse prévue de la circulation fiduciaire, pour s'établir à 168,2 milliards de dirhams en 2027. S'agissant du crédit bancaire au secteur non financier, son rythme devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib et les anticipations du système bancaire, connaître une nette accélération, passant de 4,8% en 2025 à 8,1% cette année avant de revenir à 6,1% en 2027. Quant à la valeur du dirham, après une appréciation de 2% en 2025, le taux de change effectif réel devrait se déprécier de 4,1% cette année et de 2% en 2027. Cela étant, les évaluations trimestrielles conduites par Bank Al-Maghrib indiquent qu'elle reste globalement alignée sur les fondamentaux économiques.
17. Au plan des finances publiques, l'exécution budgétaire au titre des huit premiers mois de l'année fait ressortir une augmentation de 9,6% des recettes ordinaires, en lien notamment avec celle des recettes fiscales, ainsi qu'un alourdissement de 10,5% des dépenses globales, traduisant essentiellement un accroissement de celles au titre des biens et services et des intérêts de la dette. Tenant compte de ces réalisations, des données de la Loi de Finances 2026, de la programmation budgétaire triennale 2026-2028, des crédits supplémentaires de 20 milliards de dirhams ouverts par le Gouvernement en mai 2026 ainsi que des premières hypothèses du projet de Loi de Finances 2027, le déficit budgétaire, hors produits de cession des participations de l'Etat, devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, s'établir à 3,4% du PIB cette année et à 3,5% en 2027.

APERÇU GENERAL

Après une accalmie temporaire consécutive à la conclusion de l'accord intérimaire entre les États-Unis et l'Iran, l'environnement international est marqué, depuis le début du troisième trimestre 2026, par une nouvelle escalade des tensions géopolitiques, sur fond de reprise des hostilités dans le Golfe persique et d'intensification des affrontements entre la Russie et l'Ukraine. Ces développements ont entraîné une nouvelle hausse de la volatilité des prix des matières premières énergétiques et alimentaires notamment et une accentuation de l'incertitude. Conjuguées aux préoccupations croissantes suscitées par les niveaux particulièrement élevés de l'endettement public, ces tensions ont également contribué à une hausse marquée des rendements souverains et à un resserrement des conditions financières.

Les données disponibles relatives à l'activité dans les principales économies font ressortir notamment une relative solidité aux États-Unis, une certaine amélioration dans la zone euro et un ralentissement en Chine. Sur les marchés du travail, la situation reste globalement favorable, les taux de chômage se maintenant à des niveaux relativement bas tant aux États-Unis que dans la zone euro, mais les signes de détente se multiplient.

Sur les marchés financiers, les huit premiers mois de l'année ont été globalement caractérisés par une évolution favorable des principaux indices boursiers, portée notamment par les valeurs technologiques aux États-Unis et celles du secteur de la défense en Europe. Cette orientation positive s'est néanmoins accompagnée d'une volatilité élevée, dans un environnement marqué par la persistance des incertitudes géopolitiques et économiques.

Par économie, les dernières données des comptes nationaux relatives au deuxième trimestre 2026 font ressortir un ralentissement de **la croissance** aux États-Unis à 2,1% en glissement annuel, après 2,7% un trimestre auparavant. Dans la zone euro, le rythme de l'activité s'est amélioré tout en restant faible, passant de 0,6% à 1,2%, avec des évolutions contrastées entre pays membres. Il s'est ainsi accéléré de 0,7% à 1% en Allemagne et de 0,8% à 1% en Italie, tandis qu'il a décéléré de 0,7% à 0,5% en France, et s'est stabilisé à 2,7% en Espagne. Ailleurs, la croissance s'est accélérée de 0,9% à 1,2% au Royaume-Uni et de 0,5% à 0,7% au Japon.

Dans les principaux pays émergents, les trajectoires ont été tout aussi différenciées. Reflétant à la fois les fragilités internes, notamment la faiblesse persistante de la demande intérieure, ainsi que les perturbations liées au conflit au Moyen-Orient qui ont affecté certains secteurs industriels, la croissance en Chine a ralenti à 4,3% au deuxième trimestre après 5% un trimestre auparavant. Ailleurs, le rythme de l'activité a décéléré de 2,6% à 2,3% en Turquie, s'est stabilisé à 7,8% en Inde et s'est accéléré de -0,2% à 1,3% en Russie.

Sur les **marchés du travail** des économies avancées, les données du mois d'août font ressortir une forte hausse des créations d'emplois qui ont atteint 162 mille après 21 mille en juillet et le taux de chômage s'est stabilisé à 4,1% aux États-Unis. Dans la zone euro, ce taux s'est maintenu à 6,4%, recouvrant des stagnations à 8,3% en France, à 5,8% en Italie et à 4% en Allemagne, ainsi qu'un léger recul à 10% en Espagne.

Sur les **places boursières** des principales économies avancées, après la correction observée au lendemain du conflit au Moyen-Orient, des performances positives ont été enregistrées, soutenues par le dynamisme des valeurs technologiques et l'intelligence artificielle, ainsi que par les valeurs du secteur de la défense en Europe. Sur les huit premiers mois de l'année, le Dow Jones Industrials a augmenté de 4,2%, l'Eurostoxx de 5,6%, le FTSE 100 de 6,9% et le Nikkei 225 de 20,7%.

Ces évolutions se sont accompagnées d'une hausse de la volatilité aussi bien sur le marché européen qu'américain, le VSTOXX et le VIX ayant augmenté, entre décembre et août, de 14 à 20,5 et de 15 à 18,5 respectivement. Au niveau des économies émergentes, l'indice MSCI EM a enregistré une progression de 16,3% sur la même période, avec notamment des hausses de 18,8% pour le sous-indice turc et de 7,9% pour son équivalent brésilien tandis que ceux de la Chine et de l'Inde ont enregistré des reculs de 6,2% et de 7,9% respectivement.

S'agissant des **marchés obligataires souverains**, ils sont marqués par une nette remontée de taux, tirée notamment par les anticipations de hausse des taux d'intérêt ainsi que par les inquiétudes suscitées par les niveaux élevés de l'endettement public. Le taux à 10 ans a ainsi augmenté de 25 points de base (pb) à 4,4% en moyenne en août pour les États-Unis, de 15 pb à 3% pour l'Allemagne, de 11 pb à 3,6% pour la France, de 20 pb à 3,7% pour l'Italie et de 15 pb à 3,4% pour l'Espagne. Concernant les principales économies émergentes, ce taux s'est stabilisé à 1,8% pour la Chine, tandis qu'il s'est accru de 24,1 pb à 6,8% pour l'Inde, de 27 pb à 14,1% pour le Brésil et de 218 pb à 30,5% pour la Turquie.

Sur les **marchés de change**, la parité euro-dollar s'est située en moyenne autour de 1,16 dollar depuis le début de l'année, soit une dépréciation de 0,8% de l'euro par rapport à son niveau de fin 2025. Par rapport aux autres monnaies, l'euro s'est apprécié de 1% face au yen japonais, tandis qu'il s'est déprécié de 1,2% par rapport à la livre sterling. Concernant les monnaies des principales économies émergentes, elles ont connu des évolutions disparates par rapport au dollar, avec des dépréciations du renminbi chinois et du real brésilien et des appréciations de la roupie indienne et de la lire turque.

Sur le **marché des matières premières**, l'évolution du cours du Brent a été marquée par une forte volatilité sur fond de tensions géopolitiques au Moyen-Orient et de perturbations des approvisionnements. Après une forte hausse au printemps, avec un pic de 120 dollars le baril en moyenne en avril, les cours ont progressivement reculé à la faveur des perspectives de cessez-le-feu, de la reprise partielle des flux pétroliers dans le Golfe et de la libération de stocks stratégiques. Toutefois, le regain de tensions en juillet a ravivé les craintes sur l'offre et entraîné une remontée des cours. En parallèle, l'augmentation progressive de la production de l'OPEP+, la hausse de l'offre des producteurs non-membres, surtout les États-Unis, et le ralentissement de la demande émanant notamment de la Chine, ont contribué à contenir les pressions haussières. Dans ces conditions, le Brent s'est renchéri de 45,4% durant les sept premiers mois de 2026 par rapport à décembre 2025, pour s'établir en moyenne à 91,2 dollars le baril. Dans le même sillage, le cours du gaz naturel européen a progressé de 59,3%, pour s'établir en moyenne à 15,1 \$/MMBtu, soit une hausse de 16,8% en glissement annuel.

Hors énergie, les cours ont progressé de 5,7% durant les sept premiers mois de l'année, résultat notamment des accroissements de 11,8% des prix des métaux et minerais et de 1% de ceux des produits agricoles. En comparaison annuelle, ils ressortent en accroissement de 7,5%, reflétant principalement un renchérissement de 30,6 % des métaux et minerais, tandis que les prix des produits agricoles ont marqué

une diminution de 3,9%. Concernant l'or en particulier, son cours a enregistré une progression moyenne de 6,9% par rapport à décembre 2025 et de 47,8% en glissement annuel, atteignant un prix moyen de 4605,4 dollars l'once sur les sept premiers mois de l'année. S'agissant du phosphate et de ses dérivés, les cours se sont accrus, en glissement mensuel, de 2,1% à 155,6 \$/t pour le phosphate brut, de 13% à 709,1 \$/t pour le DAP et de 18,1% à 635,8 \$/t pour le TSP. En glissement annuel, ils ressortent en augmentation de 2,1% pour le phosphate brut, de 8,9% pour le DAP et de 18% pour le TSP.

Dans ce contexte, **l'inflation** s'est stabilisée en août à 3,4% aux Etats-Unis, tandis qu'elle s'est accélérée dans la zone euro à 3,2%, recouvrant notamment des progressions à 2,9% en Allemagne, à 2,6% en France, à 4,6% en Espagne et à 3,2% en Italie. Dans les autres principales économies avancées, l'inflation a progressé à 3,1% au Royaume-Uni et s'est stabilisée à 1,9% au Japon.

Concernant les **décisions de politique monétaire dans les principales économies avancées**, la **BCE** a décidé, à l'issue de sa réunion des 9 et 10 septembre, d'augmenter ses trois taux directeurs de 25 points de base, soit la deuxième hausse cette année après celle de juin. Elle a par ailleurs indiqué que les portefeuilles du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) se contractent à un rythme mesuré et prévisible, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance. De même, lors de sa réunion des 15 et 16 septembre, la **Fed** a procédé, pour la première fois depuis juillet 2023, à un relèvement de ses taux de 25 pb, portant la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [3,75%-4,00%]. Elle a, par ailleurs, réaffirmé sa politique de maintien de réserves suffisantes dans le système bancaire. De son côté, la **Banque d'Angleterre** a décidé, lors de sa réunion du 16 septembre, de garder son taux inchangé à 3,75% pour la sixième fois d'affilée.

Au niveau national, la **croissance économique** s'est établie au premier trimestre 2026 à 4,6%, au lieu de 5% un an auparavant. Cette évolution est le résultat d'un bond de 18,4% de la valeur ajoutée agricole, après une progression de 8,1%, et d'un ralentissement de celle non agricole, de 4% à 2,6%. Du côté de la demande, sa composante intérieure a contribué positivement à la croissance à hauteur de 6,9 points de pourcentage, alors que la participation des échanges extérieurs est restée négative à 2,3 points.

Sur le **marché du travail**, les résultats de l'enquête sur la main d'œuvre (EMO 2026) du HCP font ressortir une création, entre le deuxième trimestre de 2026 et la même période de 2025, de 406 mille emplois. Le taux de chômage au sens strict est passé de 11,1% à 9,5% globalement, de 13,6% à 11,9% dans les villes et de 6,5% à 5,4% en milieu rural.

Au plan des comptes extérieurs, les données à fin juillet 2026 montrent une accélération des échanges de biens et une poursuite de la dynamique des recettes de voyages et des transferts des MRE. Ainsi, les exportations ont progressé de 8,4% à 299,4 milliards de dirhams et les importations de 15,9% à 544 milliards. En conséquence, le déficit commercial s'est creusé de 26,5% pour s'établir à 244,7 milliards et le taux de couverture est revenu à 55%, après 58,8% à fin juillet 2025. Les importations ont été portées essentiellement par des hausses de 20,8% des biens d'équipement, de 29,1% de la facture énergétique à 81,2 milliards, de 12,3% des biens de consommation et de 52,2% des produits bruts. Quant aux exportations, leur amélioration reflète principalement des augmentations de 14,9% des ventes de l'industrie automobile et de 19,7% de celles du secteur de l'aéronautique, tandis que les expéditions de phosphates et dérivés se sont contractées de 7,8%. S'agissant des recettes de voyages, elles se sont établies à 79 milliards, en hausse de 13,4% par rapport à la même période de 2025, et les dépenses au

même titre se sont accrues de 7,3% à 19,9 milliards. Les transferts des MRE ont, pour leur part, enregistré une nouvelle hausse de 8,1% pour atteindre 74,8 milliards. En ce qui concerne les principales opérations financières, les recettes des IDE ont connu une expansion de 6,3% à 39,1 milliards de dirhams, alors que les investissements directs marocains à l'étranger ont augmenté de 53,7% à 17 milliards. Dans ces conditions, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est renforcé, à fin juillet 2026, à 498 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 25 jours d'importations de biens et de services.

S'agissant des **conditions monétaires**, le besoin de liquidité des banques s'est atténué à 129 milliards de dirhams en moyenne en juillet et août 2026, et Bank Al-Maghrib a ramené le volume de ses injections à 146,8 milliards de dirhams en moyenne. Concernant le taux de change effectif réel, il s'est déprécié de 1,2% au deuxième trimestre de 2026 comparativement au trimestre précédent. Quant au taux débiteur global, et après une baisse trimestrielle de 16 pb au premier trimestre de 2026, il a augmenté de 15 pb au deuxième trimestre, avec une hausse de 17 pb pour les taux appliqués aux entreprises non financières et une baisse de 15 pb pour ceux aux particuliers. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, son rythme est passé de 9,8% au deuxième trimestre de 2026 à 10,1% en juillet, reflétant principalement l'accroissement des concours aux entreprises non financières privées.

Dans ce contexte, **l'inflation** s'est située à -0,6% en juillet, après un taux moyen de 1,1% au deuxième trimestre, sa moyenne sur les sept premiers mois de 2026 est ressortie à 0,3%. Cette évolution reflète essentiellement le recul des prix des produits alimentaires à prix volatils de 5,5% en juillet, après une hausse de 3,8% au deuxième trimestre, ainsi que le net ralentissement de la progression des prix des carburants de 26,6% à 13,3%. Pour ce qui est des anticipations d'inflation, les experts du secteur financier tablent au troisième trimestre 2026 sur un taux de 2,1% pour l'horizon de 8 trimestres et de 2,2% pour celui de 12 trimestres.

Sur le **plan budgétaire**, la situation des charges et ressources du Trésor au titre des sept premiers mois de 2026 s'est soldée par un déficit budgétaire de 50,5 milliards de dirhams, en allègement de 4,2 milliards comparativement à la même période de 2025. Les recettes ordinaires ont augmenté de 11,9% à 281,6 milliards, traduisant des progressions de 10,4% des rentrées fiscales et de 28,1% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 13,3% à 270,5 milliards, résultat notamment d'accroissements de 14,4% des charges de biens et services, de 14% de celles en intérêts de la dette et de 10,8% des dépenses de compensation. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti positif à 11,1 milliards, au lieu d'un excédent de 13,1 milliards à fin juillet 2025. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont affiché un bond de 13,9% à 69,3 milliards, portant ainsi celles globales à 339,8 milliards, en hausse de 13,5%. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il est ressorti excédentaire de 7,7 milliards contre un solde négatif de 7 milliards un an auparavant. Compte tenu de la réduction des opérations en instance de 3,6 milliards de dirhams, le déficit de caisse s'est allégé à 54,2 milliards, au lieu de 74,8 milliards un an auparavant. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures et par un flux net extérieur de 27,1 milliards chacun. Ainsi, l'encours de la dette directe aurait progressé de 3,7% à fin juillet 2026 par rapport à son niveau à fin décembre 2025. S'agissant des conditions de financement du Trésor, elles se sont globalement quasi-stabilisées comparativement à la même période de 2025.

Au niveau de la **Bourse de Casablanca**, le MASI s'est apprécié de 2,4% en août par rapport à juin, ramenant sa contre-performance depuis le début de l'année à -1%. Cette évolution reflète principalement les performances du secteur des « Mines », dont l'indice a progressé de 23,2% et, dans une moindre

mesure, des branches des « Matériels, Logiciels et Services Informatiques » et des « Distributeurs », qui ont enregistré des hausses respectives de 3,2% et 9,1%. En revanche, les indices de de l'« Agroalimentaire et Production » et des « Banques » ont accusé des replis de 6,9% et 0,7% respectivement. Dans ces conditions, la capitalisation boursière s'est établie à 1 095,2 milliards de dirhams, en hausse de 5% par rapport à fin juin et de 5,2% depuis le début de l'année.

Sur le **marché immobilier**, les prix ont progressé de 0,7% au deuxième trimestre 2026, après un repli de 1,9% au trimestre précédent. En parallèle, le volume des transactions a augmenté de 11%, après s'être contracté de 38,9% au premier trimestre, avec des augmentations de 6,3% pour les biens résidentiels, de 21,8% pour les terrains et de 23,5% pour les biens à usage professionnel.

En termes de perspectives, la croissance de l'économie mondiale ralentirait de 3,2% en 2025 à 3% en 2026, puis à 2,9% en 2027. Dans les grandes économies avancées, l'activité économique resterait relativement résiliente aux **États-Unis**, avec une croissance autour de 2% en 2026 et en 2027, soutenue par la vigueur des investissements liés à l'IA et par la robustesse de la consommation des ménages. Dans la **zone euro**, la croissance devrait se stabiliser à 1,3% en 2026, portée par les investissements des entreprises dans les technologies, la vigueur des dépenses publiques et le dynamisme du secteur touristique dans certains pays du Sud. Elle devrait ralentir légèrement à 1,2% en 2027, sous l'effet de fragilités structurelles persistantes dans les principales économies de la zone.

Au **Royaume-Uni**, le rythme de l'activité passerait de 1,3% en 2025 à 1,1% en 2026, avant de revenir à 1,3% en 2027, et au **Japon**, ce rythme décélérerait de 1,2% à 0,8%, avant de progresser légèrement à 0,9% en 2027.

Dans les principales économies émergentes, la croissance ralentirait en **Chine**, de 5% en 2025 à 4,5% en 2026 puis à 4,4% en 2027 et ce, malgré le dynamisme des exportations et l'accélération des investissements publics dans les infrastructures liées à l'IA. La faiblesse de la demande intérieure et les fragilités structurelles internes, notamment les difficultés du secteur immobilier et le vieillissement démographique, continueraient de peser sur l'activité. En **Inde**, la croissance devrait décélérer de 6,9% en 2026 à 6,4% en 2027 après 7,5% en 2025, pénalisée par la hausse des coûts énergétiques, les tensions commerciales avec les États-Unis, et les aléas climatiques pesant sur la production agricole. Au **Brésil**, elle ralentirait à 2,1% en 2026, puis à 1,9% en 2027, en lien principalement avec les conditions financières restrictives, l'inflation persistante et le retrait de certaines mesures budgétaires mises en place avant les élections présidentielles prévues en octobre 2026. En **Russie**, elle se situerait à 0,6% en 2026, avant un léger redressement à 0,9% en 2027, dans un contexte de perturbations de la production pétrolière, de renforcement des sanctions et de contraintes démographiques.

Sur les **marchés des matières premières**, malgré la persistance des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et les dommages causés aux infrastructures énergétiques notamment russes, la hausse des prix du pétrole reste relativement contenue, grâce notamment à l'essor de la production américaine, au recours des pays du Golfe à des voies d'acheminement alternatives et à la forte réduction des importations chinoises. Le prix du baril de **Brent** passerait de près de 69 dollars en 2025 à 87,2 dollars en moyenne en 2026, avant de reculer à 73,5 dollars en 2027. Pour ce qui est du **phosphate et dérivés**, leurs cours devraient rester élevés en 2026, en lien avec le renchérissement des intrants notamment le soufre et l'ammoniac induit par les perturbations de l'approvisionnement liées au conflit au Moyen-Orient, ainsi

qu'avec le maintien des restrictions à l'exportation de certains engrais et intrants notamment par la Chine. Ainsi, selon les prévisions de la Commodities Research Unit, le cours du DAP Maroc devrait s'accroître de 713 dollars la tonne en 2025 à 860 dollars en moyenne cette année, avant de baisser à 803 dollars en 2027. Le cours du TSP passerait de 529 dollars la tonne en 2025 à 658 dollars cette année, puis à 657 dollars en 2027. Le phosphate brut, quant à lui, verrait son prix augmenter de 208 à 212 dollars, avant de revenir à 206 dollars en 2027. S'agissant des **prix mondiaux des produits alimentaires**, l'indice FAO poursuivrait son accroissement, avec une progression de 2,3% en 2026, puis de 2,4% en 2027, sous l'effet notamment de la hausse du coût des engrais, la récurrence des sécheresses, ainsi que l'intensification des frappes militaires russo-ukrainiennes contre les ports et les infrastructures d'exportation de céréales de la mer Noire.

Dans ces conditions, **l'inflation mondiale** s'accélérait à 3,4% en 2026, avant de ralentir à 3,2% en 2027. Aux États-Unis, l'inflation resterait nettement au-dessus de la cible de la Fed, se situant à 3,4% en 2026 avant de ralentir à 2,8% en 2027, alors que dans la zone euro, elle s'accélérait à 2,8% en 2026, et ralentirait à 2,4% en 2027.

Concernant **l'orientation des politiques monétaires**, la **BCE** a décidé, à l'issue de sa réunion des 9 et 10 septembre, d'augmenter de 25 points de base (pb) ses trois taux directeurs, soit la deuxième hausse cette année après celle de juin. De même, la **Fed** a décidé à l'issue de sa réunion des 15 et 16 septembre, d'augmenter de 25 pb la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [3,75%-4,00%], soit la première hausse depuis juillet 2023. Pour sa part, la **Banque d'Angleterre** a opté pour le statu quo, lors de sa réunion du 16 septembre, avec un taux directeur inchangé à 3,75% et ce, pour la sixième fois d'affilée.

Au **niveau national**, la flambée des cours de pétrole et l'augmentation des coûts des intrants de certaines industries liées aux perturbations de l'approvisionnement provoquées par le conflit au Moyen-Orient, devraient impacter négativement le déficit du compte courant. Ainsi, après s'être établi à 2,4% du PIB en 2025, ce dernier devrait se creuser à 4,6% du PIB en 2026, avant de revenir à 3% en 2027.

Les importations s'accroîtraient de 14,5% en 2026, tirées essentiellement par un alourdissement de la facture énergétique à 138,1 milliards de dirhams, une poursuite de la progression des acquisitions de biens d'équipement ainsi qu'une nette expansion de celles du soufre en relation notamment avec l'envolée de son cours. En 2027, leur rythme de croissance devrait ralentir à 3,6%, reflétant une baisse des importations énergétiques à 116 milliards et une décélération du rythme de progression des achats de biens d'équipement. Les exportations devraient, pour leur part, s'améliorer de 10,5% en 2026 puis de 9,7% en 2027, portées principalement par une augmentation des ventes du secteur automobile qui atteindraient 202,2 milliards de dirhams en 2027, sous l'hypothèse d'une absence de changement de la politique commerciale de l'Union européenne. Concernant le secteur des phosphates et dérivés, malgré un contexte marqué par le renchérissement du soufre, ses exportations devraient enregistrer une progression de 9,7% en 2026, soutenue notamment par la hausse des prix des engrais parallèlement à la diversification des sources d'approvisionnement et la réduction de la dépendance à certains intrants importés. En 2027, elles augmenteraient à 122,6 milliards de dirhams.

En parallèle, les recettes de voyages poursuivraient leur bonne performance, pour atteindre 160 milliards de dirhams en 2027, et les transferts des MRE s'établiraient à 136,3 milliards la même année. Concernant les IDE, les projections tablent sur un flux de recettes avoisinant l'équivalent de 3,5% du PIB sur l'horizon de prévision.

Sous l'hypothèse notamment de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve se renforceraient à 502,8 milliards de dirhams à fin 2026 puis à 515,3 milliards en 2027, représentant l'équivalent de 5 mois et 23 jours et 5 mois et 15 jours d'importations de biens et services respectivement.

S'agissant des **conditions monétaires**, le déficit de liquidité devrait se creuser à 146 milliards de dirhams à fin 2026 et à 168,2 milliards en 2027, en lien notamment avec la progression des billets et monnaies en circulation. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, après une accélération à 4,8% en 2025, son rythme de progression devrait s'établir à 8,1% en 2026 et à 6,1% en 2027. Pour sa part, le taux de change effectif réel devrait se déprécier de 4,1% en 2026 puis de 2% en 2027.

Au niveau des **finances publiques**, le déficit budgétaire s'allégerait de 3,5% du PIB en 2025 à 3,4% en 2026. Outre les données de la LF 2026, la programmation budgétaire triennale 2026-2028 et les nouvelles projections macroéconomiques de BAM, cette prévision tient compte des crédits supplémentaires ouverts au titre du budget général de 20 milliards de dirhams consacrés principalement à la couverture des dépenses de compensation et au soutien de l'investissement des établissements et entreprises publics (EEP). Tenant compte des données de la note d'orientation du PLF 2027, le déficit budgétaire devrait s'établir à 3,5% du PIB en 2027.

Pour ce qui est de la **croissance économique**, elle devrait décélérer de 4,9% en 2025 à 4,4% cette année, puis s'établirait à 2,9% en 2027. Cette évolution reflèterait la décélération du PIB non agricole de 4,5% en 2025 à 3,1% en 2026, avant une accélération à 4% en 2027. La valeur ajoutée agricole, quant à elle, enregistrerait un rebond de 16% en 2026, suivi d'une baisse de 7,6% en 2027, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne. Du côté de la demande, la croissance devrait être portée par sa composante intérieure, tandis que la contribution des exportations nettes en volume ressortirait négative.

Dans ce contexte, **l'inflation** devrait rester faible en 2026, se situant à 0,7% en moyenne, avant de s'accélérer à 1,5% en 2027. Sa composante sous-jacente ralentirait de 0,6% en 2025 à -0,2% en 2026, avant de remonter à 2,2% en 2027.

Les perspectives macroéconomiques restent entourées de fortes incertitudes dont la matérialisation pourrait affecter le scénario central. Dans ce contexte, la balance des risques demeure orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation.

Concernant la croissance de l'économie nationale, les risques baissiers sont principalement liés aux aléas climatiques, avec des répercussions sur la production agricole. En outre, un ralentissement plus marqué de la croissance mondiale, dans un contexte caractérisé par de fortes incertitudes internationales, notamment en lien avec les conflits géopolitiques persistants, pourrait également peser sur les perspectives de la croissance.

S'agissant de l'inflation, l'enlisement des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et leur répercussion sur les marchés des matières premières pourraient entraîner des hausses plus importantes qu'anticipé des prix internationaux de l'énergie. La matérialisation de tels chocs exercerait des pressions inflationnistes additionnelles et favoriserait leur diffusion aux différentes composantes de l'IPC. Par ailleurs, l'évolution des prix des produits alimentaires reste tributaire des aléas climatiques et des fluctuations des marchés internationaux.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

L'environnement international est marqué, depuis le début du troisième trimestre 2026, par une nouvelle escalade des tensions géopolitiques, avec la reprise des hostilités dans le Golfe persique et des affrontements entre la Russie et l'Ukraine, accentuant les perturbations sur le marché pétrolier, en particulier sur le segment des produits raffinés, et renforçant l'incertitude autour des perspectives économiques mondiales. Cette évolution s'est traduite par une remontée des prix de l'énergie et a ravivé les pressions inflationnistes. Conjuguées aux inquiétudes croissantes liées aux niveaux très élevés de l'endettement public, cela induit une montée importante des taux souverains et un resserrement des conditions financières.

Bien qu'en ralentissement au second trimestre, l'activité économique aux Etats-Unis affiche une résilience solide, portée par le dynamisme des investissements privés, principalement liés à l'Intelligence artificielle (IA), et la robustesse de la consommation. Dans la zone Euro, le rythme de croissance s'est accéléré tout en demeurant à un faible niveau. Parallèlement, sur les marchés du travail, la situation reste favorable, les taux de chômage se stabilisant à des niveaux bas dans la zone euro et aux Etats-Unis.

S'agissant des marchés financiers, les huit premiers mois de l'année ont été globalement marqués par une bonne performance des principaux indices boursiers, soutenue notamment par les valeurs technologiques aux États-Unis et celles du secteur de la défense en Europe, accompagnée toutefois d'une volatilité élevée.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Les données relatives au deuxième trimestre 2026 font ressortir une croissance aux États-Unis de 2,1% après 2,7% un trimestre auparavant. Cette évolution est attribuable principalement à une contribution moins favorable des dépenses publiques et du commerce extérieur¹, alors que la demande intérieure privée est demeurée robuste. Dans la zone euro, le rythme de l'activité s'est amélioré tout en restant faible, passant de 0,6% à 1,2% sur la même période, soutenu principalement par la hausse de l'investissement et dans une moindre mesure les dépenses des ménages, avec toutefois des évolutions disparates entre les pays membres. Ainsi, il est passé de 0,7% à 1% en Allemagne et de 0,8% à 1% en Italie, tandis qu'il a décéléré de 0,7% à 0,5% en France, et s'est stabilisé à 2,7% en Espagne. De même, dans les

autres grandes économies avancées, la croissance s'est accélérée de 0,9% à 1,2% au Royaume-Uni, et de 0,5% à 0,7% au Japon.

S'agissant des principales économies émergentes, la croissance a ralenti en Chine à 4,3% au deuxième trimestre après 5%, reflétant à la fois les fragilités internes, notamment la faiblesse persistante de la demande intérieure, et les perturbations liées au conflit au Moyen-Orient qui ont affecté certains secteurs industriels. Le rythme de l'activité a également décéléré de 2,6% à 2,3% en Turquie, s'est stabilisé à 7,8% en Inde, alors qu'il s'est accéléré de -0,2% à 1,3% en Russie, sur la même période.

¹ Les importations ont enregistré une hausse marquée, notamment celles des biens d'équipement, des semi-conducteurs et des équipements de télécommunications liés à l'essor des investissements dans l'IA.

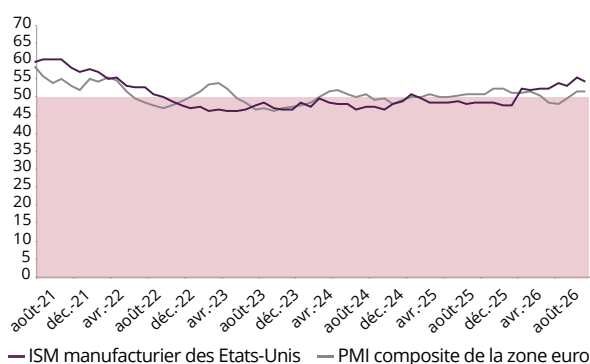
Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel (en %)

	2024			2025				2026	
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Economies avancées									
Etats-Unis	3,1	2,8	2,4	2,0	2,1	2,3	2,0	2,7	2,1
Zone Euro	0,9	1,2	1,5	1,6	1,4	1,2	1,1	0,6	1,2
France	1,3	1,4	0,9	0,8	0,8	0,8	1,1	0,7	0,5
Allemagne	-0,1	-0,1	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3	0,7	1,0
Italie	0,7	0,6	0,4	0,7	0,5	0,7	0,9	0,8	1,0
Espagne	3,7	3,6	3,7	3,1	2,9	2,7	2,7	2,7	2,7
Royaume-Uni	0,8	1,2	2,0	1,8	1,3	1,2	0,9	0,9	1,2
Japon	-1,0	1,1	1,0	1,6	1,9	0,7	0,5	0,5	0,7
Economies émergentes									
Chine	4,7	4,6	5,4	5,4	5,2	4,8	4,5	5,0	4,3
Inde	7,6	6,6	7,4	7,0	6,9	8,3	8,0	7,8	7,8
Brésil	3,5	4,1	3,6	3,1	2,4	1,8	1,8	1,8	2,0
Turquie	2,4	3,0	3,3	2,6	4,8	3,9	3,5	2,6	2,3
Russie	4,9	3,8	5,2	1,3	1,0	0,8	1,0	-0,2	1,3

Sources : Thomson Reuters Eikon et Eurostat.

Concernant les indicateurs avancés de l'activité, l'indice PMI composite de la zone euro s'est stabilisé à 52, entre juillet et août, tandis que l'ISM manufacturier américain s'est replié de 55,6 à 54,6 sur la même période.

Graphique 1.1 : Evolution de quelques indicateurs avancés de l'activité aux Etats-Unis et dans la zone euro



Source : Thomson Reuters Eikon.

1.1.2 Marché de l'emploi

Sur les marchés du travail, les données d'août font ressortir un maintien du taux de chômage aux Etats-Unis à 4,1%, avec une hausse marquée des

créations d'emplois de 162 mille après 21 mille postes, le mois précédent. Dans la zone euro, ce taux s'est stabilisé à 6,4% en juillet, recouvrant des stagnations à 8,3% en France, à 5,8% en Italie et à 4% en Allemagne, et un léger recul à 10% en Espagne. Au Royaume-Uni, le taux de chômage est resté inchangé à 4,9% sur la même période.

Tableau 1.2: Evolution du taux de chômage (en %)

	2024	2025	2026		
			Juin	Juillet	Août
Etats-Unis	4,0	4,3	4,2	4,1	4,1
Zone euro	6,4	6,4	6,4	6,4	N.D
France	7,4	7,7	8,3	8,3	N.D
Allemagne	3,5	3,8	4,0	4,0	N.D
Italie	6,5	6,1	5,8	5,8	N.D
Espagne	11,4	10,5	10,1	10,0	N.D
Royaume-Uni	4,3	4,8	4,9	4,9	N.D

Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

1.2.1 Décisions de politiques monétaires

Dans un contexte marqué par la persistance des tensions inflationnistes liées au choc énergétique et par des risques haussiers pesant sur les perspectives d'inflation, les banques centrales des Etats-Unis, de la zone euro et du Japon ont procédé en septembre à une augmentation de leur taux directeur.

La BCE a ainsi décidé, à l'issue de sa réunion des 9 et 10 septembre, d'augmenter de 25 points de base ses trois taux directeurs, soit la deuxième hausse cette année après celle de juin. Elle a souligné que le conflit au Moyen-Orient continue de générer des pressions inflationnistes, et que l'inflation devrait rester bien supérieure à l'objectif pendant une période prolongée. La BCE a par ailleurs indiqué que les portefeuilles du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) se contractent à un rythme mesuré et prévisible, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

De même, lors sa réunion des 15 et 16 septembre, la Fed a décidé d'augmenter de 25 points de base (pb) la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [3,75%-4,00%], soit la première hausse depuis juillet 2023. Elle a souligné que l'inflation demeure élevée et que cette décision favorisera un retour plus rapide à l'objectif de 2%.

La Banque du Japon a également décidé le 18 septembre de relever son taux directeur de 25 pb à 1,25%, soit son plus haut niveau depuis 31 ans, après une première hausse de même ampleur opérée en juin.

Pour sa part, la Banque d'Angleterre a maintenu, le 16 septembre, inchangé son taux directeur à 3,75%. Elle a indiqué que le conflit prolongé au Moyen-Orient a contribué à une nouvelle hausse des prix du pétrole brut et des produits raffinés depuis la dernière réunion de juillet, lesquels demeurent plus volatils et à des niveaux supérieurs à ceux observés avant le conflit.

Dans les principales économies émergentes, les banques centrales de la Chine, de l'Inde, de la Turquie et de la Russie ont maintenu leurs taux directeurs inchangés lors de leurs dernières réunions². En revanche, celle du Brésil a abaissé en septembre son taux directeur de 25 points de base (pb) à 13,75%.

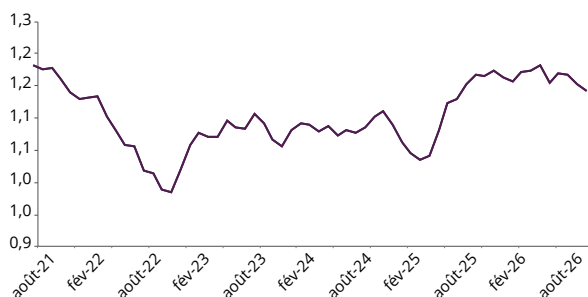
1.2.2 Marchés financiers

Au cours des huit premiers mois de 2026, la parité euro-dollar a oscillé autour d'une moyenne de 1,16 dollar, soit une dépréciation de 0,8% de l'euro par rapport à son niveau de fin 2025. Par rapport aux autres monnaies, la monnaie européenne s'est appréciée de 1% face au yen japonais, tandis qu'elle s'est dépréciée de 1,2% par rapport à la livre sterling. Les marchés des changes internationaux ont également été marqués par

la forte dépréciation du yen face au dollar, qui avait atteint près de 163,8 yens pour un dollar fin juillet. Face à cette évolution, le Japon et les États-Unis ont procédé le 31 juillet³ à une intervention coordonnée sur le marché des changes.

Pour ce qui est des monnaies des principales économies émergentes, elles ont affiché, au cours des huit premiers mois de 2026, des évolutions divergentes face au dollar avec une dépréciation du renminbi chinois (-2,9%) et du real brésilien (-5,8%), alors que des appréciations ont été enregistrées pour la roupie indienne (+4,1%) et la livre turque (+6,2%).

Graphique 1.2 : Evolution du taux de change euro/dollar



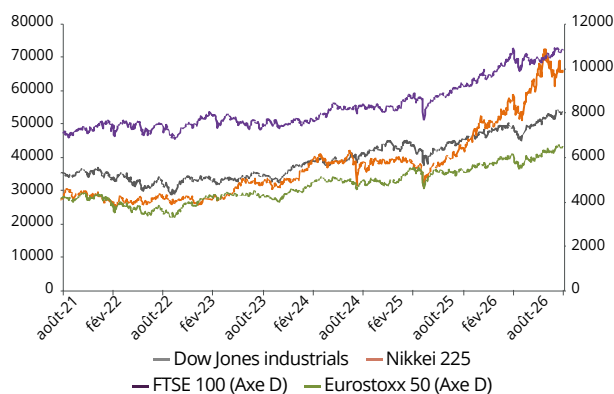
Source : Thomson Reuters Eikon.

Après la correction observée au lendemain du conflit au Moyen-orient, les principales places boursières internationales ont affiché des performances positives au cours des huit premiers mois de 2026, avec des augmentations de 5,6% pour l'Euro Stoxx, de 6,9% pour le FTSE 100, de 4,2% pour le Dow Jones Industrial, de 7,2% pour le Nasdaq 100 et de 20,7% pour le Nikkei 225. Ces hausses ont notamment été soutenues par le dynamisme des valeurs technologiques, porté par l'essor de l'intelligence artificielle et la progression des bénéfices des grandes entreprises technologiques, et par les valeurs du secteur de la défense en Europe.

² Août 2026 pour la Chine et l'Inde et septembre pour la Turquie et la Russie.

³ La dernière action de ce type date de 2011.

Graphique 1.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées

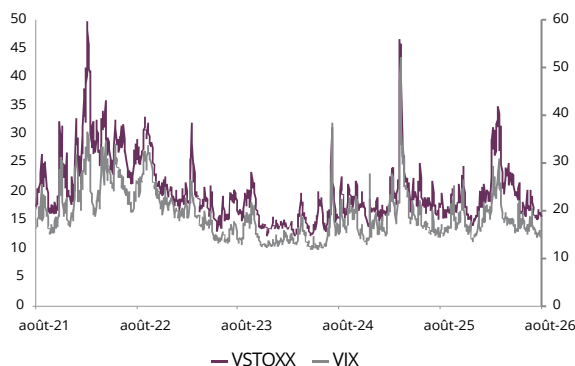


Source : Thomson Reuters Eikon.

Ces évolutions se sont toutefois accompagnées d'une volatilité accrue sur les marchés américain et européen, l'indice VIX s'étant établi à 18,5 en moyenne à fin août contre 15 à fin décembre et le VSTOXX à 20,5 au lieu de 14.

Pour les principales économies émergentes, l'indice MSCI EM a progressé de 16,3% durant les huit premiers mois de 2026 comparativement à décembre 2025, reflétant en particulier l'accroissement des sous-indices brésilien (+7,9%) et turc (+18,8%), tandis que ceux de la Chine et de l'Inde ont enregistré des reculs de 6,2% et 7,9% respectivement.

Graphique 1.4 : Evolution du VIX et du VSTOXX

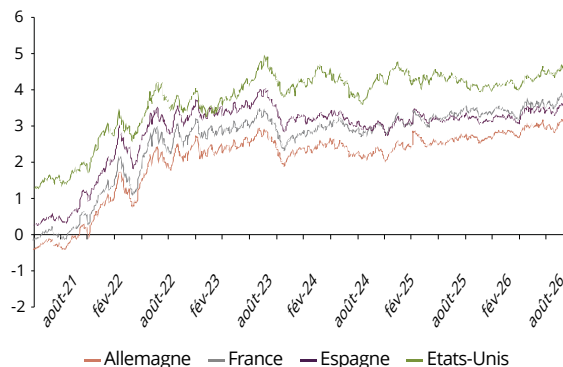


Source : Thomson Reuters Eikon.

S'agissant des marchés obligataires souverains, le taux de rendement à 10 ans est ressorti, durant les huit premiers mois de 2026, en net accroissement au sein des principales économies avancées, traduisant notamment une hausse des anticipations d'inflation et une réévaluation de celles des marchés vers une orientation plus restrictive des politiques monétaires. Ainsi, il a marqué une augmentation de 25 pb pour les États-Unis à 4,4%, de 15 pb en Allemagne à 3%, de 11 pb pour la France à 3,6%, de 20 pb en Italie à 3,7% et de 15 pb pour l'Espagne à 3,4%. En particulier, les mois de juillet et août ont été marqués par une forte montée des taux longs américains, le rendement du Treasury à 30 ans ayant atteint, fin juillet, un plus haut de 19 ans, à 5,3%. Dans ce contexte, le Secrétaire américain au Trésor a annoncé le 19 août un renforcement des opérations de rachat de titres du Trésor à long terme, portant leur montant maximal de 2 milliards à au moins 4 milliards de dollars par opération, afin de soutenir la liquidité et de contribuer à stabiliser le marché obligataire.

Pour les principales économies émergentes, le taux de rendement des obligations souveraines à 10 ans s'est stabilisé en Chine (1,8%), tandis qu'il s'est accru de 24,1 pb en Inde (6,8%), de 27 pb au Brésil (14,1%) et de 218 pb en Turquie (30,5%).

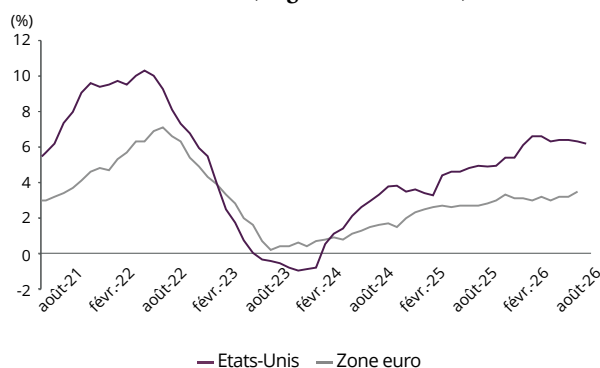
Graphique 1.5 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés monétaires, l'EURIBOR à 3 mois s'est accru de 18 pb à 2,2% sur les huit premiers mois de l'année, tandis que le SOFR de même maturité a accusé un recul de 40 pb à 3,7%. Pour ce qui est du crédit bancaire, son rythme de croissance s'est accéléré à 3,5% en juillet au sein de la zone euro alors qu'il a ralenti à 6,2% aux Etats-Unis en août.

Graphique 1.6 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)



Source : Thomson Reuters Eikon.

1.3 Prix des matières premières et inflation

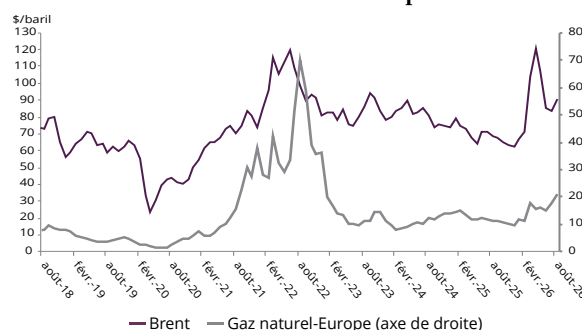
1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur les marchés pétroliers, au cours des huit premiers mois de l'année, l'évolution du cours du Brent a été marquée par une forte volatilité sur fond de tensions géopolitiques au Moyen-Orient et des perturbations des approvisionnements transitant par le détroit d'Ormuz. Après une forte hausse au printemps, avec un pic de 120 dollars le baril en moyenne en avril, les cours ont progressivement reculé à la faveur des perspectives de cessez-le-feu, de la reprise partielle des flux pétroliers dans le Golfe et de la libération de stocks stratégiques. Toutefois, le regain de tensions à partir de juillet a ravivé les craintes sur l'offre et entraîné une remontée des cours. En parallèle, l'augmentation graduelle de la production de l'OPEP+, la hausse

de l'offre des producteurs non-membres, surtout les Etats-Unis, et le ralentissement de la demande émanant notamment de la Chine, ont contribué à contenir les pressions haussières.

Dans ces conditions, le Brent s'est renchéri de 45,4% durant les huit premiers mois de 2026 par rapport à décembre 2025, pour s'établir en moyenne à 91,2 dollars le baril, affichant ainsi une hausse de 28% en glissement annuel. Dans le même sillage, le cours du gaz naturel européen a progressé de 67,2%, pour s'établir en moyenne à 15,9 \$/MMBtu, soit un accroissement de 24,8% en glissement annuel.

Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent et du Gaz naturel Europe



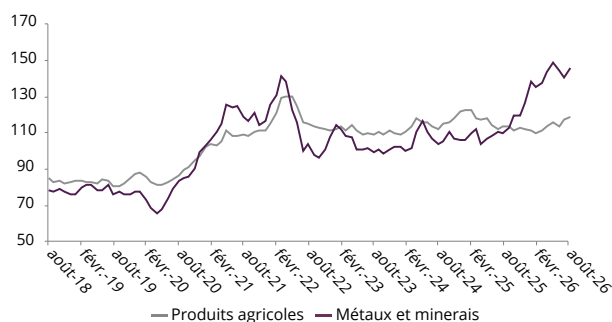
Source : Banque Mondiale.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

L'indice des prix hors énergie a enregistré une augmentation moyenne de 6,2% au cours des huit premiers mois de l'année par rapport à décembre 2025, traduisant notamment des accroissements de 12,3% des prix des métaux et minerais et de 1,7% de ceux des produits agricoles. En comparaison annuelle, l'indice a connu une hausse globale de 8,2%, reflétant principalement un renchérissement de 30,9 % des métaux et minerais, tandis que les prix des produits agricoles ont marqué une diminution de 2,8%.

Pour ce qui est du cours de l'or, celui-ci a évolué dans un environnement particulièrement volatil au cours des huit premiers mois de l'année, avec plusieurs phases de forte progression suivies de corrections temporaires. Cette évolution reflète principalement la persistance des incertitudes géopolitiques qui a renforcé la demande pour les valeurs refuges, ainsi que la poursuite des achats d'or par les banques centrales dans le cadre de la diversification de leurs réserves. L'or a ainsi enregistré une progression moyenne de 6,3% par rapport à décembre 2025 et une augmentation de 45,6% en glissement annuel, atteignant un prix moyen de 4581,1 dollars l'once sur les huit premiers mois de l'année.

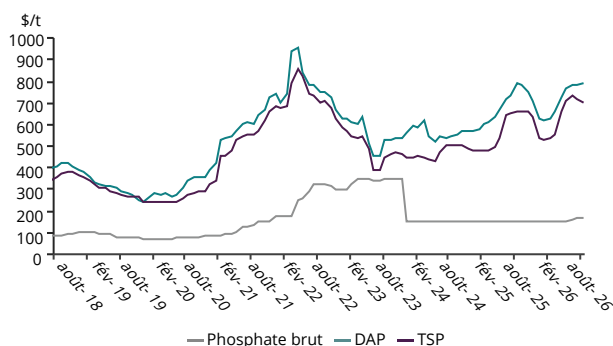
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie (2010=100)



Source : Banque Mondiale.

Concernant le phosphate et ses dérivés, les prix ont connu, durant les huit premiers mois de l'année, des hausses de 3,2% à 157,4 \$/t pour le phosphate brut, de 14,7% à 719,7 \$/t pour le DAP et de 19,7% à 644,3 \$/t pour le TSP par rapport à décembre 2025. En glissement annuel, ils ressortent en augmentation de 3,2% pour le phosphate brut, de 7,6% pour le DAP et de 16,3% pour le TSP. Ces évolutions s'expliquent essentiellement par la hausse des coûts des intrants, tels que le soufre et l'ammoniac, induite par le conflit au Moyen-Orient, et le maintien des restrictions à l'exportation de certains engrais et intrants appliquées notamment par la Chine, la Russie et le Kazakhstan.

Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés



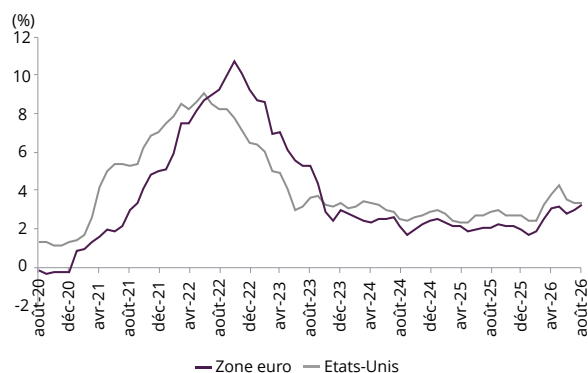
Source : Banque Mondiale.

1.3.3 Inflation

La recrudescence des hostilités au Moyen-Orient a continué d'alimenter les pressions inflationnistes à l'échelle mondiale, notamment à travers la hausse des prix de l'énergie, contribuant ainsi à maintenir l'inflation à des niveaux supérieurs aux cibles des principales banques centrales. Ainsi, l'inflation en glissement annuel s'est de nouveau accélérée dans la zone euro, passant de 3% en juillet à 3,2% en août, avec des progressions de 2,8% à 2,9% en Allemagne, de 2,4% à 2,6% en France, de 3,9% à 4,6% en Espagne et de 2,9% à 3,2% en Italie. Aux Etats-Unis, elle s'est stabilisée à 3,4% sur la même période. Dans les autres économies avancées, l'inflation a progressé entre juillet et août de 2,9% à 3,1% au Royaume-Uni et s'est stabilisée à 1,9% au Japon.

Dans les principales économies émergentes, les évolutions sont demeurées contrastées. L'inflation s'est accélérée de 0,5% en juillet à 0,8% en août en Chine, de 4,5% à 4,8% en Inde et de 6% à 6,3% en Russie, tandis qu'elle a décéléré de 31,7% à 31,5% en Turquie et de 4,4% à 4,2% au Brésil.

Graphique 1.10 : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro



Source : Thomson Reuters Eikon.

Tableau 1.3 : Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés, en glissement annuel (en %)

	2024	2025	2026		
			Juin	Juillet	Août
Etats-Unis	3,0	2,7	3,5	3,4	3,4
Zone Euro	2,4	2,1	2,8	3,0	3,2
Allemagne	2,5	2,3	2,4	2,8	2,9
France	2,3	0,9	2,0	2,4	2,6
Espagne	2,9	2,7	3,6	3,9	4,6
Italie	1,1	1,6	3,0	2,9	3,2
Royaume-Uni	2,5	3,4	2,6	2,9	3,1
Japon	2,7	3,2	1,7	1,9	1,9

Sources : Thomson Reuters Eikon, Eurostat & FMI.

2. Comptes extérieurs

Les sept premiers mois de l'année 2026 ont été marqués au niveau des comptes extérieurs par une accélération des échanges de biens et une poursuite de la dynamique des recettes de voyages et des transferts des MRE.

Les exportations ont progressé de 8,4% à 299,3 milliards et les importations de 15,9% à 544 milliards. En conséquence, le déficit commercial s'est creusé de 26,5% pour s'établir à 244,7 milliards de dirhams et le taux de couverture est revenu à 55% au lieu de 58,8% à fin juillet 2025. En parallèle, les recettes de voyages ont enregistré un accroissement de 13,4% à 79 milliards de dirhams et les transferts des MRE une augmentation de 8,1% à 74,8 milliards.

Pour ce qui est des principales opérations financières, les recettes d'IDE ont atteint 39,1 milliards de dirhams, contre 36,8 milliards sur la même période un an auparavant, et les investissements directs marocains à l'étranger se sont établis à 17 milliards, en hausse de 53,7%.

A fin juillet 2026, les avoirs officiels de réserve se sont renforcés de 22,7% en glissement annuel pour atteindre 498 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 5 mois et 25 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

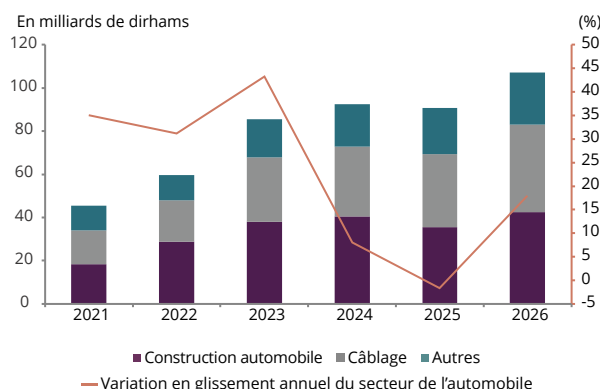
2.1.1 Exportations

Au cours des sept premiers mois de 2026, les exportations du secteur automobile ont enregistré une progression de 14,9%, comparativement à la même période une année auparavant, à 107,1 milliards de dirhams. Cette évolution est le résultat d'accroissements de 19,9% à 42,5 milliards dans le segment de la « construction » et de 13,8% à 40,6 milliards dans celui du « câblage ». De même, les ventes du secteur aéronautique ont marqué une expansion de 19,7% à 20,6 milliards, en lien essentiellement avec celle de 24,3% à 14,2 milliards du segment de l'« assemblage ». Concernant les ventes de l'« agriculture et agro-alimentaire », elles ont affiché un accroissement de 7% à 58,8 milliards, reflétant des hausses de 13,3% à 26,8 milliards des exportations de l'industrie alimentaire et de 2,1% à 30,4 milliards de celles de produits agricoles.

En revanche, les ventes de phosphates et dérivés ont fléchi de 7,8% à 51 milliards, en lien essentiellement avec une contraction de 8,3% à 37,2 milliards des exportations d'« engrais naturels et chimiques » induite par un recul de

19,5% des quantités expédiées, les prix ayant à l'inverse augmenté de 13,9%. Dans le même sens, les ventes de phosphate brut ont accusé une baisse de 19,8% à 4,6 milliards, résultat d'un repli de 12,7% des prix et de 8,1% des quantités. A l'inverse, les exportations de l'acide phosphorique ont progressé de 2,1% à 9,2 milliards, tirées par le renchérissement de 85,4% comparativement à fin juillet 2025.

Graphique 2.1 : Exportations du secteur automobile à fin juillet 2026



Source : Office des Changes.

En parallèle, les ventes du secteur « textile et cuir » se sont contractées de 5,5% à 25,5 milliards, traduisant une baisse de 5% pour les « vêtements confectionnés », et celles de l'« électronique et électricité » ont diminué de 2,9% à 7,9 milliards.

Tableau 2.1 : Exportations par secteur
(en millions de dirhams)

Secteurs/Segments	Janv.-Juil.		Variations	
	2026	2025	En valeur	En %
Exportations	299 349	276 175	23 174	8,4
Automobile	107 145	93 285	13 860	14,9
Construction	42 487	35 429	7 058	19,9
Câblage	40 622	35 684	4 938	13,8
Extérieur	3 427	2 317	1 110	47,9
Agriculture et Agro-alimentaire	58 754	54 890	3 864	7,0
Industrie alimentaire	26 769	23 623	3 146	13,3
Agriculture, sylviculture, chasse	30 427	29 802	625	2,1
Pêche, aquaculture	706	714	-8	-1,1
Autres extractions minières	6 516	2 896	3 620	-
Minerais de cuivre	4 034	828	3 206	-
Minerais de plomb	692	499	193	38,7
Sulfate de baryum	755	689	66	9,6
Aéronautique	20 567	17 185	3 382	19,7
Assemblage	14 187	11 418	2 769	24,3
Système d'interconnexion de câblage électrique (EWIS)	6 304	5 711	593	10,4
Electronique et Electricité	7 870	8 109	-239	-2,9
Composants électroniques	2 552	2 875	-323	-11,2
Appareils électr. pr téléphonie ou télégraphie par fil	865	1 086	-221	-20,3
Fils et câbles	2 411	2 238	173	7,7
Textile et Cuir	25 541	27 034	-1 493	-5,5
Vêtements confectionnés	17 078	17 977	-899	-5,0
Articles de bonneterie	4 654	5 036	-382	-7,6
Chaussures	1 773	1 791	-18	-1,0
Phosphates et dérivés	50 953	55 249	-4 296	-7,8
Engrais naturels et chimiques	37 159	40 527	-3 368	-8,3
Phosphates	4 558	5 681	-1 123	-19,8
Acide phosphorique	9 236	9 042	194	2,1
Autres industries	22 002	17 528	4 474	25,5
Métallurgie et travail des métaux	7 160	4 987	2 173	43,6
Industrie plastique et du caoutchouc	1 149	919	230	25,0
Industrie pharmaceutique	1 042	1 048	-6	-0,6

Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

Du côté des importations, la facture énergétique s'est alourdie de 29,1% à 81,2 milliards de dirhams, reflétant essentiellement une hausse de 41,2% à 41,7 milliards des approvisionnements en « gas-oils et fuel-oils », elle-même résultat d'accroissements de 36,4% de leur prix à l'import et de 3,5% des quantités importées. Dans le même sens, les importations de biens d'équipement se sont renforcées de 20,8% à 133,2 milliards de dirhams, avec notamment des hausses des achats d'avions de 89,9%, de leurs parties de 31,6% et de ceux de « voitures utilitaires » de 61,4%. Quant aux achats de biens de consommation, ils ont progressé de 12,3% à 129,9 milliards, en lien avec des expansions de 10,8% à 23,2 milliards des « voitures de tourisme » et de 24,7% à 24,6 milliards de leurs parties et pièces.

Concernant les achats de produits bruts, ils ont enregistré une augmentation de 52,2% à 36,9 milliards, tirés principalement par l'accroissement des approvisionnements en soufre, un intrant essentiel de l'industrie des fertilisants, qui sont passés de 7,9 milliards à fin juillet 2025 à 20,2 milliards sous l'effet de l'envolée de leurs cours internationaux.

S'agissant des importations de demi-produits, elles ont augmenté de 4,3% à 104,5 milliards, alors que les achats de produits alimentaires ont progressé de 3% à 56,8 milliards.

Tableau 2.2 : Importations par groupement d'utilisation de produits (en millions de dirhams)

Groupements d'utilisation	Janv.-Juil.		Variations	
	2026	2025	En valeur	En %
Importations	544 045	469 564	74 481	15,9
Biens d'équipement	133 203	110 280	22 923	20,8
Parties d'avions et d'autres véhicules aériens	12 894	9 797	3 097	31,6
Voitures utilitaires	7 203	4 463	2 740	61,4
Avions et autres véhicules aériens ou spatiaux	5 287	2 786	2 501	89,8
Energie et lubrifiants	81 195	62 917	18 278	29,1
Gas-oils et fuel-oils	41 737	29 567	12 170	41,2
Huiles de pétrole et lubrifiants	10 644	6 955	3 689	53,0
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	13 472	11 958	1 514	12,7
Produits finis de consommation	129 873	115 621	14 252	12,3
Parties et pièces pour voitures de tourisme	24 591	19 721	4 870	24,7
Voitures de tourisme	23 161	20 902	2 259	10,8
Médicaments et autres produits pharmaceutiques	8 590	7 481	1 109	14,8
Produits bruts	36 939	24 264	12 675	52,2
Soufres bruts et non raffinés	20 219	7 862	12 357	-
Ferraille, déchets et autres minerais	4 026	2 752	1 274	46,3
Huile d'olive brute ou raffinée	71	805	-734	-91,2
Demi produits	104 514	100 191	4 323	4,3
Fils, barres et profilés en cuivre	9 368	6 854	2 514	36,7
Accessoires de tuyauterie et construction métallique	4 295	2 732	1 563	57,2
Demi-produits en fer ou en aciers non alliés	1 758	3 206	-1 448	-45,2
Produits alimentaires	56 840	55 204	1 636	3,0
Tourteaux	5 110	4 120	990	24,0
Mais	5 545	4 593	952	20,7
Fruits frais ou secs, congelés ou en saumure	3 809	2 950	859	29,1
Sucre brut ou raffiné	3 033	4 637	-1 604	-34,6

Source : Office des Changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

Au cours des sept premiers mois de 2026, le solde excédentaire de la balance des services a enregistré une expansion de 13,2% à 95,5 milliards de dirhams, résultat d'accroissements de 13,1% des exportations et de 12,9% des importations.

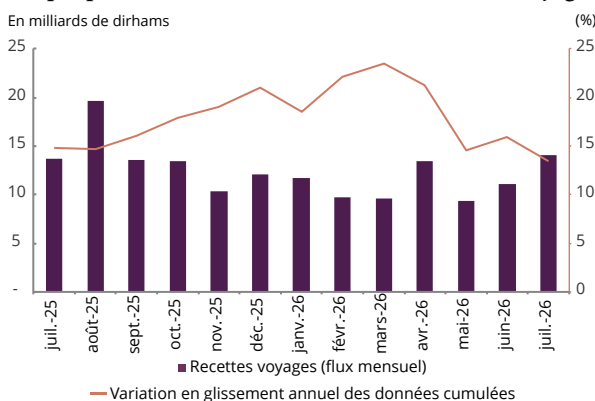
Tableau 2.3 : Balance des services (en millions de dirhams)

	Janv.-Juil.		Variation	
	2026	2025	En valeur	En %
Importations	97 896	86 689	11 207	12,9
Exportations	193 375	171 028	22 347	13,1
Solde	95 479	84 339	11 140	13,2

Source : Office des Changes.

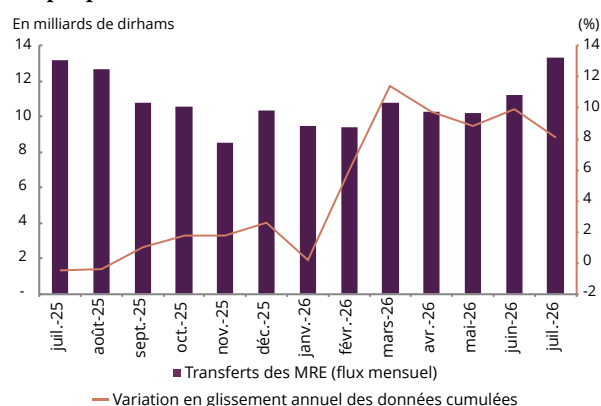
En particulier, les recettes de voyages ont poursuivi leur bonne performance, se situant à 79 milliards à fin juillet 2026, en amélioration de 13,4% par rapport à la même période un an auparavant. De même, les dépenses au même titre ont progressé de 7,3% à 19,9 milliards.

Graphique 2.2 : Evolution mensuelle des recettes de voyages



Source : Office des Changes.

Quant aux transferts des MRE, ils ont connu une nouvelle hausse de 8,1% à 74,8 milliards de dirhams.

Graphique 2.3 : Evolution mensuelle des transferts des MRE

Source : Office des Changes.

2.3 Compte financier

Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux net des IDE a affiché une progression de 58,5% à 29,5 milliards de dirhams, résultat d'une augmentation de 6,3% à 39,1 milliards des recettes et d'une baisse de 47% à 9,6 milliards des cessions. Quant aux investissements directs marocains à l'étranger, leur flux net est passé de 2,8 milliards sur les sept premiers mois de 2025 à 6,9 milliards au titre de la même période de 2026, tiré essentiellement par une hausse de 53,7% à 17 milliards des dépenses.

A fin juillet 2026, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est renforcé de 22,7% d'une année à l'autre pour atteindre 498 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 5 mois et 25 jours d'importations de biens et services.

Tableau 2.4 : Investissements directs
(en millions de dirhams)

	Janv.-Juil.		Variation	
	2026	2025	En valeur	En %
Investissements directs étrangers	29 473	18 592	10 881	58,5
Recettes	39 109	36 785	2 324	6,3
Dépenses	9 636	18 193	-8 557	-47,0
Investissements directs marocains à l'étranger	6 865	2 766	4 099	148,2
Dépenses	17 026	11 081	5 945	53,7
Recettes	10 161	8 315	1 846	22,2

Source : Office des Changes.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHE DES ACTIFS

Au deuxième trimestre de 2026, les conditions monétaires ont été marquées par une hausse de 15 points de base (pb) du taux débiteur moyen global à 4,81% et une dépréciation du taux de change effectif réel de 1,2%. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, son rythme de progression annuelle a poursuivi son accélération, passant de 9,8% au deuxième trimestre de 2026 à 10,1% en juillet. S'agissant des autres contreparties de la masse monétaire, les créances nettes sur l'administration centrale ont enregistré un accroissement de 5,7% en juillet après celui de 2,6% au deuxième trimestre de 2026 et les avoirs officiels de réserve ont augmenté de 22,7% après 22,2%. Au total, la croissance annuelle de la masse monétaire a décéléré à 11,2% après 11,7%.

Sur le marché immobilier, les prix ont marqué une progression trimestrielle de 0,7% au deuxième trimestre 2026, après un repli de 1,9% un trimestre auparavant. Cette évolution reflète des hausses de 1% pour le résidentiel, de 0,6% pour les terrains et de 0,4% pour les biens à usage professionnel. En parallèle, le volume des transactions a augmenté de 11%, après une contraction de 38,9%, avec des accroissements de 6,3% pour les biens résidentiels, de 21,8% pour les terrains et de 23,5% pour les biens à usage professionnel.

Au niveau de la Bourse de Casablanca, le MASI s'est apprécié en août de 2,4% par rapport à juin, ramenant sa contre-performance depuis le début d'année à -1%. Dans ces conditions, la capitalisation boursière s'est établie à 1 095,2 milliards de dirhams, en hausse de 5% par rapport à juin et de 5,2% depuis le début de l'année

3.1 Conditions monétaires

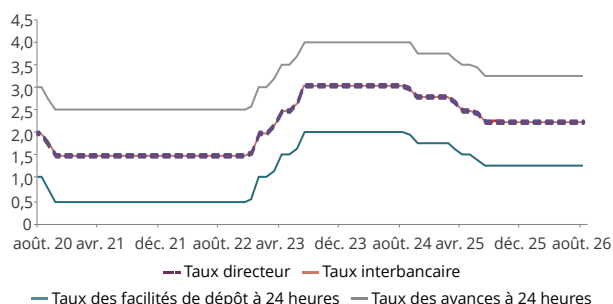
3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Le déficit de liquidité des banques s'est atténué à 129 milliards de dirhams en moyenne en juillet et août 2026 après 138,6 milliards au deuxième trimestre.

Bank Al-Maghrib a ramené le volume de ses injections de 158,7 milliards de dirhams au deuxième trimestre à 146,8 milliards en moyenne, réparti principalement entre des avances à 7 jours à hauteur de 51,5 milliards, des pensions livrées pour un montant de 48,5 milliards et des prêts garantis, accordés notamment dans le cadre des programmes de soutien au financement des TPE et des PME, pour un montant de 46,7 milliards.

Dans ces conditions, le taux interbancaire est demeuré aligné sur le taux directeur.

Graphique 3.1 : Taux interbancaire
(données quotidiennes)

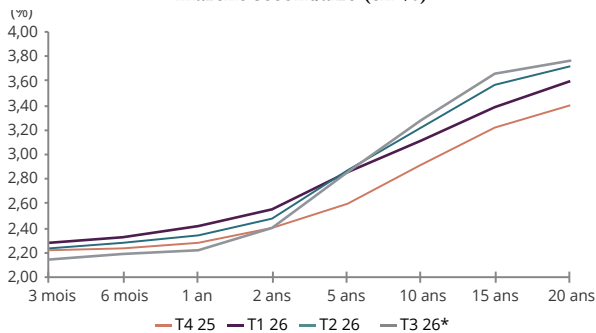


Sur le compartiment primaire du marché des bons du Trésor, les taux ont diminué pour les maturités courtes et sont restés globalement stables pour les maturités moyennes, en juillet et août 2026 par rapport au deuxième trimestre. Le marché secondaire a connu des baisses sur les maturités courtes et moyennes tandis que celles longues ont enregistré des hausses sur la même période.

Tableau 3.1 : Taux des bons du Trésor sur le marché primaire (en %)

	2025				2026			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	juil.	août
26 semaines	2,45	2,09	1,94	2,10	2,19	2,20	2,16	2,16
52 semaines	2,54	2,02	2,02	2,20	2,39	2,27	2,21	2,21
2 ans	2,60	2,20	2,24	2,44	2,59	2,38	-	2,39
5 ans	2,83	2,46	2,39	2,58	2,81	2,85	2,84	2,86
10 ans	3,17	2,80	2,72	2,74	2,96	-	-	-
15 ans	3,45	3,12	3,07	3,13	-	-	-	-

Graphique 3.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire (en %)



*Moyenne des mois de juillet et août.

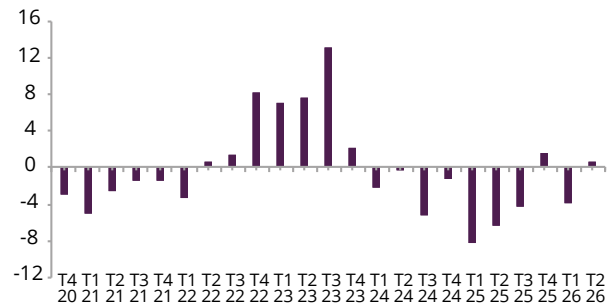
Au niveau du marché des titres de créances négociables, les taux des émissions des certificats de dépôt ont affiché une baisse trimestrielle de 8 points de base (pb) au deuxième trimestre 2026. Pour ce qui est des taux créditeurs, ils ont augmenté de 30 pb à 2,49% pour les dépôts à 6 mois et reculé de 6 pb à 2,72% pour ceux à un an. Les dernières données disponibles font ressortir des replis de 4 pb à 2,45% pour les dépôts à 6 mois et de 14 pb à 2,58% pour ceux à 12 mois, en juillet par rapport au deuxième trimestre. Par ailleurs, le taux de rémunération des comptes sur carnet a été fixé à 1,82% pour le second semestre de 2026 après 1,61% au semestre précédent. Dans ces conditions, le coût de financement des banques¹ est demeuré stable entre le premier et le deuxième trimestre 2026.

¹ Le coût de financement des banques est calculé comme une moyenne pondérée des coûts de leurs différentes ressources.

Tableau 3.2 : Taux créditeurs (en %)

	2024		2025				2026		
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	juil.
6 mois	2,77	2,45	2,53	2,45	2,40	2,54	2,19	2,49	2,45
12 mois	2,60	2,88	2,78	2,80	2,51	2,65	2,78	2,72	2,58

Graphique 3.3 : Coût de financement des banques (Variation trimestrielle en points de base)



Pour ce qui est des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au deuxième trimestre de 2026, font ressortir une hausse trimestrielle de 15 pb du taux moyen global à 4,81%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les crédits aux entreprises non financières ont augmenté de 17 pb à 4,71%, traduisant des hausses de 29 pb à 4,65% pour les prêts à l'équipement et de 16 pb à 4,62% pour les facilités de trésorerie, ainsi qu'une baisse de 2 pb à 5,35% pour les crédits à la promotion immobilière. Par taille d'entreprises, les taux sont restés quasi stables à 4,56% pour les grandes entreprises et à 5,20% pour les TPME. Concernant les taux appliqués aux particuliers, ils ont baissé de 15 pb à 5,59%, avec des replis de 170 pb à 5,51% pour les comptes débiteurs et crédits de trésorerie, de 13 pb à 4,53% pour ceux à l'habitat et de 5 pb à 6,81% pour ceux à la consommation.

Tableau 3.3 : Taux débiteurs (en %)

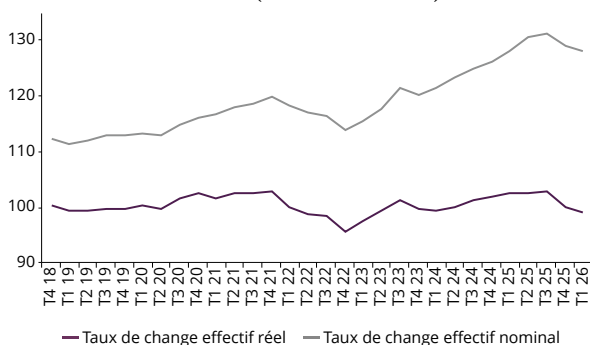
	2025				2026	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Taux global	4,98	4,84	4,85	4,82	4,66	4,81
Particuliers	5,96	5,77	5,71	5,69	5,74	5,59
Crédits immobiliers	4,74	4,68	4,64	4,67	4,66	4,53
Crédits à la consommation	7,13	6,88	6,89	6,89	6,86	6,81
Entreprises non financières	4,84	4,72	4,74	4,72	4,54	4,71
Crédits de trésorerie	4,73	4,64	4,72	4,57	4,46	4,62
Crédits à l'équipement	5,14	4,82	4,48	4,95	4,36	4,65
Crédits immobiliers	5,48	5,47	5,37	5,44	5,37	5,35

3.1.2 Marché des changes

Entre le premier et le deuxième trimestre de 2026, l'euro a connu une dépréciation de 0,3% face au dollar américain. Dans ces conditions, le dirham a connu une appréciation de 0,1% contre l'euro et une dépréciation de 0,2% vis-à-vis du dollar américain.

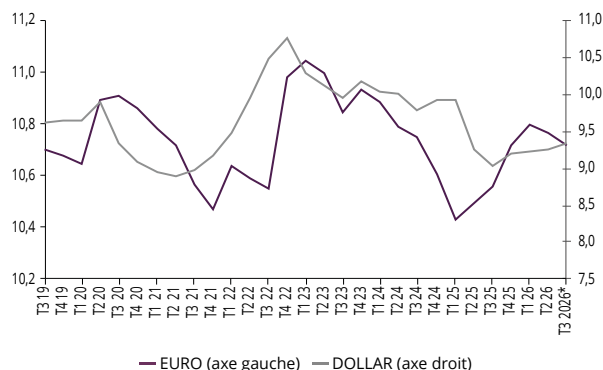
Comparativement aux monnaies des autres pays partenaires, la monnaie nationale s'est dépréciée de 1,7% face au yuan chinois, et de 4,7% contre le réal brésilien alors qu'elle s'est appréciée de 3,3% face à la livre turque et est restée stable vis-à-vis de la livre sterling. En conséquence, le taux de change effectif est demeuré stable en termes nominaux et a baissé de 1,2% en termes réels, compte tenu du différentiel d'inflation entre le Maroc et ses principaux partenaires et concurrents commerciaux.

Graphique 3.4 : Taux de change effectifs en termes nominaux et réels (Base 100 en 2010)



Les données relatives aux mois de juillet et août 2026 indiquent une dépréciation de l'euro face au dollar américain de 0,9% en moyenne comparativement au deuxième trimestre de 2026. Dans ces conditions, le dirham s'est déprécié de 0,6% vis-à-vis du dollar américain et s'est apprécié de 0,2% contre l'euro.

Graphique 3.5 : Taux de change du dirham



*Moyenne des mois de juillet et août.

Concernant le volume des transactions, le montant des échanges de devises contre dirhams sur le marché interbancaire s'est chiffré à près de 34,6 milliards de dirhams en moyenne en juillet et août 2026, en hausse de 3,3% par rapport à la moyenne mensuelle du deuxième trimestre. Pour ce qui est des opérations au comptant des banques avec leur clientèle, elles ont augmenté de 4,5% à 38,7 milliards pour les achats des banques et ont baissé de 3,3% à 39,3 milliards pour les ventes en moyenne en juillet et août par rapport à la moyenne mensuelle du deuxième trimestre. Quant aux opérations à terme, elles ont totalisé 2,4 milliards pour les achats, en baisse de 19,5% en juillet et août 2026 en comparaison avec la moyenne mensuelle du deuxième trimestre, et 18,2 milliards pour les ventes, en repli de 8,3%.

3.1.3 Situation monétaire²

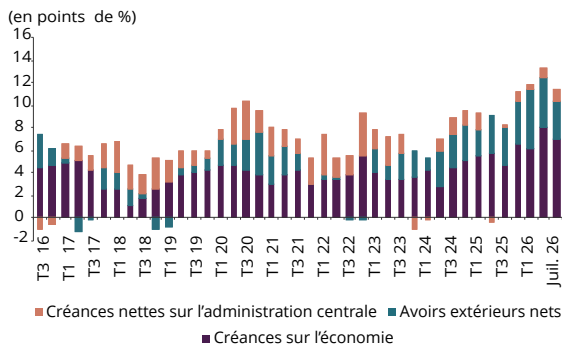
L'agrégat M3 est ressorti en accroissement annuel de 11,2% en juillet 2026, après 11,7% au deuxième trimestre. Par principales composantes,

² Les données trimestrielles représentent les encours en fin de période et les évolutions sont en glissement annuel.

cette évolution traduit essentiellement des ralentissements de 41,1% à 20,3% pour les OPCVM monétaires et de 10,2% à 2,5% pour les dépôts en devises. Dans le même sens, la circulation fiduciaire s'est accrue de 18% après 18,4% et les dépôts à vue ont augmenté de 11,2%, rythme quasi-stable par rapport au deuxième trimestre. Quant aux dépôts à terme, ils ont connu un repli de 2,2% après celui de 5,5%.

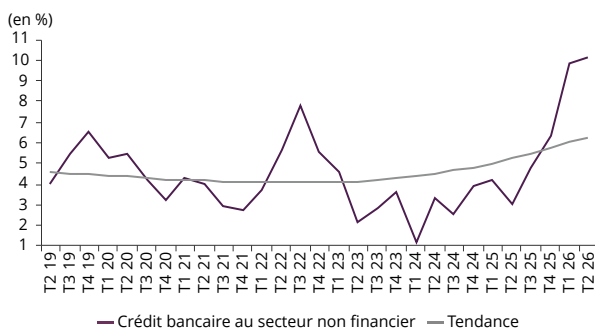
Par principales contreparties, l'évolution de la masse monétaire est le résultat du ralentissement de 10,8% à 10,3% de l'accroissement du crédit bancaire, les créances nettes sur l'administration centrale et les avoirs officiels de réserve ayant connu des accélérations de 2,6% à 5,7% et de 22,2% à 22,7% respectivement.

Graphique 3.6 : Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire en glissement annuel



Plus particulièrement, le crédit bancaire au secteur non financier a progressé de 10,1% en juillet, après 9,8% au deuxième trimestre de 2026.

Graphique 3.7 : Crédit bancaire au secteur non financier (variation en glissement annuel)



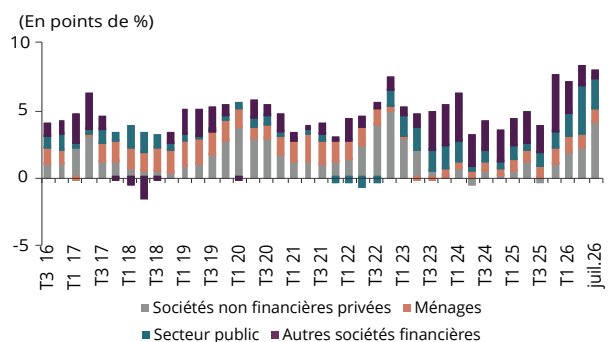
L'évolution du crédit au secteur non financier reflète principalement la hausse de 11% après 8,1% des prêts accordés aux entreprises privées. Cette accélération est le résultat de celles de 6,4% à 11,3% pour les facilités de trésorerie, de 15,8% à 18% pour les crédits à l'équipement, et de 6,8% à 7,7% pour ceux à la promotion immobilière.

Elle reflète également une expansion des prêts aux administrations locales, en lien avec les crédits alloués en avril dans le cadre des projets de dessalement de l'eau de mer et d'extension de la ligne de train à grande vitesse.

En revanche, le rythme d'accroissement des concours aux entreprises publiques a connu une décélération de 15,9% au deuxième trimestre à 3,1% en juillet, reflétant celle de 21,5% à 5,6% des prêts à l'équipement ainsi qu'un repli de 4,3% après une hausse de 8,3% des facilités de trésorerie.

De leur côté, les crédits aux particuliers se sont accrus de 3,6% en juillet, après 3,4% au deuxième trimestre, avec des progressions de 2,2%, après 2,3%, des prêts à l'habitat et de 5,2%, contre 4,5%, de ceux à la consommation. Quant aux concours aux entrepreneurs individuels, ils ont accusé une baisse de 1,5% en juillet, après une hausse de 0,9%.

Graphique 3.8 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit



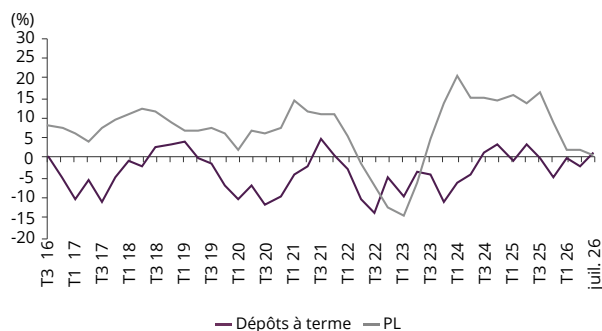
Par branche d'activité, les données relatives au deuxième trimestre de 2026 font ressortir des augmentations annuelles des crédits octroyés aux

entreprises de 9,8% pour le secteur des « Bâtiment et travaux publics », de 12,6% pour celui du « Commerce, réparations automobiles et d'articles domestiques » et de 12,9% pour la branche « Electricité, gaz et eau ». En revanche, les crédits aux entreprises se sont repliés de 21,6% pour les « Transports et communications », de 7,1% pour les « Industries manufacturières diverses » et de 3,8% pour les « Industries textiles, de l'habillement et du cuir ».

S'agissant des créances en souffrance, elles se sont accrues de 3,1% en juillet et leur ratio à l'encours du crédit bancaire est demeuré stable à 8,1%. Elles ont augmenté de 1,6% pour les entreprises privées et de 6% pour les ménages avec des ratios respectifs de 12,1% et 10,9%.

Pour ce qui est des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils se sont accrues de 13,8% au deuxième trimestre de 2026. Cette évolution reflète des progressions de 13,1% pour les crédits distribués par les sociétés de financement, de 11,8% pour ceux des banques offshore et de 1,8% pour les prêts alloués par les associations de micro-crédit.

Graphique 3.9 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme



En ce qui concerne les agrégats de placements liquides, leur rythme d'accroissement a connu une décélération de 6,6% au deuxième trimestre à 2% en juillet, reflétant celles de 9,3% à 1,3% des titres

des OPCVM obligataires, de 3,9% à 1,9% des bons du Trésor, et de 6,1% à 0,4% des OPCVM actions et diversifiés.

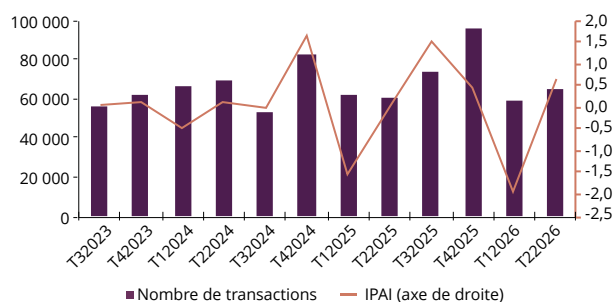
3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

Au deuxième trimestre de 2026, l'indice des prix des actifs immobiliers a marqué une progression de 0,7%, après un repli de 1,9% au trimestre précédent porté par l'augmentation des prix de 1% pour le résidentiel, de 0,6% pour les terrains et de 0,4% pour les biens à usage professionnel. En parallèle, le volume de transactions a augmenté de 11%, après s'être contracté de 38,9% un trimestre auparavant, avec des accroissements de 6,3% pour les biens résidentiels, de 21,8% pour les terrains et de 23,5% pour les biens à usage professionnel.

Hormis Meknès et Oujda où les prix ont reculé de 0,9%, et Agadir et El Jadida, où ils sont restés quasi-stables, la hausse a concerné l'ensemble des autres principales villes, avec des variations allant de 0,5% à Casablanca et Marrakech à 2,3% à Tanger. S'agissant des ventes, elles ont progressé dans l'ensemble des principales villes, à des taux compris entre 4,4% à Casablanca et 61,2% à Rabat, à l'exception de Meknès où elles ont reculé de 4%.

Graphique 3.10 : Evolution de l'IPAI (en %) et du nombre de transactions immobilières



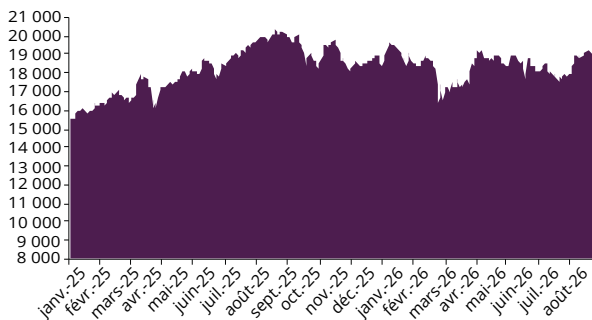
Sources : BAM et ANCFCC.

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

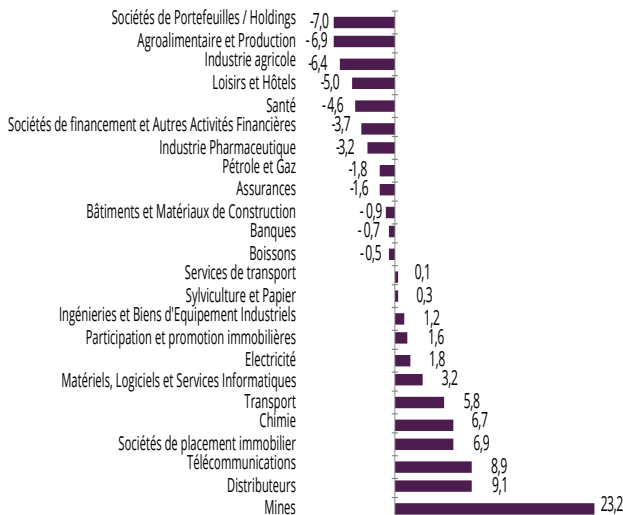
Au cours du mois d'août, le MASI s'est apprécié de 2,4% par rapport à fin juin, ramenant sa contre-performance depuis le début de l'année à -1%. Cette évolution a été portée principalement par le secteur des « Mines », dont l'indice a progressé de 23,2%, et, dans une moindre mesure, par les « Matériels, Logiciels et Services Informatiques » et les « Distributeurs », avec des hausses respectives de 3,2% et 9,1%. À l'inverse, les indices de l'« Agroalimentaire et Production » et des « Banques » se sont repliés respectivement de 6,9% et 0,7%.

Graphique 3.11 : Evolution de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

Graphique 3.12 : Evolution des indices sectoriels au mois de août par rapport au premier trimestre 2026 (en %)



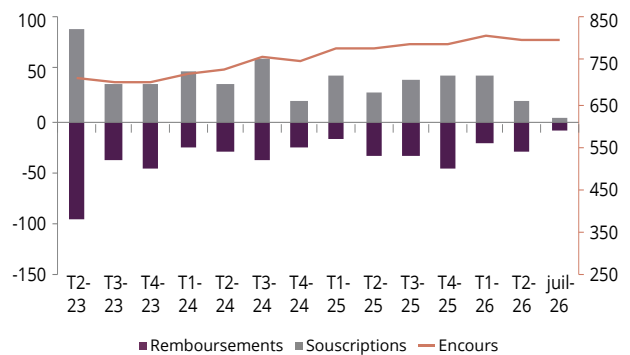
Source : Bourse de Casablanca.

Pour ce qui est du volume moyen mensuel des échanges, il est resté quasi stable, s'établissant à 7,5 milliards de dirhams en juillet et août, après 7,3 milliards au deuxième trimestre 2026. Cette évolution recouvre toutefois un repli de 3 milliards de dirhams des échanges sur le marché central et une hausse de l'activité sur le marché primaire. Celle-ci a été portée notamment par les augmentations de capital de Sanlam, de CIH Bank et de Crédit du Maroc, qui se sont élevées respectivement à 2,6 milliards, 1 milliard et 699,1 millions de dirhams, ainsi que par l'introduction en bourse de T2S, d'un montant de 1,1 milliard de dirhams. Dans ces conditions, la capitalisation boursière s'est établie à 1 095,2 milliards de dirhams, en hausse de 5% par rapport à juin et de 5,2 % depuis le début de l'année.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Au cours du mois de juillet, les émissions des bons du Trésor se sont élevées à 4,4 milliards de dirhams, après un volume mensuel moyen de 6,9 milliards au deuxième trimestre. Elles ont porté à hauteur de 52% sur des maturités courtes, contre 48% sur celles moyennes. Compte tenu des remboursements d'un montant de 9,1 milliards, l'encours des bons du Trésor s'est établi à 798,9 milliards à fin juillet, en progression de 1,5% comparativement à fin décembre 2025.

Graphique 3.13 : Evolution des levées des bons du Trésor (en milliards de dirhams)



Source : BAM.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

Les émissions de titres de dette privée se sont établies à 14,2 milliards de dirhams en juillet, après un volume mensuel moyen de 11,1 milliards au deuxième trimestre. Les levées des sociétés financières ont atteint 7,9 milliards et celles des sociétés non financières 6,4 milliards, contre des moyennes mensuelles respectives de 7,6 milliards et 2,8 milliards au deuxième trimestre.

Par instrument, les émissions de titres de créances négociables ont atteint 11,7 milliards de dirhams, dont 5,4 milliards sous forme de billets de trésorerie, 5,1 milliards de certificats de dépôt et 1,3 milliard de bons des sociétés de financement. Pour leur part, les levées obligataires se sont chiffrées à 2,5 milliards, réalisées à hauteur de 60% par les autres sociétés financières privées.

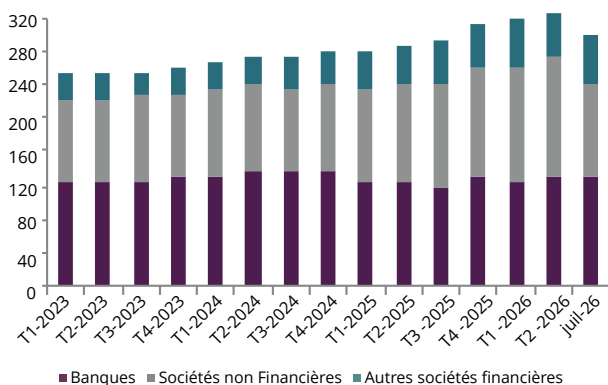
Compte tenu des remboursements, l'encours de la dette privée est ressorti à 328,2 milliards de dirhams à fin juillet 2026.

durant la même période un an auparavant. De leur côté, les rachats se sont élevés à 998,3 milliards au lieu de 970,1 milliards, soit une collecte nette de 72,5 milliards.

S'agissant des performances, elles ont atteint respectivement 2,6% et 2,35% pour les fonds obligataires à court terme et les fonds monétaires. À l'inverse, elles se sont inscrites en repli de 9,1% pour les OPCVM actions, de 4,2% pour les fonds diversifiés et de 0,6% pour les OPCVM obligataires à moyen et long termes.

L'actif net des OPCVM ressort à fin août à 862,6 milliards de dirhams, en augmentation de 9,8% par rapport à décembre 2025. A l'exception des fonds obligataires à moyen et longs termes qui ont accusé un repli de 0,9% de leur encours, les autres catégories d'OPCVM ont enregistré des hausses allant de 1,6% pour les OPCVM actions à 58,8% pour ceux contractuels.

Graphique 3.14 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur (en milliards de dirhams)



Source : Maroclear et calculs BAM.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Au cours des huit premiers mois de 2026³, les souscriptions aux OPCVM se sont chiffrées à 1 070,7 milliards de dirhams contre 1 056,2 milliards

³ Les dernières données disponibles correspondent au 17 août 2026.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

A fin juillet 2026, l'exécution budgétaire s'est soldée par un déficit global de 50,5 milliards de dirhams, en allègement de 4,2 milliards comparativement à la même période de 2025. Les recettes ordinaires ont augmenté de 11,9% à 281,6 milliards, traduisant des progressions de 10,4% des rentrées fiscales et de 28,1% de celles non fiscales. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 13,3% à 270,5 milliards, résultat notamment d'accroissements de 14,4% des charges de biens et services, de 14% de celles en intérêts de la dette et de 10,8% des dépenses de compensation. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti positif à 11,1 milliards, au lieu de 13,1 milliards à fin juillet 2025. De leur côté, les dépenses d'investissement ont affiché un bond de 13,9% à 69,3 milliards, portant ainsi celles globales à 339,8 milliards, en hausse de 13,5%. Pour ce qui est des comptes spéciaux du Trésor, leur solde a dégagé un excédent de 7,7 milliards contre un déficit de 7 milliards un an auparavant.

Compte tenu de la réduction des opérations en instance de 3,6 milliards de dirhams, le déficit de caisse s'est allégé à 54,2 milliards, au lieu de 74,8 milliards un an auparavant. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures et par un flux net extérieur de 27,1 milliards chacun. Ainsi, l'encours de la dette directe aurait progressé de 3,7% à fin juillet 2026 par rapport à son niveau à fin décembre 2025. S'agissant des conditions de financement du Trésor, elles se sont globalement quasi-stabilisées comparativement à la même période de 2025.

4.1 Recettes ordinaires

L'exécution budgétaire à fin juillet 2026 fait ressortir une hausse de 11,9% à 281,6 milliards des recettes ordinaires, avec un bond de 10,4% à 251,7 milliards des rentrées fiscales.

Les recettes des impôts directs se sont améliorées de 14,4% à 115,1 milliards de dirhams, traduisant principalement des augmentations de 24,9% à 69,4 milliards du produit de l'IS et de 1,8% à 42,9 milliards des rentrées de l'IR. La faible progression de ces dernières résulte essentiellement de l'encaissement, en janvier 2025, d'une recette exceptionnelle de 3,8 milliards de dirhams liée à l'opération de régularisation fiscale volontaire. Compte non tenu de cette recette, l'IR aurait enregistré un raffermissement de 11,9%.

Pour ce qui est des impôts indirects, ils ont drainé 110,5 milliards, en hausse de 6,1%, traduisant

celles de 6,5% à 87,1 milliards des rentrées de la TVA et de 4,8% à 23,4 milliards du produit de la TIC. L'évolution de cette dernière taxe reflète en particulier des accroissements de 3,6% à 12,4 milliards des TIC sur les produits énergétiques et de 5,3% à 8,7 milliards de celles sur les tabacs. Le rebond de la TVA reflète, pour sa part, des améliorations de 7,9% à 56,9 milliards des recettes de celle à l'importation et de 3,9% à 30,3 milliards de celle à l'intérieur.

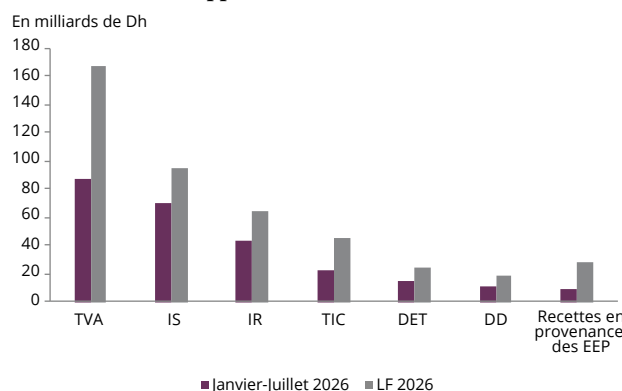
De leur côté, les rentrées des droits de douane ont progressé de 8,9% à 10,4 milliards tandis que celles des droits d'enregistrement et de timbre se sont renforcées de 14,1% à 15,7 milliards.

Tableau 4.1 : Recettes ordinaires
(en milliards de dirhams)

	Jan. - Juil. 2025	Jan. - Juil. 2026	Var. en %	LF 2026	Réalisation par rapport à la LF (en %)
Recettes ordinaires	251,8	281,6	11,9	480,6	58,6
Recettes fiscales	228,0	251,7	10,4	420,3	59,9
- Impôts directs	100,6	115,1	14,4	164,2	70,1
Dont IS	55,6	69,4	24,9	94,5	73,5
IR	42,2	42,9	1,8	64,5	66,6
- Impôts indirects	104,1	110,5	6,1	213,6	51,7
TVA*	81,8	87,1	6,5	168,2	51,8
TIC	22,3	23,4	4,8	45,4	51,5
- Droits de douane	9,5	10,4	8,9	18,5	56,1
- Enregistrement et timbre	13,8	15,7	14,1	24,0	65,3
Recettes non fiscales	21,1	27,0	28,1	56,7	47,7
- Recettes en provenance des EEP	9,3	9,5	1,4	27,5	34,4
- Autres recettes	11,8	17,6	49,3	29,2	60,2
- Mécanismes de financement innovants	1,0	9,9	-	20,0	49,7
Recettes des CST	2,6	2,9	9,1	3,6	80,2

(*) Compte tenu des 32% de la TVA transférée aux collectivités territoriales (CT).
Sources : Données MEF (DTFE) et retraitement TVA par BAM.

Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances



Sources : Données MEF (DTFE) et retraitement TVA par BAM.

Note : -TVA : Taxe sur la valeur ajoutée - IS : Impôt sur les sociétés
- IR : Impôt sur le revenu - TIC : Taxe intérieure de consommation
- DET : Droits d'enregistrement et de timbre - DD : Droits de douane
- EEP : Etablissements et entreprises publics

Quant aux recettes non fiscales, les encaissements au titre de la rubrique des « autres recettes » ont augmenté de 49,3% à 17,6 milliards d'une année à

l'autre, dont 9,9 milliards émanent des mécanismes de financement innovants au lieu d'un milliard à fin juillet 2025. Les ressources provenant des établissements et entreprises publics (EEP) ont totalisé 9,5 milliards à fin juillet 2026, au lieu de 9,3 milliards un an auparavant.

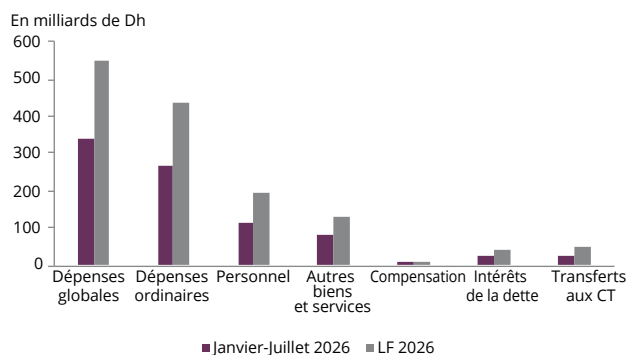
4.2 Dépenses

Les dépenses globales se sont alourdies de 13,5% à 339,8 milliards à fin juillet 2026, reflétant des augmentations de 13,3% à 270,5 milliards de celles ordinaires et de 13,9% à 69,3 milliards de celles d'investissement. Les dépenses de biens et services se sont élevées à 199,9 milliards, en hausse de 14,4%, traduisant celles de 10,4% à 114,9 milliards de la masse salariale et de 20,3% à 85 milliards des dépenses au titre des autres biens et services. Ces dernières tiennent compte des transferts d'un montant de 43,4 milliards aux EEP, en accroissement de 28,8%, et de 16,1 milliards aux comptes spéciaux du Trésor, en repli de 10,1%. Concernant l'évolution de la masse salariale, la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel s'est accrue de 9,9% à 96,2 milliards, résultat de progressions de 6% de sa composante structurelle et de 81,9% à 8,2 milliards des rappels.

Tableau 4.2 : Exécution des dépenses publiques
(en milliards de dirhams) *

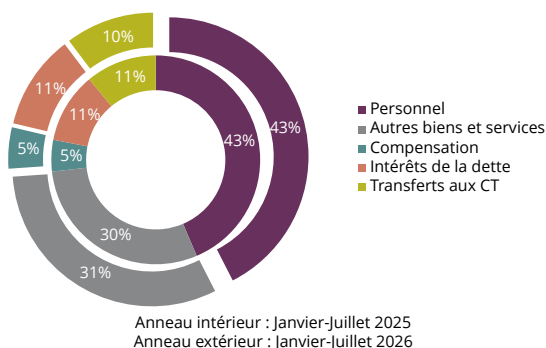
	Jan. - Juil. 2025	Jan. - Juil. 2026	Var. en %	LF 2026	Exécution par rapport à la LF (en %)
Dépenses globales	299,5	339,8	13,5	548,1	62,0
Dépenses ordinaires	238,7	270,5	13,3	433,2	62,4
Biens et services	174,7	199,9	14,4	324,0	61,7
Personnel	104,0	114,9	10,4	195,3	58,8
Autres biens et services	70,7	85,0	20,3	128,7	66,1
Intérêts de la dette	26,1	29,8	14,0	41,6	71,6
Compensation	11,7	12,9	10,8	13,9	93,4
Transferts aux CT	26,2	27,9	6,5	53,8	51,8
Investissement	60,8	69,3	13,9	114,8	60,4

* Compte tenu des 32% de la TVA transférée aux collectivités territoriales (CT).
Sources : Données MEF (DTFE) et retraitement TVA par BAM.

Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances


Sources : Données MEF (DTFE) et retraitement TVA par BAM.

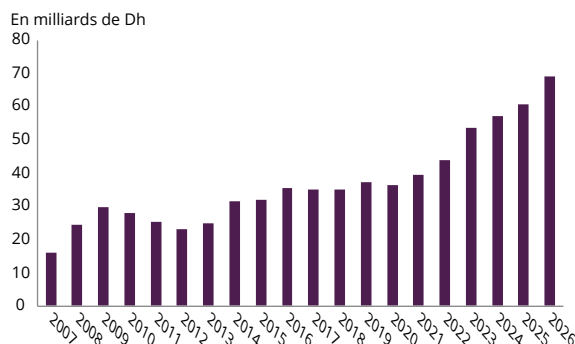
S'agissant des charges en intérêts de la dette, elles ont augmenté de 14% à 29,8 milliards, reflétant des bonds de 14,5% à 23,6 milliards de celles sur la dette intérieure et de 12% à 6,2 milliards de celles sur la dette extérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires


Sources : Données MEF (DTFE) et retraitement TVA par BAM.

Les charges de compensation ont progressé de 10,8% à 12,9 milliards. Cette hausse est imputable principalement aux aides directes accordées aux professionnels du secteur du transport pour un montant de 1,3 milliard.

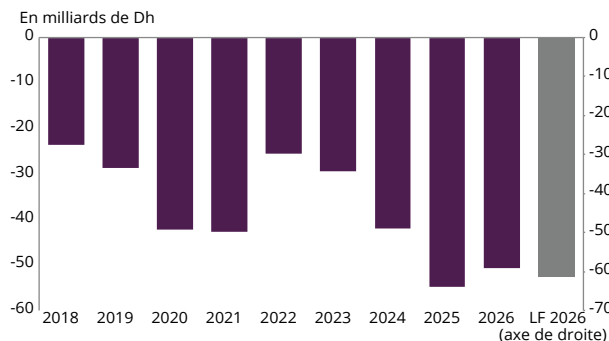
Les dépenses d'investissement se sont accrues de 13,9% à 69,3 milliards et ont été exécutées à hauteur de 60,4% des prévisions d'émission de la loi de finances.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin juillet


Source : MEF (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

Tenant compte de l'évolution des recettes et des dépenses ainsi que du solde des comptes spéciaux du Trésor, la situation des charges et ressources du Trésor s'est soldée par un allègement du déficit budgétaire, passant de 54,7 milliards à 50,5 milliards. En outre, le Trésor a réduit ses opérations en instance de 3,6 milliards, au lieu de 20 milliards à fin juillet 2025, ramenant ainsi le déficit de caisse à 54,2 milliards, contre 74,7 milliards.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin juillet


Source : MEF (DTFE).

Le besoin de financement du Trésor a été couvert de manière équilibrée par des ressources intérieures et extérieures. Le flux extérieur recouvre des tirages bruts à hauteur de 40,2 milliards, contre 40,3 milliards un an auparavant, et des remboursements de 13,1 milliards, au lieu de 6,3 milliards.

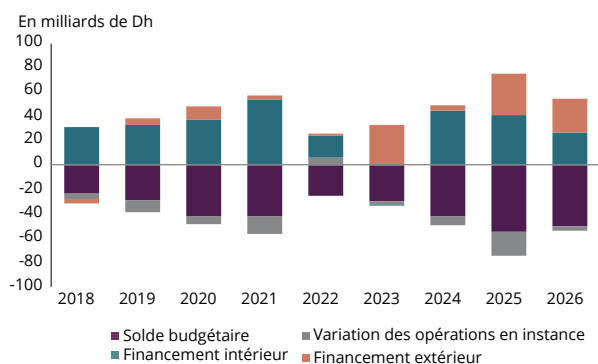
Tableau 4.3 : Financement du déficit (en milliards de dirhams)

	Jan. - Juil. 2025	Jan. - Juil. 2026	LF 2026
Solde ordinaire	13,1	11,1	47,4
Solde des CST	-7,0	7,7	6,0
Solde primaire	-28,6	-20,8	-19,9
Solde budgétaire	-54,7	-50,5	-61,4
Variation des opérations en instance	-20,0	-3,6	0,0
Besoin de financement	-74,7	-54,2	-61,4
Financement intérieur	40,8	27,1	14,4
Financement extérieur	34,0	27,1	41,0
Cession des participations de l'Etat	0,0	0,0	6,0

Sources : MEF (DTFE).

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a permis de mobiliser un montant net de 11,6 milliards, contre 25,4 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont porté notamment sur les maturités de 5 ans à hauteur de 15 milliards, sur celles de 2 ans pour 4,9 milliards et sur celles à 52 semaines pour 4,3 milliards. En parallèle, les remboursements nets ont été réalisés sur les bons à 20 ans pour un montant de 6,7 milliards, sur ceux à 10 ans pour 4,5 milliards et sur ceux à 26 semaines pour 1,5 milliard.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin juillet*



Source : MEF (DTFE).

*Les recettes des cessions de participations de l'Etat, limitées et discontinues dans le temps, ont été intégrées dans le financement intérieur.

S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, les données arrêtées à fin juillet indiquent globalement une

quasi-stabilité des taux moyens pondérés par rapport à la même période en 2025. Les baisses ont concerné les bons à 26 semaines avec 12 points de base (pb) à 2,19% et ceux à 10 ans avec 3 pb à 2,96%. En revanche des hausses ont été enregistrées pour les autres maturités à hauteur de 23 pb à 2,83% pour les bons à 5 ans, de 11 pb à 2,48% pour ceux à 2 ans et de 5 pb à 2,3% pour les bons à 52 semaines.

Tableau 4.4 : Endettement du Trésor (en milliards de dirhams)

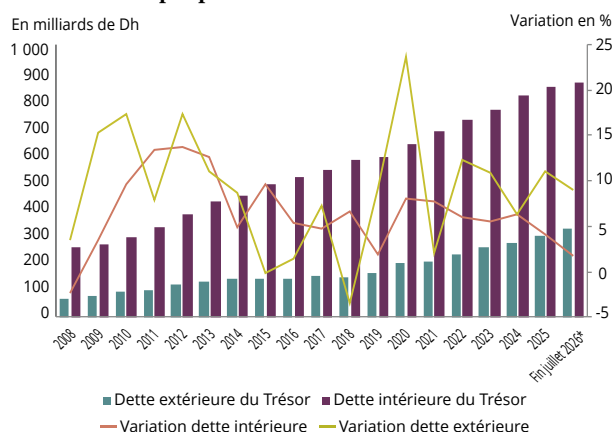
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Fin juillet 2026*
Dettes extérieures du Trésor	161,6	199,7	203,8	228,9	253,6	269,8	299,8	326,8
Var en %	9,2	23,6	2,0	12,3	10,8	6,4	11,1	9,0
Dettes intérieures du Trésor	585,7	632,9	681,5	722,9	763,0	811,8	845,2	860,1
Var en %	1,9	8,1	7,7	6,1	5,6	6,4	4,1	1,8
Encours de la dette directe	747,3	832,6	885,3	951,8	1016,7	1081,6	1145,0	1187
Var en %	3,4	11,4	6,3	7,5	6,8	6,4	5,9	3,7

Source : MEF (DTFE).

* Pour la dette à fin juillet 2026, elle est estimée sur la base des flux de financement générateurs de dettes.

Dans ces conditions, la dette publique directe se serait accrue de 3,7% à fin juillet 2026 comparativement à son niveau à fin décembre 2025, avec des progressions de 1,8% de sa composante intérieure et de 9% de celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



Sources : Données MEF (DTFE) et *estimations BAM.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Au premier trimestre 2026, la croissance économique s'est établie à 4,6%, au lieu de 5% le même trimestre de 2025. Cette évolution est le résultat d'une forte progression de 18,4% de la valeur ajoutée agricole contre 8,1% un an auparavant, et d'un ralentissement de celle non agricole, de 4% à 2,6%. Du côté de la demande, sa composante intérieure a contribué à hauteur de 6,9 points de pourcentage à la croissance, tandis que la participation des exportations nettes en volume est demeurée négative à -2,3 points.

En moyenne, au deuxième et troisième trimestres de 2026, la valeur ajoutée agricole s'accroîtrait de 18,2%, celle des activités non agricoles augmenterait de 2,9% et la croissance économique devrait ressortir ainsi à 4,6%.

Pour le marché du travail, les résultats de l'enquête sur la main d'œuvre indiquent une création, entre le deuxième trimestre de 2026 et la même période de 2025, de 406 mille emplois. Le taux de chômage au sens strict est passé de 11,1% à 9,5% globalement, de 13,6% à 11,9% dans les villes et de 6,5% à 5,4% en milieu rural. Les jeunes âgés de 15 à 24 ans demeurent la catégorie la plus affectée, avec un taux de 27,2% globalement, de 35,4% en milieu urbain et de 16,4% en zone rurale.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

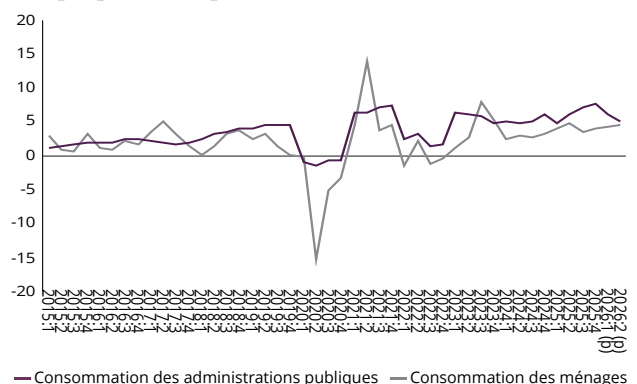
Au premier trimestre de 2026, la consommation finale des ménages a progressé en volume de 4,6%, après 1,1% au même trimestre de l'année précédente. Sa contribution à la croissance s'est ainsi établie à 2,6 points de pourcentage contre 0,7 point.

Au cours des deuxième et troisième trimestres de 2026, elle devrait maintenir un rythme autour de 4% en moyenne, au lieu de 1,2% à la même période de 2025. Cette évolution serait favorisée par la modération de l'inflation ainsi que par l'amélioration des revenus agricoles.

La consommation finale des administrations publiques a, pour sa part, augmenté de 4,9% au premier trimestre de 2026, au lieu de 3,5% au même trimestre un an auparavant, portant sa contribution à la croissance à 0,9 point de pourcentage, après 0,6 point.

Au cours des deux trimestres suivants, sa progression devrait décélérer à 4,4% en moyenne, contre 5,3% un an auparavant.

Graphique 5.1 : Dépenses de consommation (variation en %)



— Consommation des administrations publiques — Consommation des ménages

Sources : Données HCP et prévisions Bank Al-Maghrib.

5.1.2 Investissement

Au premier trimestre de 2026, l'investissement a poursuivi sa progression, mais à un rythme moins soutenu que celui enregistré à la même période un an auparavant. Il est passé de 19,6% au premier trimestre 2025 à 10,8% et sa contribution à la croissance s'est ainsi établie à 3,4 points de pourcentage, contre 4 points au même trimestre de 2025.

Les indicateurs disponibles laissent indiquer une poursuite de cette décélération au cours des deuxième et troisième trimestres de 2026, avec une croissance de l'investissement autour de 10% en moyenne, après 18,3% un an auparavant. Cette prévision est soutenue notamment par le ralentissement marqué de plusieurs indicateurs à haute fréquence. En particulier, la progression des ventes de ciment est revenue de 15,4% à 8% et celle des importations de biens d'équipement en volume est passée de 32,8% à 16,2%. Par ailleurs, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib au titre du deuxième trimestre de 2026 indiquent que 71% des industriels jugent le climat des affaires de « normal », soit la même proportion que celle enregistrée un an auparavant, et 19% le qualifient de « défavorable » contre 16%.

5.2 Demande extérieure

Au premier trimestre de 2026, les exportations nettes de biens et services ont de nouveau contribué négativement à la croissance à hauteur de -2,3 points après -0,3 point à la même période de l'année précédente. Les exportations ont progressé de 9,2% au lieu de 7,9% et les importations de 12,7% après 7,3%.

Au cours des deuxième et troisième trimestres de 2026, la hausse des exportations devrait s'accélérer à 8,5% en moyenne, contre 5,6% un an auparavant, soutenu par l'amélioration des expéditions du secteur automobile. Les importations devraient, pour leur part, s'accroître de 10% en moyenne, un rythme légèrement inférieur à celui observé un an auparavant.

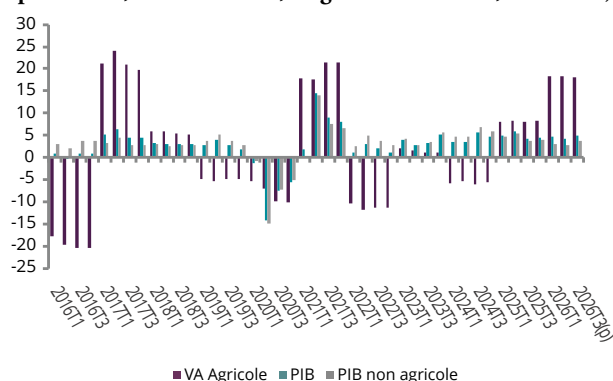
5.3 Offre globale

Du côté de l'offre, la décélération de la croissance économique, à 4,6% au premier trimestre 2026 au lieu de 5% une année auparavant, recouvre une hausse de la valeur ajoutée agricole de 18,4% au premier trimestre 2026, au lieu de 8,1%, et

un ralentissement de la progression de celle des activités non agricoles de 4% à 2,6%.

Au cours des deuxième et troisième trimestres de 2026, le PIB en volume devrait croître de 4,6% en moyenne après 5%. La valeur ajoutée agricole augmenterait de 18,2%, après 8,2%, à la faveur notamment de l'amélioration de la récolte des trois principales céréales de 115,9% à 93 millions de quintaux (MQx), tandis que celle non agricole enregistrerait un accroissement de 2,9%, après 4%.

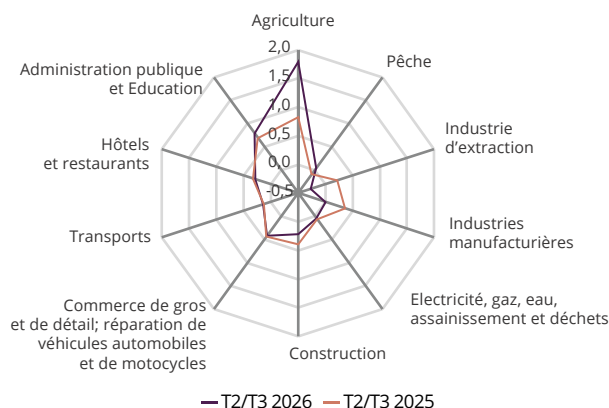
Graphique 5.2 : PIB par composante (au prix de l'année précédente, variation en %, en glissement annuel, base 2014)



Sources : Données HCP et prévisions Bank Al-Maghrib.

Concernant le secteur secondaire, sa valeur ajoutée devrait stagner, après une croissance de 4,1% un an auparavant. Cette évolution s'expliquerait par le recul de l'activité minière, ainsi que par l'atonie des industries manufacturières.

Graphique 5.3 : Contributions de certaines branches d'activité à la croissance (en points de pourcentage)



Sources : Données HCP et prévisions Bank Al-Maghrib.

Au niveau du secteur tertiaire, la valeur ajoutée devrait progresser de 4,3%, au lieu de 4,2% durant la même période de l'année précédente. Cette évolution traduirait notamment un raffermissement de l'activité des services non marchands et, dans une moindre mesure, la poursuite de la dynamique du secteur du tourisme.

5.4 Marché du travail et capacités de production

5.4.1 Activité, emploi et chômage

Au deuxième trimestre 2026, l'emploi contre un revenu a augmenté, par rapport à la même période de l'année précédente, de 4% à 10,6 millions de postes, avec des hausses de 3,4% dans les villes et de 5% dans les campagnes. Ainsi, l'économie nationale aura créé 406 mille emplois, après 400 mille au trimestre précédent. Le secteur des services reste le principal pourvoyeur avec une part de l'emploi de 49,3%, suivi par « l'agriculture, sylviculture et pêche » avec 24,1%, l'industrie avec 13,7% et le BTP avec 12,7%.

Tenant compte de l'évolution de la population en âge de travailler, le taux d'emploi contre revenu est passé de 37,3% à 38,2%, recouvrant des augmentations de 1,8 point à 41,6% dans les campagnes et de 0,4 point à 36,3% en milieu urbain. Ce taux demeure toutefois particulièrement faible chez les femmes (15,4% au lieu de 14,4%) et parmi les jeunes âgés de 15 à 24 ans (16,6% contre 15,1%).

La main d'œuvre qui regroupe les personnes en emploi contre un revenu et celles au chômage au sens strict, est ressortie en hausse de 2,2% à 11,8 millions de personnes et le taux de participation a progressé de 0,3 point à 42,2% au niveau national, recouvrant une amélioration de 1,5 point à 44% en milieu rural et un repli de 0,4 point à 41,2% en zone urbaine. Par genre, ce taux s'est établi à 66,5%, au lieu de 66,7% pour les hommes et à 18,1%, après 17,4%, chez les femmes.

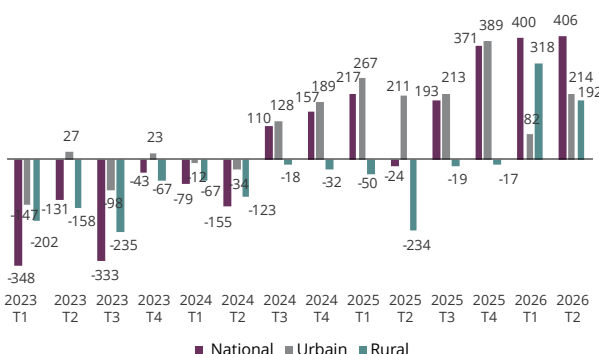
Par ailleurs, la population au chômage au sens strict, qui n'intègre que les personnes sans emploi, disponibles pour travailler et recherchant activement un emploi, a enregistré une baisse de 12% à 1,1 million de personnes, dont près de 80% en milieu urbain. Ainsi, le taux de chômage au sens strict est passé de 11,1% à 9,5% globalement, de 13,6% à 11,9% dans les villes et de 6,5% à 5,4% en milieu rural. Les jeunes âgés de 15 à 24 ans restent les plus affectés avec un taux de 27,2% globalement, de 35,4% en milieu urbain et de 16,4% dans les zones rurales.

Parallèlement, le taux composite de la sous-utilisation de la main-d'œuvre¹ ressort à 18,9% au niveau national, 21% en milieu urbain et 15,2% en milieu rural. Ce taux culmine particulièrement à 41,7% pour les jeunes citadins de 15-24 ans.

5.4.2 Salaires

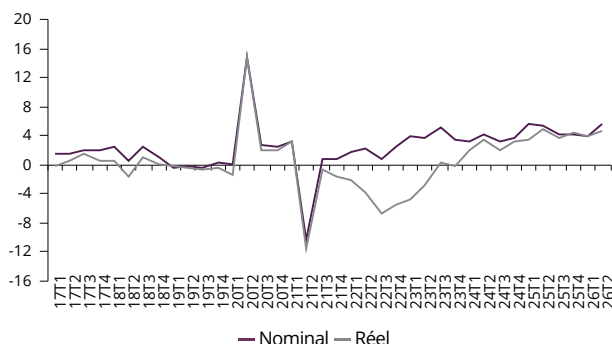
Le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS en rapportant la masse salariale aux effectifs employés, a affiché au deuxième trimestre 2026 des accroissements de 5,7%, après 5,5% un an auparavant, en termes nominaux et de 4,6% au lieu de 4,9% en termes réels.

Graphique 5.4 : Créations d'emplois par milieu de résidence (en milliers)



¹ Ce taux reflète le besoin global non satisfait de travail, en associant le chômage strict, le sous-emploi lié à la durée et la main-d'œuvre potentielle.

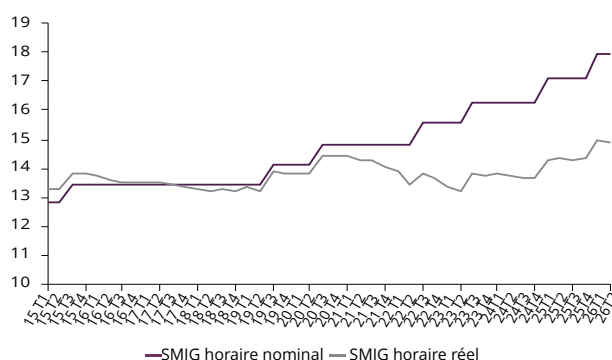
**Graphique 5.5 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé
(variation en glissement annuel en %)**



Sources : Données CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il s'est établi, en termes nominaux, à 17,9 dirhams au deuxième trimestre 2026, en hausse de 5% d'une année à l'autre. Tenant compte d'une progression de 1,1% de l'indice des prix à la consommation, il aura marqué une augmentation de 3,6% en termes réels.

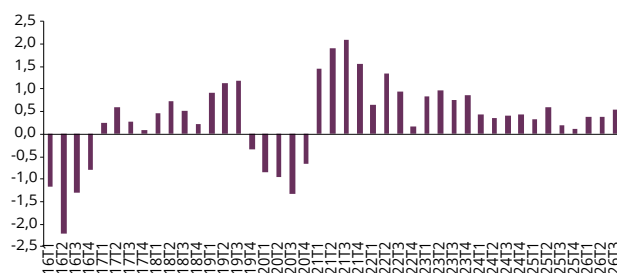
**Graphique 5.6 : SMIG horaire en termes nominaux et réels
(en dirhams)**



Sources : Ministère de l'Inclusion économique, de la Petite Entreprise, de l'Emploi et des Compétences et calculs BAM.

Au total, l'output-gap devrait rester positif au cours du deuxième et troisième trimestre 2026.

Graphique 5.7 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation de Bank Al-Maghrib.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T2-2025	T2-2026
Main d'œuvre (en milliers)	11 511	11 764
Créations d'emplois (en milliers)	-24	406
Urbain	211	214
Rural	-234	192
Taux de participation à la main d'œuvre (en %)	41,9	42,2
Urbain	41,6	41,2
Rural	42,5	44,0
Population en emploi contre un revenu (en milliers)	10 237	10 643
Taux d'emploi contre un revenu (en %)	37,3	38,2
Urbain	35,9	36,3
Rural	39,8	41,6
Population au chômage au sens strict (en milliers)	1 274	1 121
Taux de chômage au sens strict (en %)	11,1	9,5
Urbain	13,6	11,9
Rural	6,5	5,4
Indice des salaires moyens (variation en %)	Nominal	5,5
	Réel	4,9
		5,7
		4,6

Sources : HCP, CNSS et calculs Bank Al-Maghrib.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

Après une moyenne de -0,1% au premier trimestre de 2026, l'inflation s'est située à 1,1% au deuxième trimestre avant de revenir en juillet, en territoire négatif, avec un taux -0,6%. Cette évolution reflète essentiellement un recul des prix des produits alimentaires à prix volatils de 5,5% au mois de juillet, au lieu d'une hausse de 3,8% au deuxième trimestre, ainsi qu'un net ralentissement de la progression des prix des carburants de 26,6% à 13,3%. En revanche, le repli de l'indicateur de l'inflation sous-jacente s'est légèrement atténué de -0,4% à -0,3%. Quant aux tarifs réglementés, ils ont évolué à un rythme stable, soit à 0,5%.

Au troisième trimestre 2026, l'inflation devrait s'établir à -0,3% et sa composante sous-jacente devrait ressortir à -0,2%.

6.1 Evolution de l'inflation

Après une moyenne de 1,1% au deuxième trimestre, l'inflation est revenue en territoire négatif, avec un taux de -0,6% en juillet. Cette évolution reflète d'une part le recul des prix des produits alimentaires à prix volatils de 5,5%, au lieu d'une hausse de 3,8% au deuxième trimestre et d'autre part, la décélération de la progression des prix des carburants de 26,6% à 13,3%. Pour sa part, le repli de l'indicateur de l'inflation sous-jacente s'est légèrement atténué, passant de -0,4% à -0,3%. Quant aux tarifs réglementés, ils ont augmenté de 0,5%, soit le même rythme qu'au deuxième trimestre.

6.1.1. Prix des produits exclus de l'inflation sous-jacente

Les prix des produits alimentaires à prix volatils ont affiché une baisse, en glissement annuel, de 5,5%, après une augmentation de 3,8%, portée principalement par l'accroissement des prix des « légumes frais » de 0,2%, au lieu de 13,9% au deuxième trimestre.

Leur contribution à l'inflation ressort ainsi à -0,8 point de pourcentage, après 0,5 point au deuxième trimestre.

Tableau 6.1 : Inflation et ses composantes

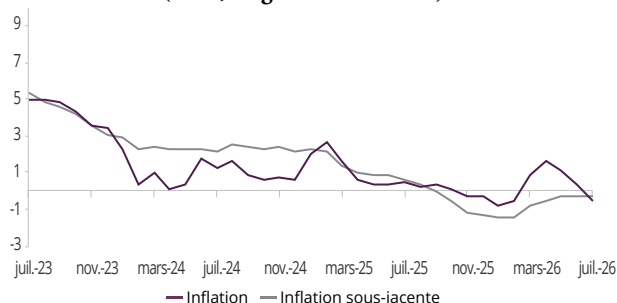
(En %)	Variation trimestrielle/mensuelle			Glissement annuel		
	T1. 26	T2. 26	Juil. 26	T1. 26	T2. 26	Juil. 26
Inflation	0,8	0,6	-1,0	-0,1	1,1	-0,6
- Produits alimentaires à prix volatils	5,6	-2,3	-5,4	4,5	3,8	-5,5
- Produits réglementés	0,4	0,1	0,0	0,5	0,5	0,5
- Carburants	-0,8	27,2	-5,0	-6,1	26,6	13,3
Inflation sous-jacente	-0,2	0,3	-0,1	-1,2	-0,4	-0,3
Produits alimentaires	-1,3	0,2	-0,2	-5,5	-3,7	-3,4
- Articles d'habillement et chaussures	0,2	0,3	-0,2	0,9	0,9	0,7
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,3	1,8	0,1	1,2	2,5	2,9
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,4	0,1	0,6	1,0	0,9
- Santé ¹	0,2	0,2	0,0	0,6	0,6	0,5
- Transport ²	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	-0,2
- Communication	-0,1	-0,1	0,1	-0,4	-0,3	-0,2
- Loisirs et cultures ¹	-0,1	0,1	0,0	-0,7	-0,2	-0,1
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	2,1	2,1	2,1
- Restaurants et hôtels	0,1	0,8	0,6	2,1	2,1	2,4
- Biens et services divers ¹	2,0	0,7	-0,2	3,4	3,7	3,1

¹ Hors produits réglementés.

² Hors carburants et produits réglementés.

Sources : Données HCP et calculs BAM.

Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente (en %, en glissement annuel)

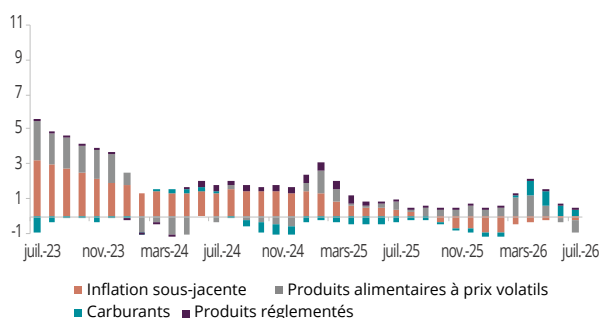


Sources : HCP et calculs BAM.

S'agissant des tarifs réglementés, ils ont progressé de 0,5% en juillet, rythme inchangé par rapport au deuxième trimestre 2026.

La contribution de ces tarifs à l'inflation s'est ainsi maintenue à 0,1 point de pourcentage.

Graphique 6.2 : Contributions à l'inflation (en points de pourcentage)

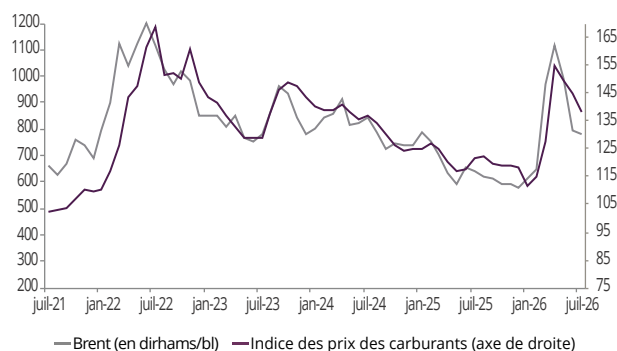


Sources : Données HCP et calculs BAM.

Pour leur part, les prix des carburants se sont accrus de 13,3% en juillet, après 26,6% au deuxième trimestre. Cette décélération intervient dans un contexte marqué par le recul des prix des produits pétroliers au niveau international. Le cours du Brent en particulier a diminué de 20,1% pour atteindre 83,4\$/bl en juillet.

En termes de contribution à l'inflation, celle-ci est passée de 0,7 point de pourcentage au deuxième trimestre à 0,4 point en juillet.

Graphique 6.3 : Cours du Brent et indice des prix des carburants (base 100 en 2017)



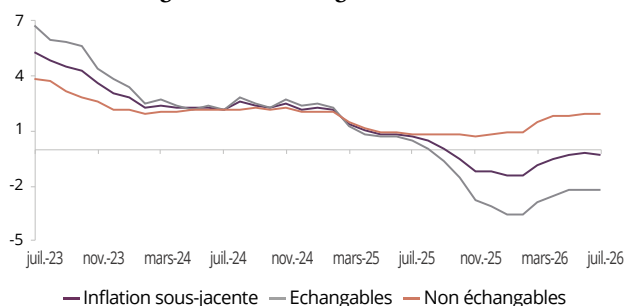
Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

6.1.2. Inflation sous-jacente

L'indicateur de l'inflation sous-jacente a connu un léger repli de -0,3% en juillet, après celui de -0,4% au deuxième trimestre 2026. Cette évolution reflète principalement l'atténuation de la baisse des prix de sa composante alimentaire de -3,7% à -3,4%, en lien notamment avec la hausse de 0,3% du prix de l'« huile de table », après une contraction de 1,2%.

Quant aux prix des produits et services hors alimentation inclus dans l'indicateur de l'inflation sous-jacente, ils se sont accrus de 1,7% en juillet, au lieu de 1,6% au deuxième trimestre, portés principalement par le ralentissement de la progression des prix des « bijoux » de 54,9% à 43%.

Graphique 6.4 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables (en %, en glissement annuel)



Sources : Données HCP et calculs BAM.

La ventilation du panier de l'indicateur de l'inflation sous-jacente en produits échangeables et non échangeables indique que l'atténuation de sa

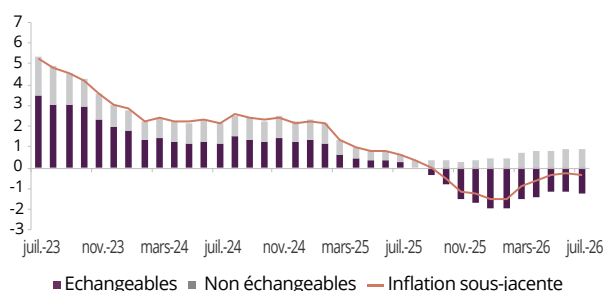
baisse traduit exclusivement l'accélération de la progression des prix des biens et services non échangeables de 1,9% au deuxième trimestre à 2% en juillet. Quant aux prix des biens et services échangeables, ils ont reculé de 2,3% en juillet, soit le même rythme enregistré au deuxième trimestre de l'année.

Tableau 6.2 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables

(En %)	Variation trimestrielle/mensuelle			Glissement annuel		
	T1. 26	T2. 26	Juil. 26	T1. 26	T2. 26	Juil. 26
Biens échangeables	-0,7	0,2	-0,2	-3,4	-2,3	-2,3
Biens non échangeables	0,4	0,7	0,1	1,1	1,9	2,0
Inflation sous-jacente	-0,2	0,3	-0,1	-1,2	-0,4	-0,3

Sources : Données HCP et calculs BAM.

Graphique 6.5 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente, (en points de pourcentage)



Sources : Données HCP et calculs BAM.

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

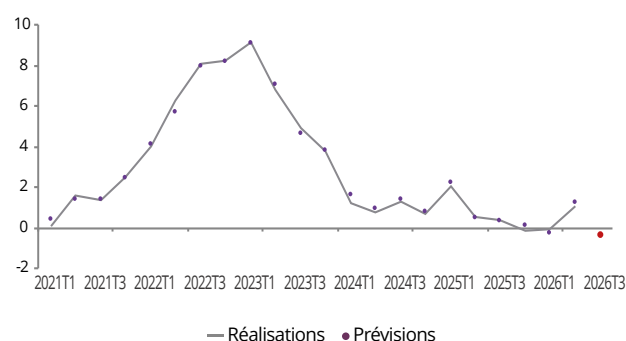
A court terme, l'inflation devrait se situer à -0,3% en moyenne au troisième trimestre, après un taux de 1,1% au deuxième trimestre. Cette évolution serait portée majoritairement par le recul des prix des produits alimentaires à prix volatils de 4,7%, après une hausse de 3,8%.

De même, les prix des carburants augmenteraient de 22,4% au cours du troisième trimestre, contre 26,6% au trimestre précédent, en lien avec l'évolution des cours internationaux des produits pétroliers.

Par ailleurs, le repli de l'indicateur de l'inflation sous-jacente devrait s'atténuer à -0,2% au troisième trimestre, au lieu de -0,4% un trimestre auparavant.

En revanche, les tarifs réglementés devraient progresser de 0,5%, soit le même rythme qu'au trimestre précédent.

Graphique 6.6 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation (en %)

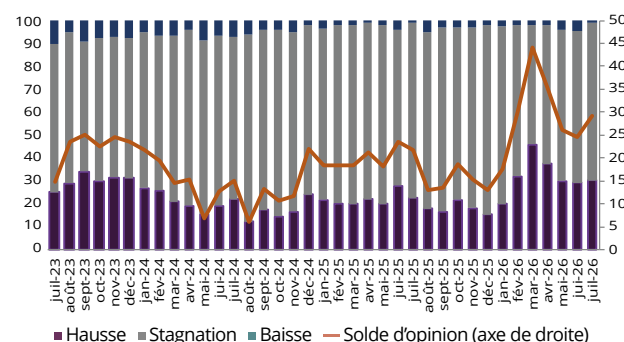


Source : Données HCP et prévisions BAM.

6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib auprès des industriels pour le mois de juillet 2026 indiquent que 68% des répondants anticipent une stabilisation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 30% s'attendent à une hausse, tandis que 1% d'entre eux tablent sur une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à 29%.

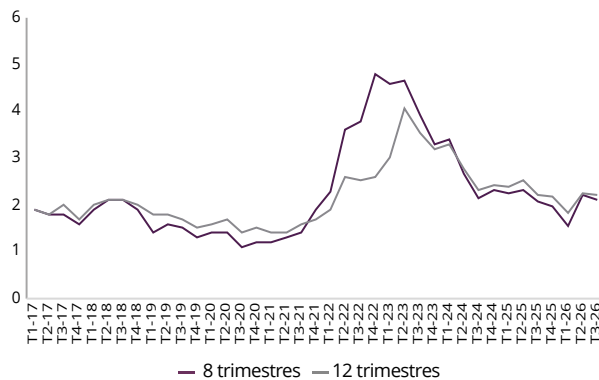
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises (en %)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les experts du secteur financier, interrogés dans le cadre de l'enquête de Bank Al-Maghrib sur les anticipations d'inflation au titre du troisième trimestre 2026, tablent sur un niveau d'inflation de 2,1% en moyenne à l'horizon des huit prochains trimestres, au lieu de 2,2% au deuxième trimestre, et ont maintenu leurs anticipations inchangées, à 2,2%, sur l'horizon des 12 prochains trimestres.

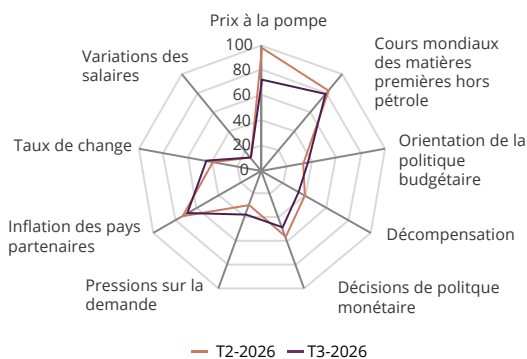
Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres (en%)



Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

Les enquêtés estiment que l'évolution de l'inflation au cours des huit prochains trimestres dépendrait notamment des cours mondiaux des matières premières hors pétrole, des prix à la pompe et de l'inflation chez les pays partenaires.

Graphique 6.9 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier



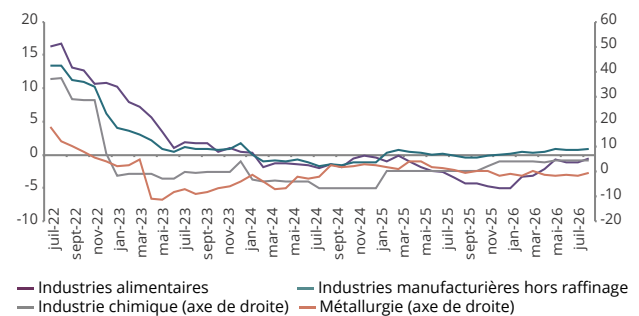
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4 Prix à la production

Les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole ont enregistré une progression mensuelle de 0,1% en juillet 2026. Cette évolution reflète des hausses de 0,2% dans les « industries alimentaires » et dans la « fabrication d'autres produits minéraux non métalliques » et de 0,9% dans la « métallurgie ». En revanche, les prix ont baissé de 0,1% dans l'« industrie chimique ».

En comparaison annuelle, les prix à la production hors raffinage ont augmenté de 0,9% en juillet, après 0,7% un mois auparavant.

Graphique 6.10 : Principaux indices des prix à la production industrielle (en %, en glissement annuel)



Source : HCP.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

Après une accalmie temporaire avec la conclusion de l'accord intérimaire entre les États-Unis et l'Iran, la reprise des tensions dans le Golfe persique et la recrudescence des hostilités entre la Russie et l'Ukraine ont entraîné une nouvelle hausse de la volatilité des prix des matières premières énergétiques et alimentaires et une accentuation de l'incertitude.

Dans ce contexte, les perspectives de l'économie mondiale tablent sur un ralentissement de la croissance de 3,2% en 2025 à 3% cette année, puis à 2,9% en 2027. Dans les grandes économies avancées, l'activité économique resterait relativement résiliente aux États-Unis, avec une croissance autour de 2% en 2026 et en 2027, soutenue par la vigueur des investissements liés à l'IA et par la robustesse de la consommation des ménages. Dans la zone euro, elle devrait se stabiliser à 1,3% en 2026, portée par les investissements des entreprises dans les technologies, ainsi que par la vigueur des dépenses publiques et le dynamisme du secteur touristique dans certains pays du sud, avant de ralentir à 1,2% en 2027, sous l'effet de fragilités structurelles persistantes dans les principales économies de la zone. Au Royaume-Uni, la croissance reviendrait de 1,3% en 2025 à 1,1% en 2026, avant de passer à 1,3% en 2027, et au Japon, elle décélérerait de 1,2% à 0,8%, avant de progresser légèrement à 0,9% en 2027.

S'agissant des principales économies émergentes, la croissance ralentirait en Chine, de 5% en 2025 à 4,5% en 2026 puis à 4,4% en 2027 et ce, malgré le dynamisme des exportations et l'accélération des investissements publics dans les infrastructures liées à l'IA. La faiblesse de la demande intérieure et la persistance des difficultés structurelles internes, notamment celles du secteur immobilier et le vieillissement démographique, continueraient de freiner l'économie. En Inde, la croissance s'établirait à 6,9% en 2026 puis à 6,4% en 2027 après 7,5% en 2025, pénalisée par la hausse des coûts énergétiques, les tensions commerciales avec les États-Unis, et les risques climatiques pesant sur la production agricole. Au Brésil, elle ralentirait à 2,1% en 2026 puis à 1,9% en 2027, sous l'effet de conditions financières restrictives, d'une inflation persistante et du retrait de certaines mesures budgétaires mises en place avant les élections présidentielles prévues en octobre 2026. En Russie, elle se situerait à 0,6% en 2026, avant un léger redressement à 0,9% en 2027, dans un contexte de perturbations de la production pétrolière, de renforcement des sanctions et de contraintes démographiques.

Sur les marchés pétroliers, le regain de tensions au Moyen-Orient et les frappes contre les infrastructures russes ont ravivé la volatilité, poussant le Brent au-delà des 100 dollars le baril. Cela étant, l'essor de la production américaine, le recours aux stocks stratégiques, le détournement des routes maritimes hors du détroit d'Hormuz et le ralentissement de la demande asiatique, contribuent à contenir la hausse des prix, mais cet effet d'amortissement s'épuise avec la baisse rapide des réserves. Dans ces conditions, le prix du Brent devrait s'établir à 87,2 dollars le baril en moyenne en 2026, avant de reculer à 73,5 dollars en 2027.

Pour ce qui est des dérivés du phosphate, leurs cours devraient rester élevés en 2026, en lien avec le renchérissement des intrants notamment le soufre et l'ammoniac induit par les perturbations de l'approvisionnement liées au conflit au Moyen-Orient, et avec le maintien des restrictions à l'exportation

de certains engrais et intrants notamment par la Chine. Ainsi, le cours du DAP Maroc devrait s'accroître de 713 dollars la tonne en 2025 à 860 dollars en moyenne cette année, avant de baisser à 803 dollars en 2027. Le TSP, pour sa part, passerait de 529 dollars la tonne en 2025 à 658 dollars cette année, puis à 657 dollars en 2027. Quant au phosphate brut, son prix augmenterait de 208 à 212 dollars, avant de revenir à 206 dollars en 2027.

Concernant les prix mondiaux des produits alimentaires, impactés notamment par la hausse du coût des engrais, la récurrence des sécheresses, ainsi que l'intensification des frappes militaires russo-ukrainiennes contre les ports et les infrastructures d'exportation de céréales de la mer Noire, ils poursuivraient leur accroissement, avec une progression de 2,3% en 2026, puis de 2,4% en 2027.

Dans ces conditions, l'inflation mondiale s'accélérait à 3,4% en 2026, avant de ralentir à 3,2% en 2027. Aux États-Unis, l'inflation resterait nettement au-dessus de la cible de la Fed, se situant à 3,4% en 2026 avant de ralentir à 2,8% en 2027, alors que dans la zone euro, elle passerait à 2,8% en 2026, avant de revenir à 2,4% en 2027.

Concernant l'orientation des politiques monétaires, la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion des 9 et 10 septembre, d'augmenter de 25 points de base (pb) ses trois taux directeurs, soit la deuxième hausse cette année après celle de juin. De même, la Fed a décidé à l'issue de sa réunion des 15 et 16 septembre, d'augmenter de 25 pb la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [3,75%-4,00%], soit la première hausse depuis juillet 2023. Pour sa part, la Banque d'Angleterre a opté pour le statu quo, lors de sa réunion du 16 septembre, avec un taux directeur inchangé à 3,75% et ce, pour la sixième fois d'affilée.

Au niveau national, la flambée des cours de pétrole et l'augmentation des coûts des intrants de certaines industries liées aux perturbations de l'approvisionnement provoquées par le conflit au Moyen-Orient, devraient impacter négativement le déficit du compte courant. Ainsi, après s'être établi à 2,4% du PIB en 2025, ce dernier devrait se creuser à 4,6% du PIB en 2026 avant de revenir à 3% en 2027.

Les importations s'accroîtraient de 14,5% en 2026, tirées essentiellement par un alourdissement de la facture énergétique, une poursuite de la progression des acquisitions de biens d'équipement ainsi qu'une nette expansion de celles de produits bruts en relation notamment avec l'envolée du prix du soufre. En 2027, leur rythme ralentirait à 3,6%, reflétant une baisse des importations énergétiques et une décélération des achats de biens d'équipement. Les exportations devraient, pour leur part, s'améliorer de 10,5% en 2026 puis de 9,7% en 2027, portées principalement par l'augmentation des ventes du secteur automobile. Quant au secteur de phosphate et dérivés, malgré un contexte marqué par le renchérissement du soufre, ses exportations devraient enregistrer une progression de 9,7% en 2026, soutenue notamment par la hausse des prix des engrais parallèlement à la diversification des sources d'approvisionnement et la réduction de la dépendance à certains intrants importés. En parallèle, les recettes de voyages maintiendraient leur tendance haussière pour atteindre 160 milliards de dirhams en 2027 et les transferts des MRE s'établiraient à 136,3 milliards la même année. Concernant les IDE, les projections tablent sur un flux de recettes avoisinant l'équivalent de 3,5% du PIB sur l'horizon de prévision.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve se renforceraient à 502,8 milliards à fin 2026 puis à 515,3 milliards à fin 2027.

S'agissant des conditions monétaires, après une accélération à 4,8% en 2025, le rythme de progression du crédit bancaire au secteur non financier devrait s'établir à 8,1% en 2026 et à 6,1% en 2027.

Pour sa part, le taux de change effectif réel devrait se déprécier à moyen terme, après l'appréciation enregistrée en 2025.

Au niveau des finances publiques, le déficit budgétaire s'allégerait à 3,4% en 2026. Outre les données de la LF 2026, la programmation budgétaire triennale 2026-2028 et les nouvelles projections macroéconomiques de BAM, cette prévision tient compte des crédits supplémentaires ouverts au titre du budget général de 20 milliards de dirhams consacrés principalement à la couverture des dépenses de compensation et au soutien de l'investissement des établissements et entreprises publics (EEP). En 2027, le déficit budgétaire s'établirait à 3,5% tenant compte des données de la note d'orientation du PLF 2027.

Pour ce qui est de la croissance économique, elle devrait ralentir de 4,9% en 2025 à 4,4% cette année, puis à 2,9% en 2027. Cette évolution reflèterait la décélération du PIB non agricole de 4,5% en 2025 à 3,1% en 2026, avant une accélération prévue à 4% en 2027. Quant à la valeur ajoutée agricole, elle enregistrerait un rebond de 16% en 2026, suivi d'une baisse de 7,6% en 2027, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne. Du côté de la demande, la croissance devrait être portée par sa composante intérieure, tandis que la participation des exportations nettes en volume ressortirait négative.

Dans ce contexte, l'inflation devrait rester faible en 2026, se situant à 0,7% en moyenne, avant de s'accélérer à 1,5% en 2027. Sa composante sous-jacente, quant à elle, diminuerait de 0,6% en 2025 à -0,2% en 2026, avant de remonter à 2,2% en 2027.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

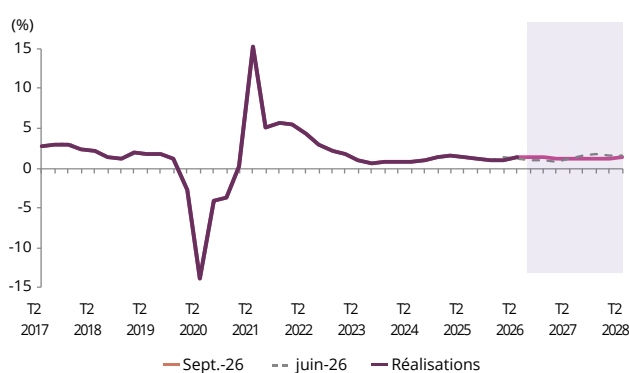
Décélération de l'activité économique mondiale sur l'horizon de prévision

La croissance de l'économie mondiale ralentirait de 3,2% en 2025 à 3% cette année puis à 2,9% en 2027. Aux États-Unis, l'économie resterait solide, avec une croissance de 2,1% en 2026 et en 2027, soutenue par la vigueur des investissements principalement privés liés à l'IA et par la résilience de la consommation des ménages, qui bénéficie de la hausse des prix des actifs et des mesures fiscales prévues par la « Loi sur la réconciliation budgétaire ». La zone euro afficherait en 2026 le même taux de croissance que l'année précédente, soit 1,3%, portée principalement par les investissements des entreprises dans l'IA et les technologies, les dépenses publiques allemandes en défense et infrastructures, ainsi que le dynamisme du tourisme dans un certain nombre de pays du sud de la zone. Un ralentissement à 1,2% est prévu en 2027, sous l'effet de fragilités structurelles persistantes dans les principales économies de la zone, notamment les pénuries de main-d'œuvre en Allemagne, la faible productivité en Italie et le faible dynamisme entrepreneurial en France.

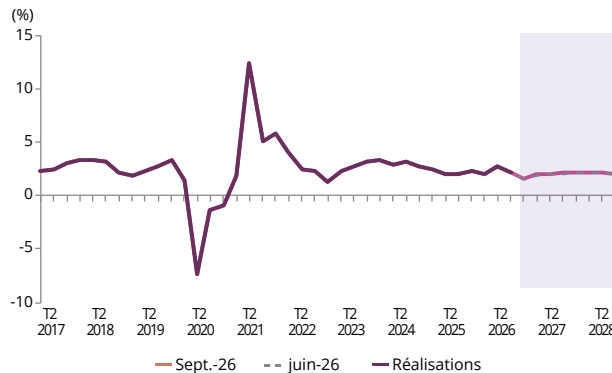
Au Royaume-Uni, la croissance reviendrait de 1,3% en 2025 à 1,1% en 2026 et s'améliorerait par la suite à 1,3% en 2027. Le resserrement des conditions financières et la persistance des incertitudes au Moyen-Orient et de celles entourant la politique budgétaire à l'approche de la présentation du budget d'automne en octobre continueraient de peser sur la confiance des entreprises et des consommateurs. Au Japon, malgré les subventions publiques et l'accélération de la progression des salaires, le rythme de l'activité décélérerait de 1,2% en 2025 à 0,8% en 2026, la hausse des coûts des importations continuant de peser sur les dépenses de consommation. Il s'accroîtrait légèrement à 0,9% en 2027, soutenu par la baisse prévue de la taxe sur les produits alimentaires et les investissements publics prévus.

Dans les principales économies émergentes, en Chine, malgré le dynamisme des exportations et l'accélération des investissements publics dans les infrastructures relatives à l'IA, la croissance ralentirait à 4,5% en 2026, après 5% en 2025, sous l'effet principalement du ralentissement de la consommation des ménages et de l'investissement privé. Elle s'établirait à 4,4% en 2027 en lien avec la persistance des difficultés internes structurelles, notamment la faiblesse de la demande intérieure, la crise immobilière et le vieillissement de la population. En Inde, la hausse des coûts de l'énergie, la mauvaise saison de mousson qui menace de réduire la production agricole et le risque à moyen terme d'un relèvement sensible des tarifs douaniers appliqués aux médicaments génériques pèseraient sur l'activité économique. La croissance devant ainsi ralentir à 6,9% en 2026 puis à 6,4% en 2027. Au Brésil, elle se situerait à 2,1% en 2026, soutenue par le maintien des mesures budgétaires à l'approche des élections et par un marché du travail toujours robuste. Elle ralentirait par la suite à 1,9% en 2027, en raison de coûts d'emprunt élevés, d'une inflation persistante et de l'expiration de certaines mesures mises en place avant les élections. En Russie, la croissance ralentirait à 0,6% en 2026, sous l'effet principalement des perturbations de la production et des exportations de pétrole liées aux attaques contre les infrastructures énergétiques et du renforcement des sanctions européennes. Elle se redresserait à 0,9% en 2027, mais resterait contrainte par la faiblesse de l'investissement civil et une démographie défavorable.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux États-Unis



Source : GPMN, août 2026.

Hausse des prix des matières premières et de l'inflation en 2026

Sur les marchés des matières premières énergétiques, l'intensification récente des tensions au Moyen-Orient conjuguée aux dommages causés aux infrastructures énergétiques a accentué la volatilité des cours, celui du Brent ayant franchi la barre des 100 dollars le baril. Les facteurs permettant jusqu'à présent de contenir la hausse des prix, notamment l'essor de la production aux États-Unis, la libération des stocks commerciaux et stratégiques, les voies de contournement du détroit d'Hormuz, ainsi que la contraction de la demande en Chine et en Asie, devraient continuer d'absorber le choc, mais les stocks de réserve s'amenuisent rapidement. Dans ces conditions, le prix du Brent devrait ressortir à 87,2 dollars le baril en moyenne en 2026, avant de reculer à 73,5 dollars en 2027.

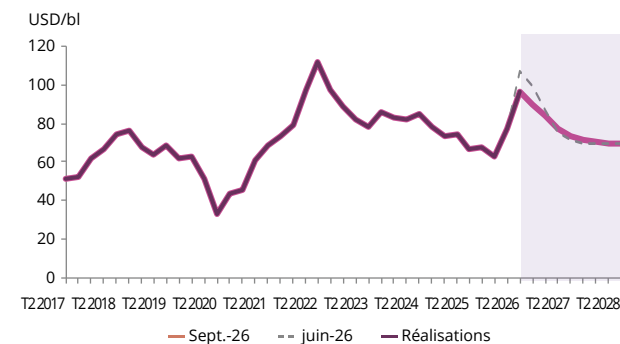
Suivant la même tendance, le prix du gaz naturel sur le marché européen devrait, selon les projections de la Banque mondiale d'avril 2026, ressortir en hausse de 25% à 15 dollars/MMBtu en moyenne cette année, suite aux perturbations de l'offre de gaz naturel liquéfié en provenance notamment du Qatar (20% des exportations mondiales avant le déclenchement du conflit au Moyen-Orient), avant de reculer à 12 dollars/MMBtu en 2027 à mesure que ces perturbations s'atténuent. De même, le cours du charbon augmenterait à 114 dollars la tonne en 2026, porté notamment par l'accélération de la substitution du gaz par le charbon dans la production d'électricité, avant de diminuer à 105,8 dollars en 2027.

Pour ce qui est des dérivés du phosphate, les cours devraient rester élevés en 2026, sous l'effet de la hausse des coûts des principaux intrants, notamment le soufre et l'ammoniac, induite par les perturbations de l'approvisionnement liées au conflit au Moyen-Orient, ainsi que du maintien des restrictions chinoises sur les exportations d'engrais phosphatés et de certains intrants, notamment l'acide sulfurique. En outre, l'interdiction des exportations de soufre instaurée par le Kazakhstan le 27 juin 2026, et la prolongation jusqu'au 31 décembre 2026 de l'interdiction déjà en vigueur en Russie, devraient maintenir le marché mondial du soufre sous tension. Dans ces conditions, le cours du DAP Maroc devrait s'accroître de 713 dollars la tonne en 2025 à 860 dollars en moyenne cette année, avant de baisser à 803 dollars en 2027. Celui du TSP passerait de 529 dollars la tonne en 2025 à 658 dollars cette année, puis à 657 dollars en 2027. Quant au phosphate brut, son prix augmenterait de 208 à 212 dollars, avant de revenir à 206 dollars en 2027.

Concernant les prix mondiaux des produits alimentaires, après une progression de 4,3 % en 2025, l'indice FAO afficherait de nouvelles hausses de 2,3% en 2026 et de 2,4% en 2027. Cette évolution s'explique principalement par les coûts élevés des engrais, la récurrence des sécheresses, ainsi que les dommages aux infrastructures d'exportation de céréales de la mer Noire. S'agissant en particulier du blé dur américain, son cours devrait afficher, selon les projections d'avril 2026 de la Banque mondiale, une augmentation de 4% en 2026, puis de 2,8% en 2027, en lien en particulier avec des conditions climatiques défavorables.

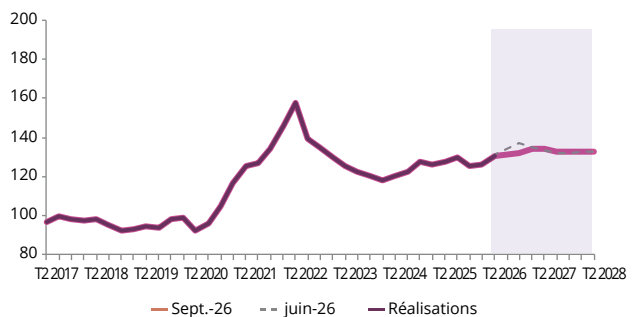
Dans ces conditions, l'inflation mondiale devrait s'accélérer de 2,9% en 2025 à 3,4% en 2026 avant de reculer à 3,2% en 2027. Aux États-Unis, l'inflation resterait supérieure à l'objectif de la Fed, s'établissant à 3,4% en 2026 après 2,7% en 2025, sous l'effet principalement de l'augmentation des prix de l'énergie et de la demande liée au boom de l'IA, avant de ralentir à 2,8 % en 2027. Dans la zone euro, l'inflation s'accélérerait de 2,1% en 2025 à 2,8% cette année, alimentée essentiellement par la forte hausse des prix de l'énergie, l'impact des vagues de chaleur et la hausse des coûts des engrais. En 2027, elle devrait revenir à 2,4%. En Chine, bien qu'en accélération, elle resterait à des niveaux bas, s'établissant à 1% en 2026 et à 1,1% en 2027, en lien notamment avec la faiblesse persistante de la demande intérieure et de l'inflation alimentaire.

Graphique 7.3 : Prix du Brent

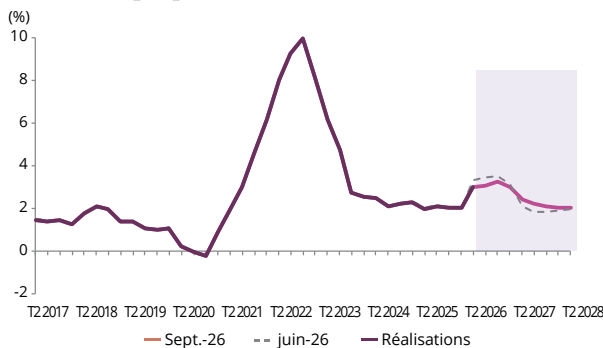


Source : GPMN, août 2026.

Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2014-2016=100)

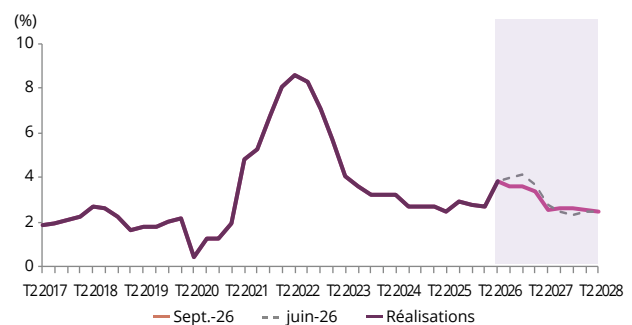


Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro



Source : GPMN, août 2026.

Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis



Décisions de politique monétaire : la BCE et la FED relèvent leurs taux directeurs face aux pressions inflationnistes générées par la guerre au Moyen-Orient, alors que la BoE opte pour le statu quo

A l'issue de sa réunion des 9 et 10 septembre, la BCE a décidé d'augmenter de 25 points de base ses trois taux directeurs, soit la deuxième hausse cette année après celle de juin. En outre, elle a indiqué

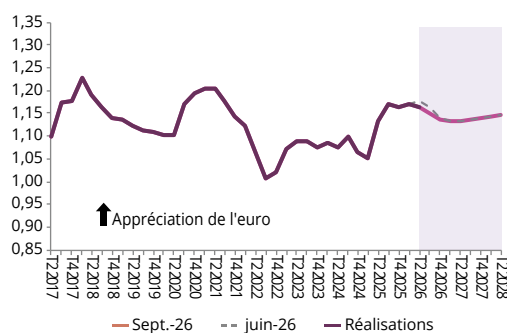
que les portefeuilles du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), se contractent à un rythme mesuré et prévisible, car l'Eurosystème ne réinvestit plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

De même, la FED a décidé à l'issue de sa réunion des 15 et 16 septembre, d'augmenter de 25 points de base (pb) la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [3,75%-4,00%], soit la première hausse depuis juillet 2023. Elle a, par ailleurs, réaffirmé sa politique de maintien de réserves suffisantes dans le système bancaire.

Pour sa part, la Banque d'Angleterre a, lors de sa réunion du 16 septembre, opté pour le statu quo, gardant son taux directeur inchangé, à 3,75% et ce, pour le sixième mois d'affilée.

Pour ce qui est du marché de change international, la parité euro-dollar reste tributaire de l'évolution de la situation géopolitique au Moyen-Orient et des orientations de la politique monétaire de la Fed et de la BCE. Sous l'hypothèse d'une normalisation graduelle de la situation au Moyen-Orient, l'euro devrait s'apprécier de 2,4% face au dollar pour ressortir en moyenne à 1,15 dollar cette année, avant de se déprécier de 1,7% à 1,14 dollar en 2027.

Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, août 2026.

Production céréalière de 93 MQx pour la campagne agricole 2025/2026 et hypothèse d'une récolte moyenne de 50 MQx pour celle de 2026/2027

Selon les dernières données communiquées par le Département de l'Agriculture, la récolte des trois principales céréales au titre de la campagne 2025/2026 s'est établie à 93 millions de quintaux (MQx) contre 43,1 MQx lors de la campagne précédente. S'agissant des cultures hors céréales, la production a augmenté de 24,5% pour les agrumes, de 106,6% pour les olives et de 2,4% pour les cultures maraichères. Dans ces conditions, la valeur ajoutée agricole devrait connaître une hausse de 16% en 2026, prévision inchangée par rapport à l'exercice de juin 2026.

Pour la campagne 2026/2027, sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 50 MQx et d'une évolution tendancielle des autres cultures, la valeur ajoutée agricole reculerait de 7,6%, prévision inchangée par rapport à l'exercice précédent.

7.2 Projections macroéconomiques

Creusement notable du déficit du compte courant à moyen terme et poursuite de la dynamique des recettes de voyages et des transferts des MRE

Au vu notamment des nouvelles hypothèses relatives à l'environnement international et des réalisations du commerce extérieur relatives aux sept premiers mois de l'année 2026, le déficit du compte courant devrait se creuser de 2,4% en 2025 à 4,6% du PIB en 2026, avant de revenir à 3% en 2027.

En 2026, les exportations devraient progresser de 10,5%, portées essentiellement par une hausse de 11,1% à 176,9 milliards des ventes de l'industrie automobile, en relation principalement avec la reprise prévue du segment de la construction. S'agissant du secteur de phosphate et dérivés, malgré un contexte marqué par le renchérissement du soufre, ses exportations devraient enregistrer une progression de 9,7% en 2026, soutenue notamment par la hausse des prix des engrais parallèlement à la diversification des sources d'approvisionnement et la réduction de la dépendance à certains intrants importés. En parallèle, les importations devraient augmenter de 14,5% en 2026, tirées essentiellement par un alourdissement de 28,4% à 138,1 milliards de dirhams de la facture énergétique, consécutif à l'accroissement prévu des cours internationaux du pétrole, la poursuite de la dynamique des acquisitions de biens d'équipement ainsi par une nette hausse des importations de soufre. S'agissant des recettes de voyages, elles devraient maintenir leur bonne performance, avec une nouvelle expansion de 9,5% pour atteindre 151,8 milliards et les transferts des MRE devraient terminer l'année en progression de 7,5% à 131,2 milliards. Concernant les recettes d'IDE, elles devraient se situer autour de 63,6 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 3,5% du PIB.

En 2027, les exportations s'accroîtraient de 9,7%, tirées principalement par une progression de 14,3% à 202,2 milliards des ventes du secteur automobile, dont 83 milliards au titre du segment de la construction. En parallèle, les importations devraient voir leur rythme de progression décélérer à 3,6%, reflétant en particulier un allègement de 16% à 116 milliards de dirhams de la facture énergétique, sous l'effet du recul prévu des cours du pétrole, ainsi qu'un ralentissement des acquisitions de biens d'équipement. S'agissant des recettes de voyages, elles devraient afficher une hausse de 5,4% à 160 milliards, alors que les transferts des MRE devraient atteindre 136,3 milliards. En ce qui concerne les recettes d'IDE, les projections tablent sur un niveau équivalent à 3,5% du PIB en 2027.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve devraient se renforcer à 502,8 milliards de dirhams à fin 2026 puis à 515,3 milliards en 2027, soit l'équivalent de 5 mois et 23 jours et 5 mois et 15 jours d'importations de biens et services respectivement.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations									Prévisions		Ecart (sept./juin)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2026	2027	
Exportations de biens (FAB)	10,7	3,3	-7,5	25,2	30,1	0,4	6,1	3,0	10,5	9,7	2,0	3,0	
Importations de biens (CAF)	9,9	2,0	-13,9	25,0	39,5	-2,9	6,4	8,0	14,5	3,6	3,6	-0,6	
Recettes de voyages	1,2	7,8	-53,7	-5,1	171,5	14,6	6,4	21,1	9,5	5,4	-2,2	1,4	
Transferts des MRE	-1,5	0,1	4,8	40,1	16,0	4,0	3,3	2,6	7,5	3,8	2,5	2,5	
Solde du compte courant (en % PIB)	-4,9	-3,4	-1,2	-2,3	-3,5	-1,0	-1,2	-2,4	-4,6	-3,0	-0,7	0,8	
Avoirs officiels de réserve en mois d'importations de biens et services	5,4	6,9	7,1	5,3	5,4	5,4	5,2	5,3	5,8	5,5	-0,1	-0,8	

Sources : Données de l'Office des Changes et prévisions BAM.

Accélération de la progression du crédit au secteur non financier en 2026

Le besoin de liquidité bancaire devrait se creuser pour ressortir à 146 milliards de dirhams à fin 2026 et à 168,2 milliards en 2027, en lien notamment avec la progression des billets et monnaies en circulation. Après 15,5% en 2025, ceux-ci devraient croître de 15,2% en 2026 et de 9,2% en 2027. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte des réalisations, de l'évolution prévue de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, il devrait s'accroître de 8,1% en 2026 et de 6,1% en 2027. Dans ces conditions, et en ligne avec l'évolution prévue des autres contreparties de la masse monétaire, l'agrégat M3 devrait augmenter de 9,8% en 2026 et de 6,2% en 2027.

Pour sa part, après une appréciation de 2% en 2025, le taux de change effectif réel (TCER) devrait se déprécier de 4,2% en 2026, reflétant à la fois un repli de sa valeur en termes nominaux et une inflation domestique inférieure à celle des principaux partenaires et concurrents commerciaux. Cette tendance devrait se poursuivre en 2027, mais à un rythme plus modéré.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations						Prévisions		Ecart (sept./juin)	
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2026	2027
Crédit bancaire au secteur non financier	4,2	2,9	7,8	2,9	2,6	4,7	8,1	6,1	1,3	0,0
M3	8,4	5,1	8,0	3,9	8,0	9,3	9,8	6,2	1,0	-0,6
Besoin de liquidité, en MMDH	-67,0	-64,4	-86,6	-111,4	-128,0	-131,7	-146,0	-168,2	-8,3	-25,2

Stabilisation du déficit budgétaire à moyen terme

Après s'être établi à 3,5% du PIB en 2025, le déficit budgétaire devrait se situer à 3,4% en 2026 et à 3,5% en 2027. Ces projections se basent sur la LF 2026, la programmation budgétaire triennale 2026-2028, les premières hypothèses du PLF 2027, ainsi que sur l'exécution budgétaire à fin juillet 2026 et les nouvelles prévisions macroéconomiques de BAM. Elles tiennent compte, en outre, des crédits supplémentaires ouverts par le Gouvernement en mai de 20 milliards de dirhams, dont 10 milliards consacrés à l'investissement, notamment au soutien de certains EEP et du Fonds de lutte contre les effets des catastrophes naturelles, 8 milliards alloués aux charges de compensation et 2 milliards au titre des dépenses de matériel et dépenses diverses.

En 2026, le produit fiscal devrait s'améliorer de 13,1%, reflétant des accroissements de 15,7% de celui des impôts indirects et de 12,4% pour les impôts directs. Les recettes non fiscales, quant à elles, enregistreraient un repli de 23,7%, impactées essentiellement par les baisses des rentrées des mécanismes de financement innovants de 50,1% à 20 milliards et de celles de la rubrique des « autres recettes » de 30,7%. En regard, les dépenses ordinaires devraient s'alourdir de 12,4%, avec en particulier un accroissement de 12,6% des dépenses de biens et services. Les dépenses de personnel augmenteraient de 8,7% et celles des autres biens et services de 19%. De même, les charges en intérêts de la dette devraient progresser de 0,2%. Pour leur part, les dépenses de compensation devraient s'accroître de 23,3% et celles d'investissement se replier de 0,4% à 124,8 milliards, ou 6,9% du PIB.

En 2027, les recettes fiscales s'amélioreraient de 4,9%, avec des hausses de 4,5% des rentrées des impôts directs et de 5,1% pour celles des impôts indirects. Les recettes non fiscales régresseraient de 41,4%, en

l'absence de recours aux mécanismes de financement innovants. Pour leur part, les recettes provenant des EEP reculeraient de 7,2%. En parallèle, les dépenses ordinaires devraient progresser de 1,8%, tirées principalement par un alourdissement de 4,2% des dépenses de biens et services, alors que les charges en intérêts de la dette devraient se replier de 0,2%. La masse salariale et les dépenses au titre des autres biens et services augmenteraient de 5,6% et de 2% respectivement. Les charges de compensation s'allégeraient de 39,6% à 13,2 milliards et les dépenses d'investissement diminueraient de 5,4% à 118,1 milliards, s'établissant à l'équivalent de 6,3% du PIB.

Ralentissement de la croissance des activités non agricoles en 2026

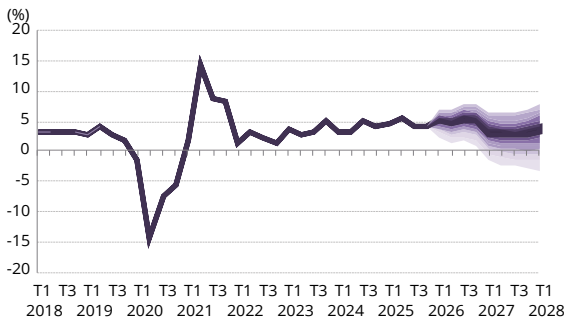
La croissance de l'économie nationale devrait ralentir de 4,9% en 2025 à 4,4% en 2026, puis à 2,9% en 2027. Cette évolution reflète la décélération prévue de la croissance non agricole de 4,5% en 2025 à 3,1% en 2026, traduisant un moindre dynamisme de certains secteurs, notamment les industries d'extraction et manufacturières, avant une accélération à 4% en 2027. Pour sa part, la valeur ajoutée agricole enregistrerait un rebond de 16% en 2026, suivi d'un recul de 7,6% en 2027, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne de 50 MQx. Du côté de la demande, la croissance resterait portée par sa composante intérieure, à la faveur notamment d'une dynamique soutenue de l'investissement, tiré par les grands projets d'infrastructure, et de la consolidation de la consommation finale des ménages. En revanche, la contribution des exportations nettes demeurerait négative, les importations de biens et services en volume devant progresser à un rythme plus rapide que celui des exportations.

Tableau 7.3 : Croissance économique

Variation en %	Réalisations							Prévisions		Ecart (sept./juin)	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2026	2027
Croissance nationale	2,9	-7,2	8,2	1,8	3,8	4,4	4,9	4,4	2,9	-0,8	-0,1
VA agricole	-5,0	-8,1	19,5	-11,3	1,5	-5,7	8,2	16,0	-7,6	0,0	0,0
PIB non agricole	3,8	-7,1	6,9	3,5	4,0	5,6	4,5	3,1	4,0	-1,0	-0,3

Sources : Données du HCP et prévisions BAM.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l’horizon de prévision (T2 2026-T2 2028)*



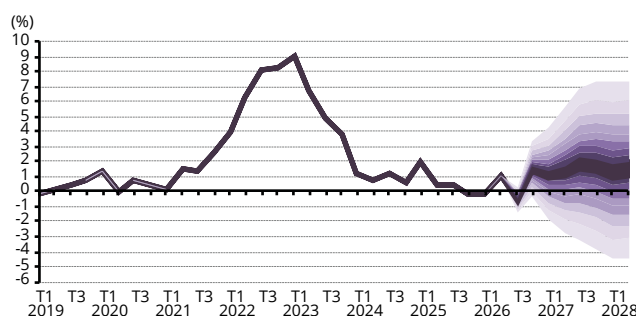
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.
Sources : Données du HCP, calculs et prévisions BAM.

Niveau relativement bas de l'inflation en 2026

L'inflation devrait rester faible en 2026, se situant à 0,7% en moyenne, soit une révision à la baisse de 0,8 point de pourcentage par rapport aux projections de juin. Cette révision s'explique principalement par des baisses plus marquées qu'anticipé des prix des produits alimentaires à prix volatils. Pour sa part, l'inflation sous-jacente devrait s'établir à -0,2%, sous l'effet notamment de la contraction des prix de sa composante alimentaire, en particulier ceux de l'huile d'olive. En revanche, les prix des carburants devraient continuer d'augmenter en 2026, en lien avec la flambée des produits énergétiques à l'international, tandis que les tarifs réglementés devraient connaître un ralentissement en 2026.

En 2027, l'inflation devrait s'accélérer à 1,5%, en révision à la baisse de 0,6 point de pourcentage par rapport aux prévisions de juin, tirée principalement par l'accélération de sa composante sous-jacente qui devrait atteindre 2,2% en moyenne, sous l'effet conjugué de la dissipation du choc baissier sur les prix de l'huile d'olive et de la persistance de l'inflation importée à un niveau relativement élevé. En revanche, les prix des carburants marqueraient une décélération, sous l'hypothèse de la normalisation des cours du Brent. Enfin, les prix des produits alimentaires volatils se stabiliseraient, tandis que les tarifs réglementés convergeraient vers leur rythme tendanciel.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T3 2026 - T2 2028)*



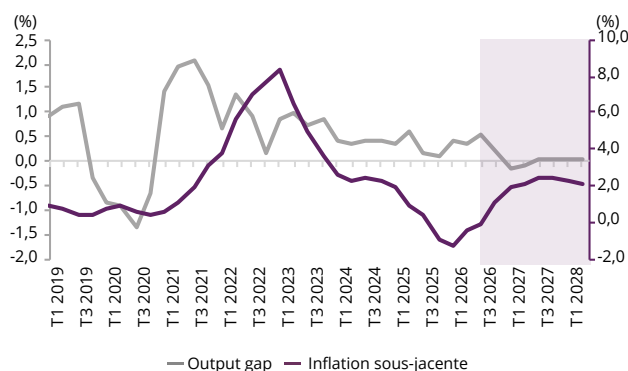
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente (en %)

	Réalizations							Prévisions			Ecart (sept./juin)	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Horizon de prévision T3-2026 - T22028	2026	2027
Inflation	0,2	0,7	1,4	6,6	6,1	0,9	0,8	0,7	1,5	1,3	-0,8	-0,6
Inflation sous-jacente	0,6	0,6	1,7	6,0	5,8	2,3	0,6	-0,2	2,2	1,7	-0,4	-0,7

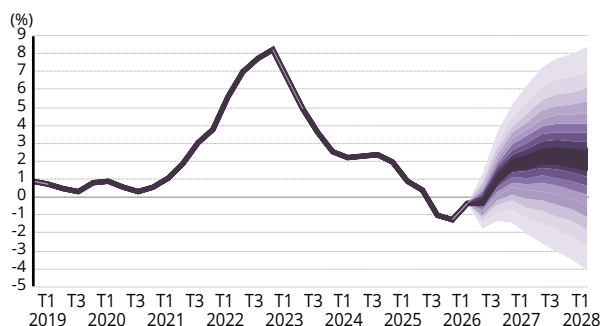
Sources : Données du HCP, calculs et prévisions BAM.

Graphique 7.10 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap



* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.
Sources : Données du HCP, calculs et prévisions BAM.

Graphique 7.11: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T3 2026 - T2 2028)*



7.3 Balance des risques

Les perspectives macroéconomiques demeurent entourées de fortes incertitudes dont la matérialisation pourrait affecter le scénario central. Dans ce contexte, la balance des risques demeure orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation.

Concernant la croissance de l'économie nationale, les risques baissiers demeurent principalement liés aux aléas climatiques, avec des répercussions sur la production agricole. En outre, un ralentissement plus marqué de la croissance mondiale, dans un contexte caractérisé par de fortes incertitudes internationales, notamment en lien avec les tensions géopolitiques persistantes, pourrait également peser sur les perspectives de la croissance.

S'agissant de l'inflation, l'enlisement des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et leur répercussion sur les marchés des matières premières pourraient entraîner des hausses plus importantes qu'anticipé des prix internationaux de l'énergie. La matérialisation de tels chocs exercerait des pressions inflationnistes additionnelles et favoriserait leur diffusion aux différentes composantes de l'IPC. Par ailleurs, l'évolution des prix des produits alimentaires, exposés aux aléas climatiques dans plusieurs pays et aux fluctuations des marchés internationaux, engendrerait des pressions haussières supplémentaires.



بنك المغرب
بنك المغرب

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

ANCFCC	: Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie
ANRT	: Agence Nationale de la Règlementation des Télécommunications
AOR	: Avoirs officiels de réserve
APC	: Association Professionnelle des Cimentiers
AV 7 j	: Avances à 7 jours
AV 25 H	: Avances à 25 heures
BAD	: Banque Africaine de Développement
BAM	: Bank Al-Maghrib
BCE	: Banque Centrale Européenne
BCP	: Banque Centrale Populaire
BoE	: Banque d'Angleterre
BLS	: US Bureau of Labor Statistics
BTP	: Bâtiment et Travaux Publics
CCG	: Conseil de Coopération du Golfe
CIH	: Crédit Immobilier et Hôtelier
CMR	: Caisse Marocaine des Retraites
CNSS	: Caisse Nationale de Sécurité Sociale
CUT	: Coût Unitaire du Travail
CUTR	: Coût Unitaire du Travail Relatif
CVE	: Comité de Veille Economique
DAP	: Phosphate Diammonique
DJ	: Dow Jones
DTFE	: Direction du Trésor et des Finances Extérieures
EIA	: U.S. Energy Information Administration (Agence américaine d'information sur l'énergie)
ETI	: Entreprises de Taille Intermédiaire
ESI	: Economic Sentiment Indicator (Indicateur de climat économique)
EUROSTOXX	: Principal indice boursier européen
EUR	: EURO
FADES	: Fonds Arabe pour le Développement Economique et Social
FAO	: Food and Agriculture Organization (Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture)
FBCF	: Formation Brute de Capital Fixe
FED	: Réserve fédérale des États-Unis
FD	: Facilité de dépôt
FMI	: Fonds Monétaire International
FTSE	: Financial Times stock exchanges
GPMN	: Global Projection Model Network
HCP	: Haut-Commissariat au Plan

ICM	: Indice de Confiance des Ménages
IDE	: Investissements directs étrangers
IMME	: Industries Mécaniques, Métallurgiques, Electriques et Electroniques
INAC	: Institut National d'Analyse et de Conjoncture
IPAI	: Indice des Prix des Actifs Immobiliers
IPC	: Indice des Prix à la Consommation
IPCX	: Indice de l'Inflation sous-jacente
IPCXE	: Indice des prix des biens échangeables inclus dans l'IPCX
IPCXNE	: Indice des prix des biens non échangeables inclus dans l'IPCX
IPM	: Indice des Prix à l'importation
IPPI	: Indice des prix à la production industrielle
IR	: Impôt sur le Revenu
ISM	: Indice américain du secteur manufacturier
ISMP	: Indice des Salaires Moyen dans le secteur Privé
Libor-OIS	: London Interbank Offered Rate-Overnight Indexed Swap
LPL	: Ligne de Précaution et de Liquidité
MEFRA	: Ministère de l'Economie et des Finances et de la Réforme de l'Administration
MASI	: Morocco All Shares Index
MSCI EM	: Morgan Stanley Capital International, Emerging Markets
MRE	: Marocains résidant à l'étranger
OC	: Office des changes
OCDE	: Organisation de Coopération et de Développement Economique
OCP	: Office Chérifien des Phosphates
OMPIC	: Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale
ONEE	: Office National d'Electricité et de l'Eau Potable
OPCVM	: Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
PIB	: Produit Intérieur Brut
SMIG	: Salaire minimum interprofessionnel garanti
TCER	: Taux de change effectif réel
TCN	: Titres de créances négociables
TIB	: Taux Interbancaire
TGR	: Trésorerie Générale du Royaume
TPME	: Très petites, Petites et Moyennes Entreprises
TSP	: Triple Super Phosphate
TUC	: Taux d'Utilisation des Capacités de Production
TVA	: Taxe sur la Valeur Ajoutée
UE	: Union Européenne
USD	: Dollar Américain
VA	: Valeur ajoutée
WTI	: West Texas Intermediate

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1 : Evolution de quelques indicateurs avancés de l'activité aux Etats-Unis et dans la zone euro	18
Graphique 1.2 : Evolution du taux de change euro/dollar	19
Graphique 1.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées	20
Graphique 1.4 : Evolution du VIX et du VSTOXX	20
Graphique 1.5 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans	20
Graphique 1.6 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	21
Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent et du Gaz naturel Europe	21
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie	22
Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés	22
Graphique 1.10 : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	23
Graphique 2.1 : Exportations du secteur automobile à fin juillet 2026	24
Graphique 2.2 : Evolution mensuelle des recettes de voyages	26
Graphique 2.3 : Evolution mensuelle des transferts des MRE	27
Graphique 3.1 : Taux interbancaire	28
Graphique 3.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	29
Graphique 3.3 : Coût de financement des banques	29
Graphique 3.4 : Taux de change effectifs en termes nominaux et réels	30
Graphique 3.5 : Taux de change du dirham	30
Graphique 3.6 : Contributions des principales contreparties	31
à la variation de la masse monétaire en glissement annuel	31
Graphique 3.7 : Crédit bancaire au secteur non financier	31
Graphique 3.8 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit	31
Graphique 3.9 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme	32
Graphique 3.10 : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	32
Graphique 3.11 : Evolution de l'indice MASI	33
Graphique 3.12 : Evolution des indices sectoriels au mois de août par rapport au premier trimestre 2026	33
Graphique 3.13 : Evolution des levées des bons du Trésor	33
Graphique 3.14 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	34
Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances	36
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances	37
Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires	37
Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin juillet	37
Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin juillet	37
Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin juillet	38
Graphique 4.7 : Endettement du Trésor	38
Graphique 5.1 : Dépenses de consommation	39
Graphique 5.2 : PIB par composante	40
Graphique 5.3 : Contributions de certaines branches d'activité à la croissance	40
Graphique 5.4 : Créations d'emplois par milieu de résidence	41

Graphique 5.5 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé	42
Graphique 5.6 : SMIG horaire en termes nominaux et réels	42
Graphique 5.7 : Output-gap global	42
Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente	44
Graphique 6.2 : Contributions à l'inflation	44
Graphique 6.3 : Cours du Brent et indice des prix des carburants	44
Graphique 6.4 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables	44
Graphique 6.5 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	45
Graphique 6.6 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	45
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises	45
Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres	46
Graphique 6.9 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier	46
Graphique 6.10 : Principaux indices des prix à la production industrielle	46
Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro	51
Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis	51
Graphique 7.3 : Prix du Brent.....	52
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires	52
Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro	52
Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis	52
Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR.....	53
Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision	56
Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision	57
Graphique 7.10 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap	58
Graphique 7.11: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision.....	58

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel	18
Tableau 1.2: Evolution du taux de chômage	18
Tableau 1.3 : Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés, en glissement annuel	23
Tableau 2.1 : Exportations par secteur	25
Tableau 2.2 : Importations par groupement d'utilisation de produits	26
Tableau 2.3 : Balance des services	26
Tableau 2.4 : Investissements directs	27
Tableau 3.1 : Taux des bons du Trésor sur le marché primaire	29
Tableau 3.2 : Taux créditeurs	29
Tableau 3.3 : Taux débiteurs	30
Tableau 4.1 : Recettes ordinaires	36
Tableau 4.2 : Exécution des dépenses publiques	36

Tableau 4.3 : Financement du déficit.....	38
Tableau 4.4 : Endettement du Trésor	38
Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail	42
Tableau 6.1 : Inflation et ses composantes.....	43
Tableau 6.2 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables.....	45
Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements	54
Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire	55
Tableau 7.3 : Croissance économique	56
Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente	57