

ROYAUME DU MAROC



MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE ET DES FINANCES

DEPF

Boulevard Mohamed V.  
Quartier Administratif,  
Rabat-Chellah Maroc

E : [depf@depf.finances.gov.ma](mailto:depf@depf.finances.gov.ma)  
W : [depf.finances.gov.ma](http://depf.finances.gov.ma)  
T : (+212) 537.67.74.15/16

# NOTE DE CONJONCTURE

DIRECTION DES ETUDES ET DES PREVISIONS FINANCIERES

N° 346 / Décembre 2025





# Sommaire

---

## PARTIE 1

### ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

01 ECONOMIES AVANCÉES

02 ECONOMIES ÉMERGENTES

03 MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES

## PARTIE 2

### ENVIRONNEMENT NATIONAL

01 TENDANCES SECTORIELLES

02 DEMANDE INTERIEURE

03 ÉCHANGES EXTERIEURS

04 FINANCES PUBLIQUES

05 FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

## PARTIE 3

### TABLEAU DE BORD



# Synthèse

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



## Environnement international

- ⌚ **Économie mondiale** : Selon l'OCDE (décembre), l'économie mondiale reste résiliente mais fragile. Après 3,2% en 2025, la croissance ralentirait à 2,9% en 2026 puis remonterait à 3,1% en 2027. Les dynamiques divergent : tassement aux États-Unis (1,7% en 2026 après 2% en 2025) et en Chine (4,4% après 5%) mais quasi-stabilité en zone euro (1,2% après 1,3%). L'inflation du G20 convergerait vers 2,5% en 2027, ouvrant la voie à un assouplissement monétaire graduel. Principaux risques : barrières tarifaires, instabilité des marchés, volatilité des cryptos, dette élevée. L'OCDE plaide pour coopération, discipline budgétaire et réformes structurelles, en misant sur l'investissement en IA pour doper la productivité et une croissance durable et inclusive.
- ⌚ **Zone euro** : croissance modérée (1,3% en 2025 et 1,2% en 2026, OCDE), mais inégale à travers les pays. La consommation s'appuie sur la résilience du marché du travail, la désinflation et la hausse des revenus réels.
- ⌚ **Euro** : à 1,18 dollar le 23 décembre, en appréciation d'environ 2% sur un mois et de 13% sur un an.
- ⌚ **Pétrole** : 64 dollars le baril de Brent le 23 décembre, en repli de 14% depuis début 2025.



## Tendances sectorielles

- ⌚ **Secteur primaire** : conditions climatiques favorables à la campagne agricole 2025-2026 ; amélioration du taux de remplissage des barrages, atteignant 34,7% au 24 décembre 2025 ; performance positive des exportations des produits d'agriculture, sylviculture et chasse (+7,3% à fin octobre).
- ⌚ **Secteur secondaire** : évolution positive des secteurs manufacturier (IP : +2,2% au T3 après +7% au T2 et +3,2% au T1 ; TUC : 80%, en hausse de 1,4 point en octobre), extractif (IP : +7,4% au T3 après +16,8% au T2 et +10,8% au T1), de l'énergie électrique (production : +6,1% à fin octobre) et du BTP (ventes de ciment : +10,6% à fin novembre).
- ⌚ **Secteur tertiaire** : poursuite de la consolidation des secteurs du tourisme (arrivées : +14% à fin novembre ; nuitées : +9% à fin octobre ; recettes voyages : +16,7% à fin octobre) et du transport (passagers aériens : +11% à fin octobre ; trafic portuaire ANP : +6% à fin octobre) ; performance positive des indicateurs du secteur des télécommunications à fin septembre (parc mobile : +1,5% ; parc internet : +3,1%).



## Ménages & Entreprises

- ⌚ **Consommation des ménages** : maintien de sa vigueur, soutenue par les mesures en faveur du pouvoir d'achat mises en œuvre par les pouvoirs publics, dans un contexte d'inflation négative (-0,3% en novembre). Elle bénéficie également de l'évolution positive, à fin octobre, des transferts des MRE (+1,5%) et des crédits à la consommation (+4,5%), ainsi que de la création de 220.000 postes d'emplois rémunérés au T3-2025.
- ⌚ **Intensification de l'effort d'investissement**, stimulé par les grands chantiers structurants et les dépenses d'équipement du Budget Général de l'État (+16,9% à fin novembre). Cette dynamique serait également soutenue par la bonne tenue, à fin octobre, des recettes des IDE (+28,2%), des importations des biens d'équipement (+15,2%) et des crédits à l'équipement (+21,9%).

**1,18**

(le 23 décembre)



Parité euro/dollar

**64 \$/baril**

(le 23 décembre)



Brent

**18 millions**

(+14% à fin novembre)



Arrivées touristiques

**+220.000 postes**

(T3-2025)



Emploi rémunéré



## Echanges extérieurs

- ⌚ Hausse des exportations de 2,6% à fin octobre, imputable essentiellement, à l'augmentation des exportations de phosphates et dérivés (+16,7%), de l'aéronautique (+8,3%) et de l'agriculture et agroalimentaire (+1,1%).
- ⌚ Accroissement des importations de 9,4% à fin octobre, impulsé par l'ensemble des groupes de produits, à l'exception des importations des produits énergétiques qui ont reculé de 4,4%.
- ⌚ Hausse du déficit commercial de 19,6% et repli du taux de couverture de 3,7 points, se situant à 56,5% à fin octobre.
- ⌚ Avoirs Officiels de Réserve : couverture de 5 mois et 21 jours d'importations de biens et services à fin octobre.



## Finances publiques

- ⌚ Déficit budgétaire de 71,6 milliards de dirhams à fin novembre 2025, contre un déficit de 50,8 milliards un an auparavant, résultant, essentiellement, d'un accroissement des dépenses globales (+17,3% ou +63,4 milliards de dirhams), plus important que celui des recettes ordinaires (+13,4% ou +42,6 milliards de dirhams).



## Financement de l'Economie

- ⌚ Amélioration de la croissance des crédits à l'économie (+6% à fin octobre après +3,6% l'année précédente), tirée par la progression des crédits au secteur financier (+18,7% après +12,1% un an plus tôt) et des crédits au secteur non financier (+3,6% après +2,2% l'année précédente).
- ⌚ Correction à la baisse des indices boursiers MASI et MASI 20 au cours du mois de novembre 2025, soit respectivement -5,3% et -5,4% par rapport à fin octobre 2025, ramenant leur performance, par rapport à fin décembre 2024, à +25,9% et +27,1%.

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

**+16,7%**  
(fin octobre)

**-4,4%**  
(fin octobre)

**+6%**  
(fin octobre)

**+25,9% et +27,1%**  
(fin nov-25/fin déc-24)



**Exportations phosphates et dérivés**



**Facture énergétique**



**Crédits bancaires**



**MASI et MASI 20**



# **ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL**

# 1. ECONOMIES AVANCEES

## États-Unis : croissance ralentie mais toujours résiliente, portée par la consommation et un boom dans l'IA

**1,7%**

(en 2026)



USA

Croissance économique

**4,3%**

(en rythme annualisé au T3-2025)



USA

Croissance économique

**4,6%**

(en novembre)



USA

Taux de chômage

**-25 pb**

(en décembre)

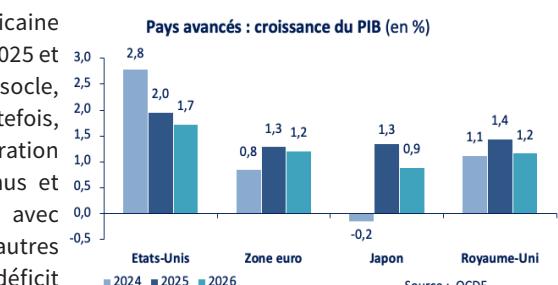
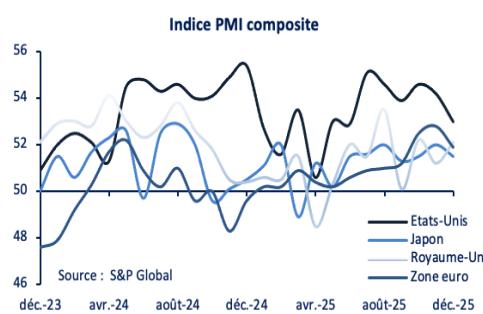


USA

Taux d'intérêt directeur

Selon l'OCDE (décembre), la croissance américaine devrait ralentir à 1,7% en 2026, après 2,0% en 2025 et 2,8% en 2024. La demande intérieure reste le socle, avec un boom d'investissements dans l'IA. Toutefois, la modération de l'emploi, le recul de l'immigration et la hausse des tarifs pèsent sur les revenus et l'activité. La Fed a repris l'assouplissement avec trois baisses des taux depuis septembre et d'autres réductions sont envisagées pour 2026. Le déficit budgétaire demeure très élevé et la dette continue de grimper.

Après le rebond du PIB au T2-2025 (+3,8% en rythme annualisé), la croissance a accéléré au T3 à +4,3%, portée par la consommation, les exportations et les dépenses publiques. En revanche, une modération au T4 est attendue, la demande se normalisant et le shutdown fédéral d'oct.-nov. pesant temporairement sur l'activité.



Source : OCDE

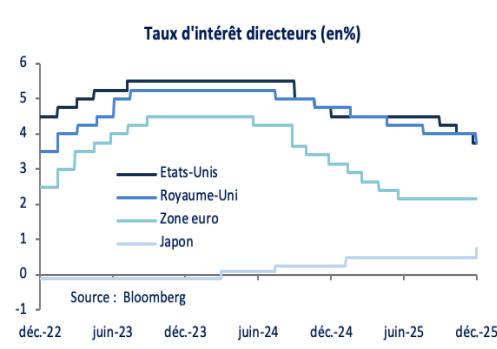
L'indice PMI composite flash (53,0 en décembre après 54,2 en novembre) signale une croissance modérée de l'activité privée, la plus faible en 6 mois. Le ralentissement concerne à la fois les services (52,9 après 54,1) et le secteur manufacturier (51,8 après 52,2). Les nouvelles commandes ont affiché la plus faible hausse en 20 mois. Toutefois, le moral des ménages (indice Michigan) remonte en décembre (+1,9 point à 52,9), première hausse en 5 mois, tirée par un optimisme sur les finances personnelles.

Par ailleurs, le marché de l'emploi se dégrade en novembre. Après un effondrement en octobre (-105k postes), l'économie a généré 64k emplois, un rebond timide bien que supérieur aux attentes (50k). Ce redressement partiel peine toutefois à effacer les pertes récentes liées aux perturbations. Surtout, le taux de chômage continue de grimper pour atteindre 4,6% en novembre, son plus haut niveau depuis quatre ans (contre 4,4% en septembre), confirmant le ralentissement de l'économie américaine.

### Etats-Unis : marché de l'emploi



Dans un contexte de modération du marché du travail, la Réserve fédérale a procédé en décembre à une baisse de 25 points de base de son taux directeur, le portant à 3,50-3,75%, après deux baisses en septembre et en octobre, et ce malgré une inflation demeurant au-dessus de l'objectif (2,7% en novembre). Les indications avancées laissent entrevoir qu'une seule baisse en 2026. La Fed a indiqué qu'elle « évaluerait attentivement » sa politique selon les évolutions données, tout en annonçant la fin du resserrement quantitatif et le lancement d'achats de bons du Trésor pour assurer une liquidité suffisante.



## Zone euro : croissance résiliente mais inégale à travers les pays et les secteurs, face à des défis persistants

**1,3%**  
(en 2025)



Zone euro

Croissance économique

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



Zone euro

Croissance économique

**0,3%**  
(au T3-2025)



Zone euro

Croissance économique

L'économie de la zone euro montre une croissance modérée, mais globalement résiliente. Selon les dernières prévisions de l'OCDE (décembre 2025), le PIB progresserait de 1,3% en 2025 après 0,8% en 2024. Il marquerait ensuite un léger fléchissement à 1,2% en 2026, avant de réaccélérer à 1,4% en 2027, à mesure que la demande intérieure se raffermit et que le commerce extérieur se redresse.

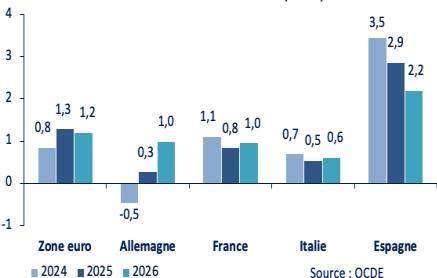
Cette trajectoire s'appuie sur la résilience du marché du travail, la désinflation et la hausse des revenus réels, qui soutiennent la consommation. L'investissement privé reste freiné par l'incertitude, malgré l'amélioration des conditions de financement, tandis que l'investissement public serait davantage porté par le déploiement des fonds de la Facilité pour la reprise et la résilience (NGEU), et par d'autres mesures de soutien.

La reprise demeure toutefois vulnérable à un environnement international tendu. L'OCDE souligne que des frictions commerciales et une incertitude accrue sur les politiques commerciales peuvent peser sur la demande extérieure, les exportations et l'investissement.

À l'échelle domestique, des contraintes plus structurelles continuent de limiter le potentiel de croissance : vieillissement démographique, gains de productivité insuffisants, besoins d'investissement liés à la transition énergétique, déficit de compétitivité dans les secteurs technologiques de pointe.

Les perspectives nationales restent hétérogènes. En Allemagne, l'OCDE anticipe un redressement graduel de 1% en 2026 et 1,5% en 2027, porté par un rebond de la consommation et de l'investissement public (infrastructures, défense)<sup>1</sup>, après une reprise modeste en 2025 (0,3%) et une récession en 2023-2024. La reprise resterait modérée en France (1% en 2026 après 0,8% en 2025) et atone en Italie (0,6% après 0,5%), freinée par une demande molle, un ajustement budgétaire graduel et des rigidités structurelles.

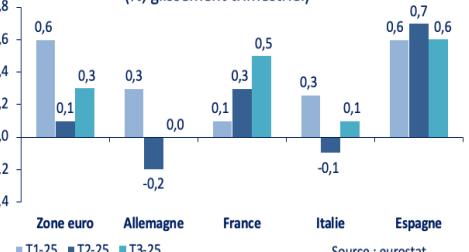
Zone euro : croissance du PIB (en %)



À l'inverse, l'Espagne continuerait de surperformer. Après une forte expansion en 2024 (+3,5%), l'OCDE projette une croissance de 2,9% en 2025 et de 2,2% en 2026. Cette performance s'explique par une demande intérieure robuste (hausse de l'emploi et des salaires réels), des conditions financières plus favorables et la poursuite du déploiement des fonds européens (NGEU), tandis que la contribution du tourisme se normalise progressivement. L'Espagne bénéficie également d'avantages stratégiques dans les domaines des énergies renouvelables et des services à haute valeur ajoutée.

Au T3-2025, la croissance de la zone euro a légèrement accéléré (+0,3% après +0,1% au T2), confirmant une reprise encore fragile. Elle est portée par le rebond de l'investissement et la hausse des dépenses publiques, tandis que la consommation ralentit et que le commerce extérieur pèse. Les performances restent toutefois disparates : l'Espagne (+0,6%) et la France (+0,5%) tirent l'activité, tandis que l'Italie (+0,1%) progresse à peine et que l'Allemagne stagne. Sur un an, la croissance de la zone ralentit (1,4% après 1,6%).

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



<sup>1</sup> Pour soutenir une économie fragilisée, l'Allemagne a assoupli en mars 2025, par révision constitutionnelle, son « frein à l'endettement ». La réforme exempte du plafond les dépenses de défense au-delà de 1% du PIB et crée un fonds spécial d'environ 500 milliards d'euros sur douze ans pour accélérer l'investissement, notamment dans les infrastructures (en lien avec les priorités de modernisation et de transition). L'OCDE y voit un levier important pour renforcer la compétitivité, tout en alertant sur les lenteurs de planification et d'autorisation et sur la nécessité d'une dépense plus efficace afin de préserver une trajectoire budgétaire soutenable.

52,4

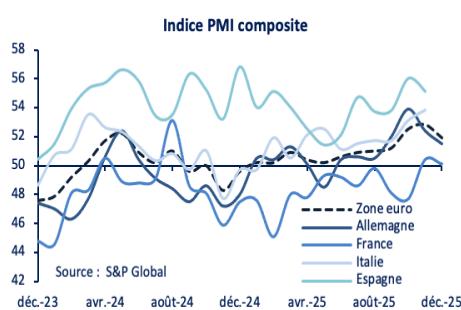
(au T4-2025)



Zone euro

Indice PMI composite

Les données à haute fréquence signalent une reprise modérée, mais variable selon les pays et les secteurs.



Au T4 2025, l'activité du secteur privé en zone euro s'est raffermie : l'indice PMI composite (moyenne trimestrielle) s'est établi à 52,4 après 51,0 au T3. Cette reprise est tirée par les services (53,1 après 50,9), tandis que l'industrie repasse en zone de contraction (49,6 après 50,1). Si le marché de l'emploi demeure solide, l'affaiblissement de la demande mondiale pèse sur le carnet de commandes. Selon les pays, l'activité globale accélère en Allemagne (52,6 après 51,0) et la contraction s'atténue en France (49,4 après 48,8).

En octobre, la production industrielle de la zone euro a augmenté de 0,8% sur un mois (après +0,2% en septembre), son plus fort gain depuis mai. La hausse est généralisée, portée notamment par les biens de consommation durables, l'énergie et les biens d'équipement. Parmi les grandes économies, la production progresse en Allemagne (+1,4%), en Espagne (+0,9%) et en France (+0,2%), mais recule en Italie (-1,0%). Sur un an, la production industrielle de la zone euro accélère à +2,0%, un plus haut en cinq mois.

En revanche, les ventes au détail en zone euro ont stagné (0,0% après +0,1% en septembre), illustrant une demande intérieure toujours atone. La hausse des achats alimentaires et de carburant (+0,3% chacun) a été compensée par le recul des biens non alimentaires (-0,2%). Par principaux pays, les ventes reculent en Allemagne (-0,3%) et en France (-0,1%), et sont stables en Espagne (0,0%).

En outre, l'indice de sentiment économique (ESI) de la zone euro s'est stabilisé en novembre, affichant une légère progression de +0,2 point pour atteindre 97,0. Cette quasi-stabilité masque des mouvements sectoriels contrastés : la confiance s'est améliorée dans les services (+1,5), le commerce de détail (+1,2) et la construction (+0,8), mais a reculé dans l'industrie (-0,8) et restée inchangée pour les ménages<sup>2</sup>. Parmi les grandes économies, l'indice a progressé en Espagne (+2,0), en Italie (+1,1) et en France (+0,8), tandis qu'il a légèrement fléchi en Allemagne (-0,3).

6,4%

(en octobre)



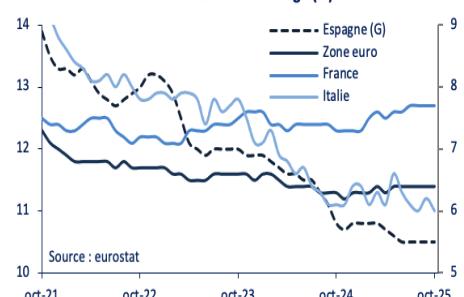
Zone euro

Taux de chômage

Le marché du travail affiche une résilience notable.

En octobre, le taux de chômage de la zone euro s'est maintenu à 6,4%, stable sur un mois mais en légère baisse depuis un an (-0,1 point), tandis que le chômage des jeunes atteint 14,8% (+0,2). Des écarts importants persistent entre pays : le chômage recule en Espagne (10,5%, -0,3 point sur un an) et en Italie (6,0%, -0,1), mais augmente en France (7,7%, +0,4) et en Allemagne (3,8%, +0,4). Les tensions sur les compétences restent élevées. La pénurie de main-d'œuvre qualifiée demeure un défi structurel pour les entreprises.

Zone euro : taux de chômage (%)



L'inflation en zone euro est restée stable à 2,1% en novembre (comme en octobre), proche de la cible de la BCE, tandis que les prix ont reculé de 0,3% sur le mois. Le ralentissement se poursuit pour l'alimentation (2,3% après 2,4%) et les biens industriels hors énergie (0,5% après 0,6%), mais l'inflation des services accélère encore (3,5% après 3,4%) et l'énergie baisse moins fortement (-0,5% après -0,9%). L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) reste inchangée à 2,4%. Les écarts nationaux demeurent marqués, avec des taux relativement bas en France (0,8%) et en Italie (1,1%) et des niveaux plus élevés en Allemagne (2,6%) et en Espagne (3,2%).

<sup>2</sup> Toutefois, la confiance des consommateurs a légèrement reculé en décembre (-0,4 point, estimation flash), signalant un moral encore fragile à la fin de l'année.

2,1%  
(en novembre)



Zone euro  
Taux d'inflation

1,18  
(le 23 décembre)



Zone euro  
Parité euro/dollar

Selon les projections de décembre 2025 de l'Eurosystème, l'inflation reviendrait durablement vers sa cible de 2% à moyen terme : 2,1% en 2025, 1,9% en 2026, 1,8% en 2027, puis 2,0% en 2028 (la désinflation étant freinée par des services plus persistants). Ce scénario reste néanmoins exposé à des risques géopolitiques et commerciaux — via l'énergie, d'éventuelles perturbations d'approvisionnement et les tensions commerciales — ainsi qu'à l'évolution des salaires et des marges dans les services.

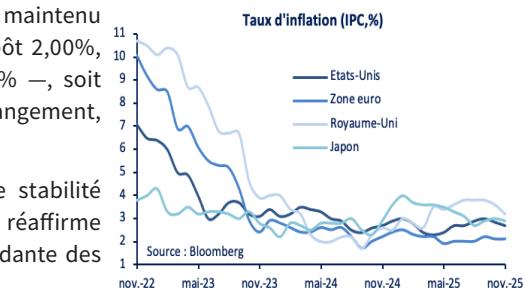
Dans ce contexte, le 18 décembre, la BCE a maintenu inchangés ses trois taux directeurs — dépôt 2,00%, refinancement 2,15%, prêt marginal 2,40% —, soit la quatrième réunion consécutive sans changement, confirmant une posture attentiste.

Le Conseil des gouverneurs justifie cette stabilité par une inflation revenue proche de 2% et réaffirme une approche réunion par réunion, dépendante des données, sans trajectoire prédéfinie<sup>3</sup>.

La BCE a en outre actualisé ses projections : croissance du PIB de la zone euro à 1,4% en 2025, 1,2% en 2026, 1,4% en 2027 et 1,4% en 2028 ; inflation globale à 2,1% en 2025, 1,9% en 2026, 1,8% en 2027, puis 2,0% en 2028. Les marchés anticipent dès lors des taux inchangés pendant une période prolongée, la suite dépendant notamment de l'énergie, des tensions commerciales et géopolitiques et de la dynamique de la demande.



À l'inverse, le dollar reste sous pression<sup>4</sup>, pénalisé par l'incertitude budgétaire<sup>5</sup> aux États-Unis et par les effets du shutdown<sup>6</sup> d'octobre-novembre. L'attention des investisseurs se tourne désormais vers les prochains indicateurs (emploi, inflation) et vers les signaux de la Fed après la dernière baisse de taux du 10 décembre.



Sur le marché des changes, l'euro s'échangeait autour de 1,18 dollar le 23 décembre 2025, en hausse de 2,6% depuis son creux début novembre. Il affiche ainsi des gains de 9,3% depuis début avril et 13,4% depuis début 2025. L'euro bénéficie de son statut de valeur refuge alternative au dollar, porté par une croissance européenne plus forte que prévu, une inflation modérée, un marché du travail dynamique et un soutien budgétaire européen qui stimule la confiance et l'investissement.

<sup>3</sup> La BCE semble avoir achevé son cycle d'assouplissement. Entre juin 2024 et juin 2025, elle a abaissé le taux de la facilité de dépôt à huit reprises (-25 pb à chaque fois), soit -200 pb au total, dans un contexte désinflationniste et de croissance faible. Le taux de refinancement a, lui, reculé de -235 pb, du fait de l'ajustement technique de septembre 2024.

<sup>4</sup> L'indice du dollar (DXY) s'est établi à 98,0 le 23 décembre, en baisse de 2,3% par rapport à son pic du 19 novembre (100,2) mais reste en hausse de 1,4% depuis son creux pluriannuel de mi-septembre (96,6).

<sup>5</sup> Le déficit fédéral américain pour l'exercice 2025 s'établit à 1,8 trillion de dollars (CBO). Selon les dernières estimations, la loi issue de H.R. 1 (Public Law 119-21, promulguée le 4 juillet 2025) alourdirait le déficit cumulé d'environ 3,4 trillions de dollars sur 2025-2034, les baisses nettes de recettes excédant les économies de dépenses. En y ajoutant l'effet sur le service de la dette, l'impact augmente encore.

<sup>6</sup> Le shutdown historique a pris fin, le 12 novembre, mettant un terme à 43 jours de paralysie gouvernementale (un record). L'accord trouvé permet la reprise des services fédéraux et apaise temporairement les tensions politiques.

## Japon : demande intérieure en soutien, exportations sous pression, normalisation monétaire graduelle

**0,9%**  
(en 2026-2027)



**Japon**  
Croissance économique

**-2,3%**

(en rythme annualisé au T3-2025)



**Japon**  
Croissance économique

Selon les dernières prévisions de l'OCDE (décembre), l'économie japonaise progresserait de 1,3% en 2025, puis ralentirait à 0,9% en 2026-2027. La croissance resterait surtout tirée par la demande intérieure, soutenue par des hausses salariales (+5% lors du Shunto 2025) et par des mesures budgétaires, tandis que la demande extérieure pèserait légèrement, notamment du fait des droits de douane américains. L'investissement des entreprises demeure résilient, porté par des bénéfices encore solides et par des subventions orientées vers les transitions verte et numérique.

Sur le plan politique, le gouvernement de Sanae Takaichi, arrivé au pouvoir en octobre après la démission de Shigeru Ishiba, a lancé un plan de relance de 21,3 trillions de yens (environ 136 milliards de dollars), centré sur le pouvoir d'achat et des investissements stratégiques, au prix de nouvelles interrogations sur la soutenabilité budgétaire. De son côté, la Banque du Japon poursuit une normalisation très graduelle : elle a relevé son taux directeur de 25 pb à 0,75% le 19 décembre 2025, tout en réaffirmant une approche prudente et dépendante des données.

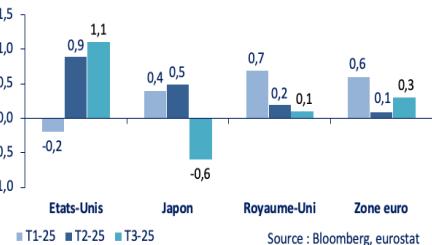
Enfin, sur le front commercial, l'accord-cadre annoncé à l'été 2025 avec Washington a ramené les droits sur les automobiles japonaises à 15% et s'accompagne d'engagements japonais (achats supplémentaires, dont certains produits agricoles, et 550 milliards de dollars d'investissements aux États-Unis), réduisant une partie de l'incertitude pour le secteur exportateur. Les risques restent toutefois élevés. L'OCDE souligne la vulnérabilité à un choc de demande externe et à une perte de confiance sur la trajectoire budgétaire, tandis que les tensions avec la Chine peuvent perturber les échanges et les chaînes d'approvisionnement régionales.

L'économie nippone s'est contractée de 2,3% en rythme annualisé au T3 2025 (-0,6% t/t), sa première baisse en six trimestres et la plus marquée en deux ans, après une expansion de 2,1% au T2. La consommation privée a presque stagné (+0,2%), rognée par le coût de la vie (dont le riz). Les exportations ont reculé plus vite que les importations après le tarif américain de 15%. L'investissement des entreprises s'est replié (-0,2%), sous l'effet de coûts de financement plus élevés, tandis que les dépenses publiques ont nettement ralenti.

Les économistes anticipent une reprise graduelle au cours des prochains trimestres, mais freinée par de nouvelles barrières commerciales, l'incertitude politique et la montée des tensions avec la Chine. Les derniers indicateurs suggèrent une amélioration de l'activité.

En octobre, la production industrielle a progressé de +1,5% sur un mois (après +2,6% en septembre), portée notamment par l'automobile (+6,7%) et les équipements électriques/électroniques (+7,4%). Sur un an, elle a augmenté de +1,6%. De même, les ventes au détail ont rebondi en octobre (+1,6% sur un mois), après une stagnation en septembre, affichant leur plus forte croissance en trois mois. Ce regain de consommation s'accompagne d'un regain du moral des ménages : l'indice de confiance a grimpé de 1,7 point à 37,5 en novembre, au plus haut depuis avril 2024, porté par l'amélioration des perspectives de revenus et d'emploi.

Pays avancés : croissance du PIB  
(%, glissement trimestriel)



51,7

(au T4-2024)



Japon

Indice PMI composite

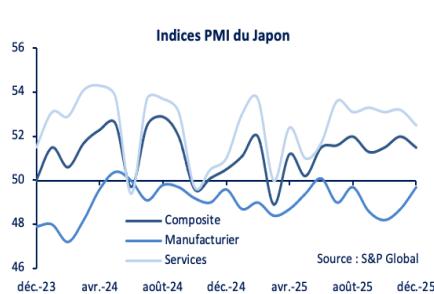
2,9%

(en novembre)



Japon

Taux d'inflation



Le PMI composite (51,7 au T4-2024 après 51,6 au T3) montre une croissance continue de l'activité du secteur privé. Les services demeurent solides (52,0 après 53,3), tandis que le secteur manufacturier reste en contraction (48,9 après 49,1). En décembre, le PMI composite flash a légèrement reflué (à 51,5 après 52,0 en novembre), mais l'expansion se poursuit (pour le 9<sup>e</sup> mois d'affilée). Les nouvelles commandes se redressent après deux mois de baisse, alors que la demande extérieure demeure faible, sur fond de pressions de coûts plus élevées.

L'inflation globale japonaise a légèrement reflué en novembre (à 2,9% après 3,0% en octobre), tandis que l'inflation sous-jacente est restée stable à 3,0%, toujours au-dessus de la cible de 2% de la BoJ (pour le 44<sup>e</sup> mois consécutif). Le ralentissement tient surtout à l'alimentation (6,1% après 6,4%), avec une hausse du riz qui demeure très élevée mais continue de se modérer. À l'inverse, les prix de l'électricité ont encore accéléré (4,9% après 3,5%) et le gaz est resté en hausse (0,7% après 0,7%). Sur un mois, les prix ont augmenté de 0,4%.

Dans ce contexte de pressions sous-jacentes persistantes, la Banque du Japon a franchi une nouvelle étape de normalisation le 19 décembre, en relevant son taux directeur de 25 pb à 0,75%. Elle maintient un discours prudent et dépendant des données, en soulignant que les conditions financières restent accommodantes (taux réels toujours nettement négatifs) et que tout resserrement supplémentaire serait graduel. Toutefois, les fragilités structurelles de l'économie japonaise, le ralentissement chinois, les tensions commerciales et les risques géopolitiques compliquent la normalisation de la politique monétaire.

Sur le plan budgétaire, le gouvernement Takaichi a approuvé fin novembre un paquet de relance de 21,3 trillions de yens (≈ 136 milliards de dollars), puis fait adopter mi-décembre un budget supplémentaire pour le financer. Ce soutien a ravivé les interrogations sur la soutenabilité des finances publiques, alors que la dette publique reste très élevée (autour de 230% du PIB en brut, 130% en net, selon le FMI). Les marchés ont réagi par une tension des taux longs (le rendement des JGB à 10 ans a dépassé 2%, pour atteindre 2,08% le 22 décembre, niveau inédit depuis février 1999) et une pression sur le yen (atteignant 157,8 JPY/USD le 19 décembre, son plus bas depuis mi-janvier 2025). Cette situation souligne l'urgence pour le Japon de poursuivre les réformes structurelles indispensables pour renforcer sa croissance potentielle.

## 2. ÉCONOMIES EMERGENTES

**5,0%**  
(en 2025)



**Chine**  
Croissance économique

**4,4%**  
(en 2026)



**Chine**  
Croissance économique

**4,8%**  
(au T3-2025)

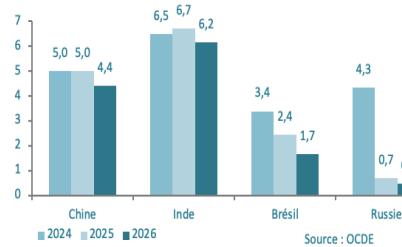


**Chine**  
Croissance économique

### Chine: après une croissance solide en 2025, perspectives d'essoufflement structurel et des défis extérieurs

L'économie chinoise maintient une trajectoire de croissance solide en 2025, mais sa résilience est mise à l'épreuve par des défis structurels profonds et un environnement international tendu.

Pays émergents : croissance du PIB (en%)



La croissance du PIB est estimée à 5% en 2025, mais devrait ralentir à 4,4% en 2026 et 4,3% en 2027, selon les dernières prévisions de l'OCDE.

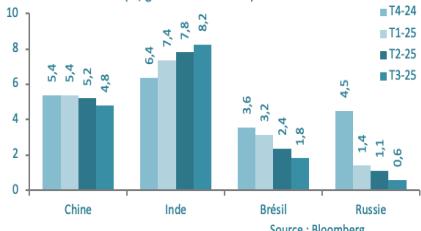
Ce dynamisme repose en grande partie sur des exportations robustes, grâce à une diversification accrue des débouchés, ainsi que sur des mesures de soutien ciblées (notamment à la consommation), mais masque une faiblesse chronique de la demande intérieure et une crise immobilière persistante.

Les perspectives économiques restent contraintes par la contraction prolongée de l'investissement résidentiel, ainsi que par la montée des tensions commerciales et technologiques au niveau mondial<sup>7</sup>, qui pèsent sur les chaînes d'approvisionnement, les exportations, la confiance et l'investissement. L'économie reste également exposée à des défis structurels, tels que le déclin démographique, le vieillissement de la population, le chômage des jeunes, le ralentissement de la productivité et un endettement local élevé.

Au T3-2025, la croissance du PIB chinois a fléchi à 4,8% (contre 5,2% au T2), marquant son plus bas niveau annuel. Ce tassement reflète les tensions commerciales, la crise immobilière et une demande intérieure fragile. En septembre, les ventes au détail n'ont progressé que de 3,0% sur un an, leur rythme le plus lent depuis fin 2024, malgré les programmes de subventions, signe de la prudence des ménages. Sur neuf mois, le PIB a augmenté de 5,2%, un rythme globalement compatible avec une cible de 5%<sup>8</sup>.

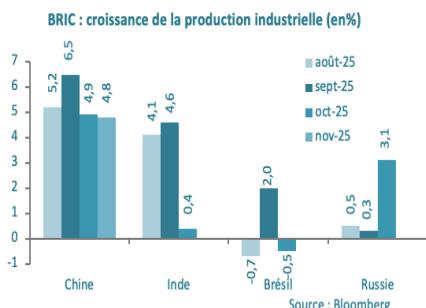
Les derniers indicateurs confirment une faiblesse marquée de la demande intérieure. En novembre, les ventes au détail ont nettement ralenti à +1,3% en glissement annuel, leur plus faible hausse depuis décembre 2022, en net repli par rapport aux +2,9% d'octobre, dans un contexte d'extinction progressive de certaines subventions (programmes de "trade-in"). De même, l'investissement en actifs fixes a poursuivi son recul, affichant une baisse de 2,6% sur les onze premiers mois de l'année, pénalisé par la chute persistante de l'immobilier. Hors immobilier, l'investissement redévient légèrement positif (+0,8%).

Pays émergents : croissance du PIB trimestriel (% glissement annuel)



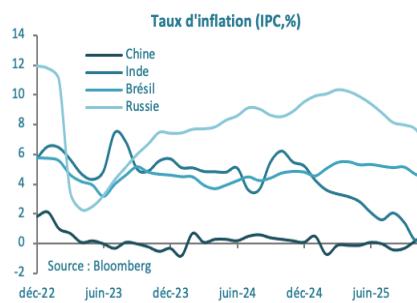
<sup>7</sup> La trêve commerciale sino-américaine a failli rompre à l'automne suite à des mesures réciproques : durcissement des contrôles chinois sur les terres rares et menaces américaines de surtaxes atteignant 100%. Le FMI a ainsi mis en garde contre les risques pour la croissance mondiale. Toutefois, la rencontre Trump-Xi de fin octobre à Busan a permis de conclure un accord provisoire : gel des nouvelles mesures coercitives pour un an et prolongation de la trêve avec une légère baisse de certains tarifs. Cette trêve fragile apaise temporairement les tensions sans résoudre les défis structurels, maintenant la relation commerciale dans un équilibre précaire.

<sup>8</sup> L'objectif officiel de croissance économique chinois pour 2025 est fixé à « environ 5% », inchangé par rapport à 2024.



La production industrielle ralentit (+4,8% en novembre après +4,9% en octobre), soit la plus faible hausse depuis août 2024. Néanmoins, la montée en gamme demeure nette (équipements +7,7%, high-tech +8,4%). Sur janv.-nov., la production industrielle cumule +6,0%. Ce ralentissement est confirmé par l'indice PMI composite (51,2 en novembre après 51,8 en octobre), montrant une expansion plus timide dans les services (52,1 après 52,6) et une stagnation dans l'industrie (49,9 après 50,6).

En matière du commerce extérieur, après le trou d'air d'octobre, les exportations rebondissent en novembre (+5,9% en valeur USD), alors que les importations restent modestes (+1,9%), ce qui confirme une activité domestique peu dynamique. Sur janvier-novembre, l'excédent en biens dépasse 1 000 milliards de dollars, un record, avec des exportations en nette hausse (+5,4%) et des importations en légère baisse (-0,6%). Les envois vers les États-Unis reculent fortement (-29% en g.a.), tandis que la croissance s'appuie davantage sur l'Europe et l'Asie, renforçant l'enjeu de diversification.



L'inflation a accéléré en novembre (0,7% après 0,2% en octobre), à un plus haut en 21 mois, confirmant une normalisation graduelle côté consommateurs. Les prix alimentaires ont progressé pour la première fois en dix mois (+0,2% après -2,9%), portés par le rebond des légumes et fruits et par une baisse moins marquée du porc. Les prix non alimentaires restent en hausse (+0,8% après +0,9%), soutenus par les programmes de « trade-in » et la hausse dans les secteurs de la santé et de l'habillement.

L'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) demeure à 1,2%, un plus haut en 20 mois, malgré un repli mensuel des prix (-0,1%), premier recul en cinq mois.

En revanche, la déflation industrielle persiste (PPI -2,2% en novembre après -2,1% en octobre), 38e mois consécutif de baisse, reflet de surcapacités persistantes, d'une concurrence accrue et d'une demande domestique encore trop faible pour restaurer le pouvoir de fixation des prix.

Dans ce contexte, Pékin maintient une approche ciblée plutôt qu'un stimulus massif. La Banque centrale (PBoC) a ainsi laissé ses taux directeurs LPR inchangés le 22 décembre pour le 7e mois d'affilée (1 an 3,00% ; 5 ans 3,50%), après avoir déjà stabilisé le taux de repo à 7 jours (désormais pivot de la politique monétaire), signalant une moindre urgence à assouplir davantage.

Sur le plan budgétaire, la relance reste modérée avec un déficit public visé à 4% du PIB en 2025 (contre 3% en 2024), financé en partie par des obligations ultra-longues et orienté vers l'immobilier et le soutien à la consommation, notamment via les « trade-in ».

Malgré ces efforts, l'effet macro reste contenu. La demande de crédit demeure faible, illustrée par des nouveaux prêts en novembre inférieurs aux attentes (390 milliards de yuans), avec un recul marqué des prêts aux ménages. Les autorités privilégient donc des mesures sectorielles ciblées et de gestion des risques, afin de soutenir l'activité sans déstabiliser la finance ni aggraver l'endettement local.

6,7%

(en 2025)



Inde

Croissance économique

8,2%

(au T3-2025)



Inde

Croissance économique

58,9

(en décembre)



Inde

Indice PMI composite

0,7%

(en novembre)



Inde

Taux d'inflation

## Inde : une locomotive de l'économie mondiale face aux nouveaux défis protectionnistes

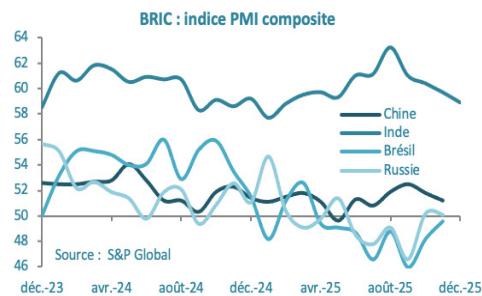
L'activité indienne reste robuste, portée par la consommation privée (revenus réels en hausse, inflation faible, allègements de taxes à la consommation) et par un cycle d'investissement soutenu par la baisse des coûts de financement et par une dépense publique d'infrastructure élevée. Dans ses prévisions de décembre, l'OCDE anticipe une croissance du PIB de 6,7% en 2025 et de 6,2% en 2026, après 6,5% en 2024. La demande intérieure resterait le socle, tandis que des tarifs américains plus élevés pèseraient sur les exportations.

Le policy-mix est plus accommodant. La Reserve Bank of India (RBI) a abaissé son taux directeur de 125 pb depuis février 2025 (repo à 5,25% après la baisse de 25 pb début décembre) et son dernier bulletin souligne une activité encore ferme, sur fond d'inflation contenue (CPI à 0,7% en novembre après 0,25% en octobre). Sur le plan budgétaire, l'orientation demeure pro-investissement mais plus disciplinée : le budget vise un déficit de 4,4% du PIB en 2025, avec un capex élevé.

Pour préserver cette trajectoire de croissance robuste, l'enjeu est d'accélérer les réformes (productivité, emploi, logistique) et la diversification des débouchés, car les principaux risques viennent de l'extérieur (protectionnisme<sup>9</sup>, incertitude commerciale) et des termes de l'échange (volatilité du pétrole). L'Inde dispose d'atouts majeurs : dividende démographique, classe moyenne en expansion, climat des affaires attractif et montée en puissance technologique.

Les dernières données confirment la dynamique. Au T3-2025, le PIB a progressé de 8,2% (après 7,8% au T2), au plus haut en six trimestres. Cette performance, soutenue par la hausse des dépenses publiques et des réductions de la taxe sur les biens et services (TBS), illustre la résilience de l'économie malgré les tarifs américains de 50% (depuis août). La consommation accélère (+7,9% après +7%, soit 57% du PIB). Côté valeur ajoutée, la croissance est tirée par l'industrie (+9,1%), les services financiers/immobiliers/professionnels (+10,2%) et la construction (+7,2%).

Les signaux à haute fréquence ralentissent mais restent positifs. Le PMI composite flash (58,9 en décembre après 59,7 en novembre) marque son plus bas niveau depuis février. Cette expansion plus modérée concerne les services (59,1 après 59,8) et surtout le secteur manufacturier (55,7 après 56,6). Par ailleurs, la production industrielle a ralenti en octobre (+0,4% après +4,6% en septembre), avec une chute de l'électricité (-6,9%), suite à une demande saisonnière faible, et moins de jours ouvrés (fêtes).



L'inflation en Inde a connu un rebond significatif depuis son plancher historique d'octobre. En novembre, l'IPC est remonté à 0,7% en glissement annuel, contre un creux de 0,25% le mois précédent. Ce chiffre reste bien en deçà de la limite inférieure de la fourchette de tolérance de la RBI, fixée à 2%, pour un 3e mois consécutif.

Le reflux d'octobre était principalement dû à une forte déflation alimentaire (-5%), soutenue par une mousson favorable et la rationalisation de la TPS. En novembre, la déflation alimentaire s'est atténuée (-3,9%), avec un ralentissement de la baisse des prix des légumes et des légumineuses, tandis que certains postes ont connu une remontée (notamment tabac/carburant et éclairage).

Dans un contexte de désinflation et de croissance robuste (PIB +8,2% au T3-2025), la RBI a utilisé sa marge de manœuvre début décembre. Après le statu quo à l'automne, le MPC a abaissé son taux directeur (repo) de 25 pb à 5,25%, portant l'assouplissement cumulé de 2025 à 125 pb. La banque centrale a accompagné ce mouvement par des injections de liquidité (achats d'obligations, swaps de change) pour accélérer la transmission. Elle a aussi revu sensiblement ses projections pour l'exercice budgétaire 2025/26, en relevant la croissance à 7,3% (contre 6,8%) et en abaissant l'inflation à 2,0%

<sup>9</sup> Les tensions commerciales entre les États-Unis et l'Inde se sont accrues depuis août. Washington a appliqué des droits de douane pouvant atteindre 50% sur certains produits indiens, justifiant cette mesure par le déficit commercial bilatéral persistant et les importations indiennes de pétrole russe. New Delhi, tout en privilégiant le dialogue et la diversification de ses partenariats commerciaux, a indiqué qu'elle se réserve la possibilité de recourir aux mécanismes de l'OMC pour répondre à cette pression.

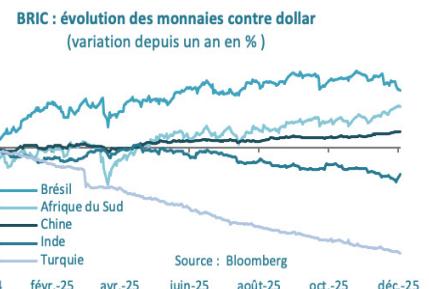


(contre 2,6%), tout en soulignant le caractère « rare » de la combinaison croissance forte/inflation faible et en restant attentive aux risques externes (commerce, énergie, change). Toutefois, à plus long terme, l'inflation est appelée à remonter vers la cible de 4% au cours de l'exercice 2026/27.

La roupie indienne a connu une forte volatilité en décembre, touchant un plus bas historique avant un rebond lié aux interventions de la banque centrale. Le 16 décembre, elle a brièvement franchi 91 INR/USD (point bas à 91,075), soit une dépréciation d'environ 8% depuis le pic de mai et de plus de 6% depuis le début de 2025, parmi les pires performances des devises émergentes. La RBI est intervenue dès le lendemain via des ventes de dollars, permettant à la roupie de regagner près de 2% et de revenir autour de 89,5.

Cette pression s'explique par trois principaux facteurs : sorties de capitaux (près de 18 Md\$ de ventes nettes d'actions par les investisseurs étrangers en 2025), forte demande de dollars (importateurs et couvertures), et incertitude commerciale liée à l'impasse prolongée avec les États-Unis. Les tarifs américains (jusqu'à 50%) ont pesé sur le sentiment et sur les exportations. Le déficit marchand d'octobre a atteint un record (41,7 Md\$), accentué par la baisse des ventes vers les États-Unis.

La RBI semble adopter une stratégie de « filet de sécurité » : elle tolère une dépréciation graduelle pour préserver la compétitivité, tout en intervenant de façon ciblée pour éviter des mouvements désordonnés. Cette posture est facilitée par une inflation historiquement basse, mais les risques d'une roupie faible — renchérissement des importations et hausse du service de la dette extérieure — restent étroitement surveillés.



### Brésil : croissance en décélération, freinée par des taux élevés et un environnement extérieur plus risqué

L'économie brésilienne traverse une phase de ralentissement marqué, freinée par une politique monétaire très restrictive et un essoufflement de la demande. Après une expansion de 3,4% en 2024, l'OCDE (décembre) projette un tassement à 2,4% en 2025 et 1,7% en 2026, avant un rebond à 2,2% en 2027. La BCB anticipe une trajectoire proche (2,3% cette année, 1,6% l'an prochain). Le maintien du taux Selic à 15%, au plus haut depuis près de vingt ans, comprime le crédit et pèse sur l'investissement, principal canal du freinage conjoncturel.

À moyen terme, la reprise attendue reposera sur une normalisation graduelle des conditions financières (à partir de 2026), la montée en puissance de réformes, dont la simplification de la fiscalité sur la consommation, et un environnement extérieur potentiellement moins pénalisant. Les tensions commerciales se sont partiellement apaisées via des allègements ciblés sur certains tarifs américains, mais l'incertitude demeure et peut encore peser sur les exportations. La consolidation budgétaire reste déterminante : une dette publique brute (définition FMI) projetée autour de 96% du PIB en 2026 accroît la sensibilité du pays à un choc de taux d'intérêt ou de change.

Les données récentes montrent des signes évidents d'essoufflement. Au T3 2025, le PIB n'a progressé que de +1,8% sur un an, au plus bas depuis plus de trois ans, confirmant le ralentissement après +2,2% au T2 et +2,9% au T1. Ce tassement reflète l'impact d'une période prolongée de taux réels élevés, sur fond d'inflation encore au-dessus de la cible et d'un marché du travail résilient. La croissance a été tirée par l'agriculture (+10,1%) et l'industrie (+1,7%), tandis que les services ont nettement ralenti (+1,3%).



**49,6**  
(en novembre)



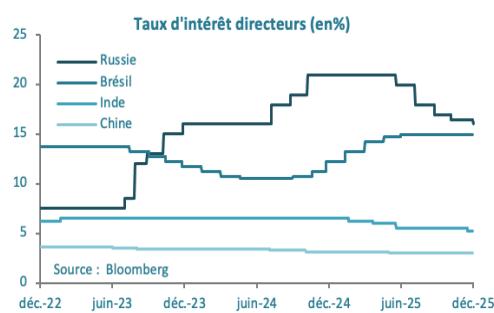
**Brésil**  
Indice PMI composite

**4,46%**  
(en novembre)



**Brésil**  
Taux d'inflation

Les indicateurs à haute fréquence restent mitigés, avec quelques poches de résilience. La production industrielle a légèrement progressé en octobre (+0,1% m/m après -0,4% en septembre), mais recule sur un an (-0,5% après +2%). Les ventes au détail ont rebondi (+0,5% m/m après -0,3%) et accélèrent légèrement sur un an (+1,1% après +0,8%). Côté enquêtes, le PMI composite remonte en novembre (à 49,6 après 48,2 en octobre), signalant une contraction de l'activité privée qui s'atténue. Les services se stabilisent (50,1 après 47,7) tandis que le secteur manufacturier reste en repli (48,8 après 48,2).



Face à une inflation encore élevée, la BCB maintient une posture restrictive. Elle a reconduit le taux Selic à 15% en décembre pour la 4e fois d'affilée<sup>10</sup>, jugeant nécessaire de consolider la désinflation face à un marché du travail résilient.

L'inflation annuelle est repassée sous le plafond de la bande en novembre (à 4,46% après 4,68% en octobre), mais reste au-dessus de la cible de 3%. Les anticipations d'inflation (Focus) s'atténuent mais demeurent élevées (4,4% en 2025 ; 4,2% en 2026)<sup>11</sup>.

La politique monétaire restrictive se fait désormais sentir sur l'activité, surtout dans les secteurs cycliques, suggérant un ralentissement économique plus marqué au second semestre 2025 et en 2026.

L'autre défi majeur pour le Brésil est la trajectoire de la dette publique, attendue à 92% du PIB fin 2025 et 96% en 2026 (FMI). Le service de la dette absorbe une part croissante des ressources, réduisant les marges budgétaires. Malgré une amélioration récente du déficit primaire, le respect des objectifs budgétaires futurs (équilibre en 2025, puis excédent) nécessitera des efforts d'assainissement supplémentaires et des réformes structurelles pour gagner en marge de manœuvre.

<sup>10</sup> La BCB avait relevé son taux directeur de 25 pb à 15% en juin (niveau le plus haut depuis 2006). Elle entend le maintenir à ce niveau "pour une période prolongée" afin de ramener les anticipations vers la cible, tout en restant prête à ajuster sa politique si nécessaire pour assurer la stabilité des prix.

<sup>11</sup> Le Copom a identifié plusieurs risques haussiers pour l'inflation, notamment un désancrage prolongé des anticipations d'inflation, une inflation des services plus forte que prévu et l'impact inflationniste potentiel des politiques économiques nationales et externes. Les risques baissiers comprennent un ralentissement économique plus important que prévu, un ralentissement mondial plus prononcé et d'éventuelles réductions des prix des matières premières.

### 3. MARCHES DES MATERIES PREMIERES

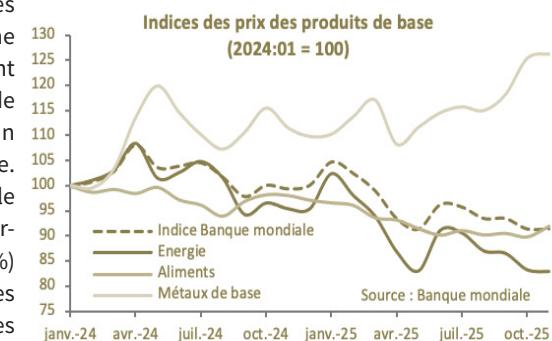
#### Recul persistant des cours de l'énergie, stabilisation des denrées alimentaires, et remontée des métaux

Après le repli de 2023-2024, les prix des matières premières ont suivi en 2025 une trajectoire plus hétérogène, reflétant des dynamiques d'offre et de demande spécifiques à chaque segment, dans un contexte de croissance mondiale inégale. L'indice de prix de la Banque mondiale a reculé nettement (-6% sur janvier-novembre, en g.a.), tiré par l'énergie (-11%) et l'alimentaire (-6%), surtout les céréales (-11%) et le sucre (-16%). À l'inverse, les engrains (+19%) et les métaux de base (+6%) se sont redressés.

Par ailleurs, les métaux précieux se sont envolés (+41%), l'or (+42%) et l'argent (+35%) atteignant des records, soutenus par un dollar plus faible et par leur statut de valeur refuge face aux incertitudes géoéconomiques.

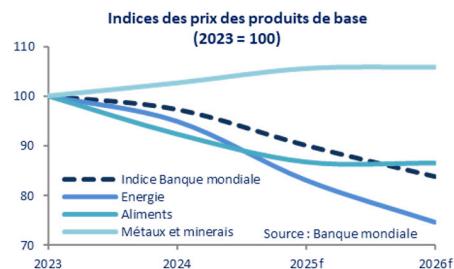
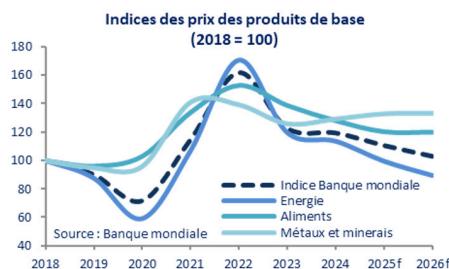
Ces évolutions reflètent des dynamiques sectorielles distinctes. La chute des cours de l'énergie découle d'une offre abondante et d'une demande faible, tandis que la modération des prix des céréales et du sucre s'explique par des perspectives de récoltes favorables. À l'inverse, les engrains bénéficient d'une demande robuste. De leur côté, les métaux de base (notamment le cuivre et l'aluminium) profitent du redressement progressif du cycle manufacturier mondial et de l'accélération de la demande structurelle liée à l'électrification (véhicules électriques, réseaux et centres de données), sur fond de contraintes d'offre.

Globalement, les cours des produits de base devraient rester modérés, bien qu'ils demeurent vulnérables aux aléas économiques, géopolitiques et climatiques.



### Banque mondiale : la désinflation des matières premières devrait se prolonger en 2026

Selon le rapport d'octobre 2025 de la Banque mondiale, la baisse des prix des matières premières se poursuivrait en 2026, sous l'effet d'une demande mondiale atone, d'une offre abondante et de tensions commerciales et géopolitiques persistantes. L'indice global des prix reculerait d'environ 7% en 2026 (après -6% en 2025), marquant une quatrième année consécutive de baisse, tirée par les produits agricoles (-2% après +1% en 2025), les fertilisants (-5% après +19%) et, surtout, l'énergie (-10% après -11%).



Le Brent poursuivrait sa chute (-12% après -14%), pour atteindre en moyenne 60 \$/baril en 2026 (contre 69 \$/b en 2025), dans un contexte d'offre croissant plus vite que la demande (+2,4 mbj contre +0,9 mbj, selon l'AIE). Le gaz naturel se normaliserait également, avec un recul notable en Europe (-11% après +14%), grâce à une offre de GNL abondante, tandis que les évolutions resteraient contrastées ailleurs.

Hors énergie, la tendance serait plus hétérogène. Les métaux de base progresseraient modérément (+1% après +6%), soutenus par les investissements dans les énergies renouvelables et les infrastructures, en particulier pour le cuivre (+1% après +7%) et l'aluminium (+1% après +8%). A l'inverse, le minerai de fer poursuivrait son repli (-4% après -9%), pénalisé par la faiblesse persistante de l'immobilier chinois. Les métaux précieux poursuivraient leur ascension (+5% après +41%), portés par la demande d'investissement et les achats des banques centrales, atteignant de nouveaux sommets historiques.

Du côté agricole, l'indice des prix reculerait légèrement (-2% après +1%) grâce à de bonnes récoltes. Les boissons enregistreraient un net reflux (-7% après +22%). Les denrées alimentaires poursuivraient leur modération (-0,3% après -6%), avec un repli continu du sucre (-3% après -16%) et des huiles végétales (-0,4% après -2%) et une stabilisation des céréales (+0,1% après -11%). Le blé rebondirait (+4% après -7%), à l'inverse du maïs (-1,5% après +7%) et du riz (-1% après -30%). Les risques demeurent équilibrés : aléas climatiques, tensions commerciales et coûts d'intrants (énergie, engrais).

Enfin, les fertilisants amorceraient un reflux graduel (-5% après +19%), tout en restant au-dessus de leurs niveaux moyens de 2015-2019. L'engrais DAP, en particulier, se modérerait de 8,5% pour s'établir à 650 \$/t en 2026, après un rebond de 23% en 2025 lié à une forte demande et à des contraintes d'offre. Cette correction, liée à l'arrivée de nouvelles capacités de production et à la baisse des coûts d'intrants, maintiendrait néanmoins les prix à un niveau historiquement élevé.

En résumé, la Banque mondiale anticipe en 2026 une nouvelle baisse des prix des produits de base, portée par des facteurs économiques et géopolitiques. Cette détente quasi-générale (énergie, agriculture, engrais) contribuerait à freiner l'inflation mondiale et offrirait aux gouvernements un espace pour assainir les finances publiques et stimuler l'investissement et le commerce. Les prix resteraient toutefois nettement au-dessus des niveaux d'avant-crise, avec des effets différenciés selon les régions et secteurs.

**Brent : 64 \$/baril**  
**Gaz butane : 560 \$/tonne**  
 (le 23 décembre)



Produits énergétiques

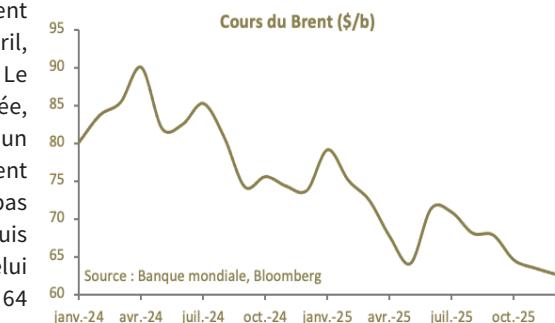
## Pétrole : pression baissière continue sur les prix, sur fond d'offre abondante et de demande modérée

Sur les onze premiers mois de 2025, le Brent affiche une moyenne de 70 dollars le baril, en repli de 14% en glissement annuel. Le prix moyen a reculé pour le 5e mois d'affilée, tombant à 64 \$/b en novembre, soit -2% sur un mois et -14% sur un an. Le Brent a brièvement frôlé les 60 \$/b le 16 décembre, son plus bas depuis février 2021, en chute de 16% depuis son pic de septembre et de 25% depuis celui de juin<sup>12</sup>. Il a ensuite rebondi autour de 64 dollars le 23 décembre, porté par des risques géopolitiques<sup>13</sup>.

La pression baissière sur les cours découle notamment d'une offre abondante face à une demande modérée. Le marché pétrolier bascule en large excédent en 2025, évalué à +2,3 millions de barils par jour (mbj) selon l'AIE<sup>14</sup>, après trois années d'équilibre.

L'offre mondiale devrait progresser de 3 mbj en 2025, pour atteindre 106,2 mbj, contre +0,9 mbj en 2024. L'apport supplémentaire de l'OPEP+ (+1,3 mbj)<sup>15</sup> s'ajoute à l'expansion continue de la production hors OPEP+ (+1,7 mbj), notamment aux États-Unis (+0,5 mbj), au Brésil (+0,4), au Canada (+0,2) et en Guyane (+0,1).

Parallèlement, la demande mondiale devrait croître modérément, soit +0,8 mbj en 2025 (pour atteindre 103,9 mbj), contre +0,9 mbj en 2024 et environ +2 mbj en 2023. Cette croissance reste historiquement modeste, étant la plus faible depuis 2009 (hors année Covid-19). Ce ralentissement résulte principalement d'une croissance économique mondiale modérée, de tensions commerciales persistantes et de l'essor rapide des véhicules électriques. La demande devrait stagner dans l'OCDE, progresser légèrement en Chine (+0,1 mbj), et rester plus dynamique dans les autres économies émergentes (+0,7 mbj).



<sup>12</sup> Le Brent est resté très volatil en 2025. Après un pic autour de 79 \$/b en janvier, les cours ont glissé vers 64 \$/b en mai (plus bas depuis 2021), avant de rebondir à 71 \$/b en juin, sur fond de tensions géopolitiques et d'apaisement relatif des frictions commerciales. La brève « guerre des 12 jours » (mi-juin) n'a toutefois eu qu'un impact limité : malgré des risques de perturbation, le cessez-le-feu a rapidement effacé la prime de risque, ramenant le Brent vers 68 \$/b fin juin. À l'automne, les prix ont de nouveau oscillé, puis ont rechuté vers 60 \$/b mi-décembre, le marché revenant à un scénario de surplus d'offre.

<sup>13</sup> Washington dit vouloir intercepter de nouveaux pétroliers liés au Venezuela, tandis que l'Ukraine poursuit ses frappes sur des infrastructures énergétiques russes en mer Noire, corridor clé des exportations. Parallèlement, les États-Unis et le Royaume-Uni ont durci leurs sanctions contre Rosneft et Lukoil, avec une échéance opérationnelle au 21 novembre 2025 (fin de la période de wind-down) et la menace de sanctions secondaires. De son côté, l'UE a adopté un 19<sup>e</sup> paquet renforçant le ciblage de la « flotte fantôme » (total porté à 557 navires) et actant une interdiction progressive du GNL russe à partir de 2027 selon les contrats. Le Brent a brièvement rebondi après ces annonces, avant de se replier, le marché revenant à un scénario de surplus d'offre à moyen terme.

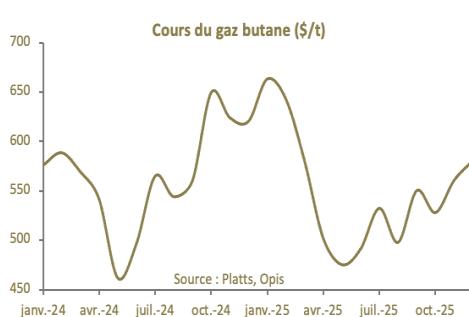
<sup>14</sup> Agence internationale de l'énergie (AIE), Oil Market Report – December 2025, décembre 2025.

<sup>15</sup> L'OPEP+ a accéléré la normalisation de son offre en 2025, sans pour autant supprimer l'ensemble de ses restrictions. A fin septembre 2025, les huit producteurs (Arabie saoudite, Russie, Émirats arabes unis, Koweït, Irak, Kazakhstan, Algérie, Oman) ont entièrement annulé leur couche de coupes volontaires de 2,2 mbj, en augmentant la production par étapes depuis avril (notamment +411 kb/j sur plusieurs mois, puis ~+547 kb/j en août et septembre). Depuis octobre, le groupe a commencé à réduire une seconde couche de 1,65 mbj, via des relèvements de +137 kb/j (octobre, novembre, décembre). Lors de la réunion du 2 novembre, l'alliance a confirmé la hausse de décembre mais a mis en pause toute hausse supplémentaire pour janvier-mars 2026, en réaffirmant sa flexibilité (pause/inversion) face au risque de surplus en 2026 et aux incertitudes (sanctions, demande). Lors de sa réunion fin novembre, l'OPEP+ a acté le maintien du cadre de production jusqu'à fin 2026 et un mécanisme d'évaluation des capacités (baselines 2027).

En 2026, la croissance de la demande mondiale resterait proche de 2025, mais à un rythme légèrement inférieur au trend : l'AIE s'attend à +0,9 mbj, freinée par une conjoncture moins porteuse, la substitution (électricité/gaz/solaire) et l'électrification, tandis que les charges pétrochimiques deviendraient le principal moteur. Côté offre, l'augmentation resterait nettement plus forte (+2,4 mbj en 2026), tirée à la fois par les producteurs non-OPEP+ (+1,2 mbj), notamment des Amériques, et par l'OPEP+ (+1,2 mbj) malgré les contraintes liées aux sanctions. La balance resterait largement excédentaire. L'AIE prévoit un surplus moyen d'environ 3,8 mbj en 2026, avec poursuite des reconstructions de stocks<sup>16</sup>.

Dans ce contexte, le biais sur les prix pétroliers reste baissier à moyen terme, la détente reflétant avant tout l'excès d'offre. Le Brent pourrait ainsi glisser vers 60 \$/b en 2026, après une moyenne de 69 \$/b en 2025 et de 81 \$/b en 2024. Ce scénario demeure toutefois exposé à des chocs d'offre (durcissement des sanctions contre la Russie, l'Iran ou le Venezuela, escalade au Moyen-Orient). Par ailleurs, malgré un brut abondant, les produits raffinés pourraient rester ponctuellement tendus (marges élevées, capacité de raffinage limitée hors Chine, contraintes sur les flux russes), alimentant la volatilité.

### Gaz butane : une instabilité chronique entre incertitudes géopolitiques et dynamiques saisonnières



Le marché du butane reste marqué par une instabilité chronique. Sur les onze premiers mois de 2025, le cours moyen s'est établi à 547 \$/t, en recul de 2,5% sur un an. Toutefois, cette moyenne masque de fortes amplitudes : après un pic à 663 \$/t en janvier, les prix ont chuté d'environ 28% jusqu'à 475 \$/t en mai<sup>17</sup>, avant de rebondir de 18% à 561 \$/t en novembre. Après un sommet à 596 \$/t le 5 décembre, le plus haut depuis début mars, ils se sont repliés à 560 \$/t le 23 décembre.

La remontée récente des cours s'explique par la demande hivernale et un resserrement de l'offre en Europe (contraintes logistiques, arrêts ponctuels de raffineries), dans un contexte de réduction structurelle des flux russes et de possibles restrictions supplémentaires sur certains GPL (butane/isobutane) liées au 19<sup>e</sup> paquet.

En 2026, le marché restera très sensible aux aléas géopolitiques et climatiques, ainsi qu'aux ajustements des prix officiels (OSP) en Méditerranée/Asie — comme l'illustre la hausse des OSP annoncée en décembre 2025 par Aramco. À moyen terme, les prix du butane devraient donc demeurer exposés à une volatilité élevée, à l'intersection de la saisonnalité, des contraintes d'offre et de l'incertitude géopolitique.

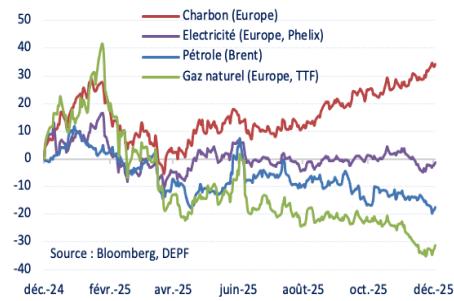
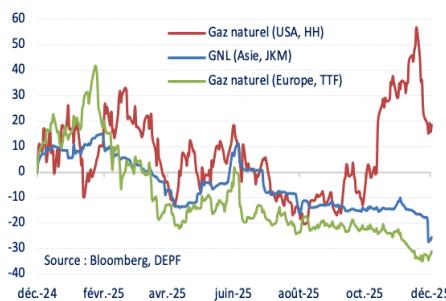
<sup>16</sup> En octobre 2025, les stocks mondiaux observés ont atteint un plus haut de 4 ans à 8 030 millions de barils (mb), avec une hausse de +42 mb (soit +1,4 mbj). La hausse vient surtout du pétrole en transit "sur l'eau" (+83 mb), tandis que les stocks à terre reculent (-41 mb, dont OCDE -26 mb).

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

## Prix du gaz en Europe (TTF) : pic hivernal puis détente, sur fond d'offre abondante

Le marché européen du gaz a connu une année 2025 contrastée. Sur janvier-novembre, le prix moyen du TTF s'est établi autour de 37 €/MWh, soit une hausse de 10% sur un an. Cette progression tient surtout à un début d'année plus tendu, après l'arrêt du transit russe via l'Ukraine au 1er janvier 2025<sup>18</sup>, dans un contexte de concurrence avec l'Asie pour les cargaisons de GNL et de besoins de stockage plus élevés.

27,7 €/MWh  
(le 23 décembre)

### Gaz naturel en Europe

Les prix ont culminé en février 2025 (moyenne mensuelle d'environ 50 €/MWh, avec un pic à 58 €/MWh), avant une tendance baissière marquée, revenant à près de 31 €/MWh en novembre. Le TTF a reculé à 26,6 €/MWh le 10 décembre, son plus bas depuis avril 2024, avant de remonter vers 27,7 €/MWh le 23 du mois.

Cette chute s'explique par une offre abondante, portée par des exportations record de GNL américain<sup>19</sup> et une production norvégienne stable, face à une demande modérée en Asie et structurellement plus faible en Europe<sup>20</sup>, avec en plus un cadre de stockage devenu plus flexible<sup>21</sup>. Les stocks de l'UE, bien qu'inférieurs à la moyenne de 5 ans (67% de remplissage le 21 décembre, contre 76%), n'ont pas généré de tensions durables.

Malgré cette détente, le marché reste exposé à la volatilité, avec des risques haussiers liés à une météo plus froide, à une reprise de la demande asiatique ou à des tensions géopolitiques (Russie, Iran)<sup>22</sup>. Néanmoins, la structure excédentaire du marché devrait continuer à peser sur les prix à court terme.

<sup>18</sup> L'UE a engagé une sortie des importations de gaz russe d'ici fin 2027. Le 19<sup>e</sup> paquet de sanctions (oct. 2025) prévoit l'arrêt du GNL russe en deux étapes : fin des contrats courts sous six mois (au plus tard le 25 avril 2026) et interdiction des contrats longs au 1<sup>er</sup> janvier 2027. En parallèle, le règlement négocié fin 2025 programme l'extinction du gaz par gazoduc, avec une échéance au 30 septembre 2027 (report possible au 1<sup>er</sup> novembre 2027 selon conditions). Cette coordination législative vise à sécuriser l'approvisionnement tout en actant une rupture totale avec le gaz russe.

<sup>19</sup> Les importations de GNL en Europe ont explosé en 2025, avec une hausse de 25% par rapport à 2024. Les États-Unis en sont devenus le premier fournisseur, représentant environ 58% des importations européennes de GNL. L'offre gazière en Europe est aussi soutenue par des cargaisons de GNL redirigées depuis l'Asie (surtout spot/flexibles). La demande chinoise s'avère moins dynamique que prévu (faiblesse industrielle, arbitrage prix défavorable face au gaz local et aux importations par gazoduc). Les tensions commerciales et les tarifs pèsent sur l'activité et ont réduit certains flux, notamment de GNL américain vers la Chine, libérant des volumes que l'Europe capte pour reconstituer ses stocks.

<sup>20</sup> Selon la Commission européenne, la consommation de gaz de l'UE en 2024 s'est établie à 332 bcm, quasi stable par rapport à 2023 (+0,5%) mais inférieure de 20% au niveau pré-crise de 2021 (412 bcm). Cette baisse structurelle, amplifiée par la crise énergétique, place l'UE sur une trajectoire compatible avec l'ambition de réduire d'environ 30% la consommation de gaz d'ici 2030 (vs 2019), soit près de 18% déjà réalisés à fin 2024.

<sup>21</sup> L'UE a assoupli ses règles de stockage : l'objectif contraignant de 90% doit désormais être atteint entre le 1<sup>er</sup> octobre et le 1<sup>er</sup> décembre (au lieu du 1<sup>er</sup> novembre), avec une flexibilité jusqu'à 10 points en cas de conditions de marché défavorables ou de contraintes techniques. Ces règles sont prolongées jusqu'à fin 2027.

<sup>22</sup> L'Iran possède les deuxièmes plus grandes réserves de gaz naturel au monde, après la Russie, et était le troisième producteur de gaz en 2023. Son principal gisement gazier est celui de South Pars, situé dans le golfe Persique et partagé avec le Qatar. C'est le plus grand au monde, avec des réserves estimées à 51 trillions de m<sup>3</sup> et une production quotidienne d'environ 715 millions de m<sup>3</sup>. L'Iran contrôle le détroit d'Ormuz, par lequel transite 20% du commerce mondial de GNL.

708 \$/t  
(en novembre)



Engrais DAP

## Phosphates : détente des cours après un pic estival à un plus haut pluriannuel



Sur les onze premiers mois de 2025, le cours moyen du DAP a enregistré 690 dollars la tonne, en hausse de 23% en glissement annuel. La hausse s'explique par une demande forte (Inde, Brésil), une offre contrainte (Chine)<sup>23</sup>, des stocks faibles, des intrants coûteux (ammoniac, soufre) et des risques logistiques (en mer Noire et mer Rouge). Le DAP s'est établis à 708 \$/t en novembre, en baisse de 11% depuis son pic d'août (795 \$/t), le plus haut depuis avril 2022, ramenant ses gains à 23% depuis un an.

La détente récente des cours du DAP serait liée à une modération de la demande en Asie (notamment en Inde et au Bangladesh), combinée à des disponibilités mondiales jugées suffisantes.

La Banque mondiale prévoit une modération des prix du DAP de 8,5% pour s'établir à 650 \$/t en 2026, après un rebond de 23% en 2025<sup>24</sup>. Cette correction, liée à l'arrivée de nouvelles capacités de production et à la baisse des coûts d'intrants, maintiendrait néanmoins les prix à un niveau historiquement élevé.

<sup>23</sup> La hausse des prix du DAP s'explique notamment par la restriction temporaire des exportations chinoises (de décembre 2024 à juin 2025). Pékin a limité les licences d'exportation pour préserver l'approvisionnement intérieur et contenir les prix domestiques des engrais. En conséquence, les volumes exportés chinois ont chuté, créant un resserrement de l'offre mondiale. La Chine est le premier producteur mondial de DAP, avec une part d'environ 35% en 2024. L'offre mondiale d'engrais phosphatés est fortement concentrée. Entre 2018 et 2022, la Chine, le Maroc, les États-Unis et la Russie ont représenté près de 80% de la production annuelle d'engrais phosphatés ammoniés (≈65 Mt). Sur le marché export, la Chine, le Maroc, la Russie et l'Arabie saoudite assurent environ 80% des exportations mondiales de DAP/MAP, accentuant la dépendance aux grands fournisseurs et la sensibilité des prix.

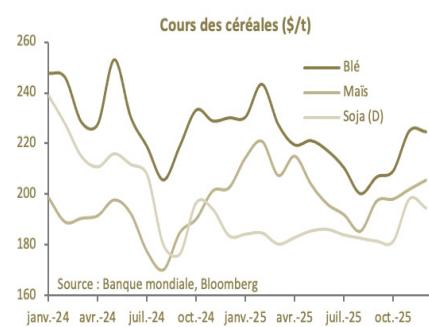
<sup>24</sup> Toutefois, en septembre, Fitch Ratings a relevé ses hypothèses de prix DAP, reflétant des conditions serrées et un risque de volatilité tant que les restrictions à l'exportation, les coûts d'approvisionnement et les tensions géopolitiques persistent. Par ailleurs, l'Union européenne a instauré, depuis début juillet 2025, des droits de douane progressifs sur les engrais russes (6,5% + un prélèvement initial d'environ 40-45 €/t, appelé à atteindre un niveau prohibitif d'ici 2028), ce qui peut renforcer l'avantage concurrentiel des autres exportateurs, notamment nord-africains.

## Produits alimentaires : des cours globalement modérés à l'horizon 2026, sur fond d'une offre prometteuse

Les prix mondiaux des produits alimentaires ont poursuivi leur détente en 2025, en raison d'une offre globalement abondante et d'une demande mondiale relativement modérée. Sur les onze premiers mois de l'année, l'indice de la Banque mondiale a reculé de 6% en glissement annuel, tiré par le sucre (-16%), les céréales (-11%) et, plus légèrement, les huiles végétales (-2%).

L'indice des céréales a atteint un creux de cinq ans en août (-14% depuis février), grâce à des récoltes favorables, malgré des aléas climatiques localisés qui ont ponctuellement soutenu les prix. Le sucre a également touché en novembre son plus bas depuis fin 2020, suite à une amélioration des perspectives de l'offre. Pour les huiles végétales, les prix restent soutenus par la demande bioénergétique et industrielle.

Les prix alimentaires devraient rester globalement modérés d'ici 2026, grâce à des disponibilités abondantes et à des récoltes prometteuses en blé, maïs, riz et sucre. Les projections de la Banque mondiale indiquent une poursuite de la modération des prix des denrées (-0,3% après -6% en 2025), avec un recul du sucre (-3% après -16%) et des huiles végétales (-0,4% après -2%), ainsi qu'une quasi-stabilité des céréales (+0,1% après -11%). Au sein de ces dernières, le blé rebondirait (+4% après -7%), tandis que le maïs (-1,5% après +7%) et le riz (-1% après -30%) se replieraient légèrement. Toutefois, ces perspectives restent entourées de risques équilibrés, liés aux aléas climatiques, aux tensions commerciales et à l'évolution des coûts des intrants (énergie, engrains).



Sur la période janvier-novembre 2025, le prix moyen du blé tendre (SRW) affiche 219 dollars la tonne (\$/t), en baisse de 5% en glissement annuel. Les prix demeurent volatils. Ils ont chuté de 18% entre leur pic de février et leur creux de six ans en août (200 \$/t), avant de rebondir de 12% pour atteindre 225 \$/t en novembre, leur plus haut depuis mars. Cette remontée est soutenue par une demande immédiate forte, une disponibilité limitée, sur fond d'apaisement des tensions commerciales sino-américaines.

Les aléas climatiques, les tensions commerciales et les conflits géopolitiques (notamment en mer Noire) continuent d'entretenir une volatilité ponctuelle des cours.

Toutefois, la remontée des prix est freinée par des fondamentaux favorables (offre abondante, bonnes perspectives de récolte dans l'hémisphère Sud, emblavements d'hiver soutenus au Nord). Selon les prévisions de la FAO, la production mondiale de blé pour la campagne 2025/2026 atteindrait un nouveau record de 827 Mt (+3,6%, après +0,9% en 2024/2025), portée par des récoltes plus abondantes dans l'Union européenne et, dans une moindre mesure, en Russie, en Argentine, au Canada, en Inde et en Australie.

Le cours moyen du maïs a enregistré 203 \$/t sur les onze premiers mois de 2025, en hausse de 7% en glissement annuel. Après un pic à 221 \$/t en février, les prix ont reculé de 16% à 185 \$/t en août, avant de rebondir de 9% pour s'établir à 202 \$/t en novembre. Ils ont atteint 208 \$/t début décembre, leur plus haut depuis mai, marquant une hausse de 3% sur un mois et de 14% depuis leur creux en août. Ce rebond s'explique par des perspectives d'offre américaine moins forte qu'attendu, des rachats de positions vendeuses et une forte demande physique (exportations élevées, retards logistiques en mer Noire, demande d'éthanol stable), qui a resserré le marché à court terme.

Malgré ce redressement, les perspectives des prix restent modérées pour 2026 (-1,5% selon la Banque mondiale, après +7% en 2025). Cette modération s'explique par une offre mondiale prometteuse, portée par des récoltes record attendues aux États-Unis et par une concurrence accrue des exportations sud-américaines (Brésil, Argentine). Du côté de la demande, l'incertitude demeure : la réorientation des achats chinois vers le Brésil et l'Argentine, ainsi que le renforcement des politiques d'autosuffisance, réduit les débouchés à l'export.

L'abondance de l'offre de maïs est confirmée par les prévisions. La FAO table sur une production mondiale record de 1 302 Mt pour 2025/2026, en hausse de 6,9% après +0,1% en 2024/2025. L'USDA s'attend également à une récolte record aux États-Unis de 426 Mt (+13% après -3%), ce qui devrait porter les stocks de fin de campagne à 52 Mt, leur plus haut niveau depuis 2018/2019. Les récoltes s'annoncent également favorables en Ukraine, en Argentine, au Brésil et au Mexique.

Durant la période janvier-novembre 2025, le prix moyen du soja américain s'est établis à 412 \$/t, en repli de 12% en glissement annuel, sous l'effet d'une offre structurellement abondante, de stocks élevés et d'une concurrence agressive des exportations brésiliennes. En novembre, les cours se sont établis à 446 \$/t, leur plus haut niveau depuis l'été 2024, marquant un rebond de 10% depuis leur creux d'octobre. Ce regain s'explique par l'optimisme entourant une reprise anticipée des achats chinois<sup>25</sup> et par les prévisions de l'USDA signalant un resserrement de l'offre américaine.

Cependant, à l'échelle mondiale, les fondamentaux de l'offre restent solides. La FAO prévoit une production mondiale record de 430 Mt pour 2025/2026 (+0,1% après +8,4% en 2024/2025). Cette croissance est tirée par le Brésil et le Paraguay, compensant le repli attendu des récoltes aux États-Unis et en Argentine.

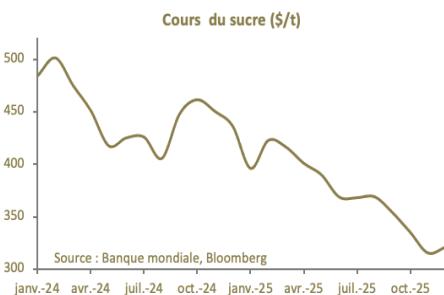
Du côté de la demande, les importations asiatiques restent solides. Toutefois, bien que la Chine continue de privilégier le soja brésilien pour sa compétitivité, le récent accord commercial sino-américain pourrait favoriser un retour progressif du soja américain dans ses achats<sup>26</sup>.

En somme, le marché du soja reste tiré entre une offre mondiale abondante et une demande asiatique robuste, sa volatilité étant accentuée par les aléas climatiques, géopolitiques et l'influence des cours pétroliers sur la demande de biodiesel.

Les prix du sucre brut (ISA) ont enregistré 376 \$/t en moyenne sur les onze premiers mois de 2025, marquant un repli de 16% en glissement annuel.

Ils ont reculé à 315 \$/t en novembre, leur plus bas niveau depuis 2020, enregistrant une chute de 6% sur un mois et de 30 % en un an.

Ce repli s'explique par l'amélioration continue de l'offre mondiale, notamment au Brésil et en Inde, face à une demande modérée, surtout en Asie.



Selon l'Organisation internationale du sucre (ISO), le marché mondial devrait basculer d'un déficit de 2,9 millions de tonnes (Mt) en 2024/25 vers un excédent de 1,6 Mt en 2025/26, exerçant une pression baissière sur les cours<sup>27</sup>. Cette inversion de tendance résulte d'une hausse notable de la production mondiale (+3,2% à 181,8 Mt)<sup>28</sup>, tandis que la demande ne progresse que légèrement (+0,6% à 180,1 Mt)<sup>29</sup>. Les perspectives de production se sont améliorées dans des pays clés comme le Brésil, l'Inde, la Thaïlande, le Pakistan.

<sup>25</sup> Un accord de désescalade annoncé fin octobre/début novembre entre Washington et Pékin prévoit une reprise des achats chinois de soja américain : environ 12 Mt sur la campagne en cours jusqu'à janvier 2026, puis au moins 25 Mt par an sur la période 2026–2028. Cet engagement vise à relancer un flux quasi à l'arrêt depuis plusieurs mois et à limiter l'escalade tarifaire, même si l'ampleur et le calendrier des achats dépendront des tarifs appliqués et de la mise en œuvre effective de l'accord.

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

<sup>27</sup> Selon l'ISO, le ratio stocks/consommation est anticipé à 52,7% pour la fin de la campagne 2025/26. Bien qu'en légère amélioration, ce niveau reste historiquement bas et contribue à des perspectives de prix décrites comme « neutres ».

<sup>28</sup> Selon l'USDA, la production mondiale de sucre en 2025/26 devrait augmenter de 4,6% (soit +8,3 Mt à 189,3 Mt), portée par l'Inde et le Brésil grâce à une météo favorable, compensant le recul dans l'UE (-5% à 15,5 Mt).

<sup>29</sup> La reprise de la demande mondiale est freinée par l'inflation alimentaire, l'évolution des habitudes de consommation et l'essor des traitements amaigrissants comme les agonistes GLP-1 dans certains marchés.

Au Brésil, les dernières estimations situent la production 2025/26 autour de 44,4–45 Mt (environ +2% sur un an), soutenue par de meilleurs rendements et un arbitrage plus favorable au sucre qu'à l'éthanol (mix davantage orienté sucre)<sup>30</sup>.

En Inde, l'USDA anticipe un net rebond de la production (+26% à 35,3 Mt) grâce à une mousson plus favorable et à des surfaces/rendements en hausse, mais la reprise des exportations resterait encadrée (quota gouvernemental 1,5 Mt pour 2025/26)<sup>31</sup>.

La Thaïlande table aussi sur une hausse de la production sucrière, autour de 10,3–10,5 Mt (soit environ +5%, après +14% en 2024/25), portée par de bonnes conditions climatiques et des surfaces accrues<sup>32</sup>.

Dans ce contexte d'offre plus abondante face à une demande qui progresse mais reste modérée, les prix du sucre devraient conserver un biais baissier. Le marché demeure toutefois exposé à des rebonds ponctuels liés aux aléas climatiques et aux variations du pétrole, qui influencent l'arbitrage sucre/éthanol au Brésil, ainsi qu'aux décisions de politique commerciale (quotas d'exportation).

<sup>30</sup> Selon l'USDA, les exportations de sucre du Brésil devrait atteindre 35,7 Mt en 2025/26 (soit +2,3 Mt,), consolidant sa place de premier producteur et exportateur mondial.

<sup>36</sup> En Inde, malgré un rebond de production, le gouvernement a autorisé une enveloppe d'exportation de 1,5 Mt en 2025/26 (contre 1 Mt en 2024/25). Toutefois, l'exécution pourrait rester limitée si les prix domestiques demeurent supérieurs aux prix mondiaux.

<sup>37</sup> La Thaïlande reste le 2e exportateur mondial de sucre, derrière le Brésil et devant l'Inde, avec des exportations attendues autour de 7,0 Mt en 2025/26 (après environ 10 Mt en 2024/25).





# **ENVIRONNEMENT NATIONAL**

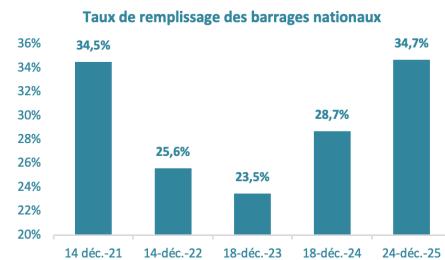
# 1. TENDANCES SECTORIELLES

## Activités primaires

### Conditions climatiques favorables à la campagne agricole 2025-2026



Les précipitations enregistrées au Maroc ces derniers mois et qui se sont intensifiées durant le mois en cours annoncent une campagne agricole 2025-2026 plus favorable que la précédente.

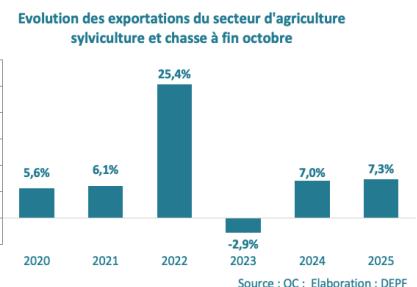


Les pluies abondantes et quasi-généralisées enregistrées récemment dans l'ensemble des régions du Royaume devraient renforcer les réserves hydriques des barrages nationaux ainsi que celles des nappes phréatiques. À cet égard, le volume des retenues dans les barrages nationaux a atteint 5,8 milliards de m<sup>3</sup> au 24 décembre 2025, correspondant à un taux de remplissage de 34,7%, en amélioration de 6,1 points par rapport à la même date de l'année précédente.

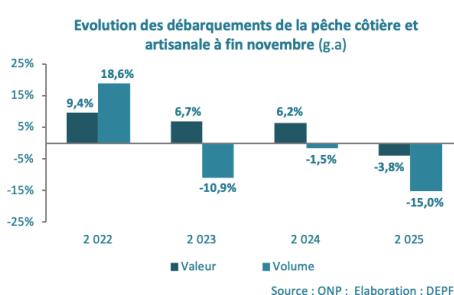
Par ailleurs, d'importantes chutes de neige ont été observées dans plusieurs régions du Maroc permettant, à cette même date, de couvrir une superficie de 54.084 km<sup>2</sup>.



Concernant les exportations du secteur de l'agriculture, sylviculture et chasse, leur chiffre d'affaires a dépassé les 33,5 milliards de dirhams au terme des dix premiers mois de 2025, enregistrant une dynamique de +7,3%, soit un taux de croissance quasi identique à celui enregistré l'année précédente (+7%).



### Retrait de l'activité de la pêche côtière et artisanale à fin novembre 2025



Le volume des débarquements de la pêche côtière et artisanale s'est contracté de 15% à fin novembre 2025, après une baisse de 1,5% un an auparavant. Ce repli s'explique, essentiellement, par le recul des captures de poissons pélagiques de 18,5% et, dans une moindre mesure, de celles des céphalopodes de 17%. En revanche, le volume des captures de poissons blancs et d'algues a évolué favorablement avec des augmentations respectives de 8% et 24%.

Quant à la valeur marchande de ces débarquements, elle a diminué de 3,8% à fin novembre 2025, après une amélioration de 6,2% un an plus tôt. Cette évolution fait suite au recul de la valeur des captures de poissons pélagiques de 8,8% et de céphalopodes de 5,2%, modéré toutefois par le renforcement de la valeur des captures de poissons blancs (+7,6%), d'algues (+26,3%) et de coquillages.

## Activités secondaires

### Dynamique globalement favorable de l'activité du secteur manufacturier

**+2,2%**  
(T3-2025)



Indice de production industrielle

L'indice de la production du secteur manufacturier s'est accru de 2,2% au cours du troisième trimestre 2025. Cette évolution s'explique essentiellement par l'effet de base par rapport à la hausse exceptionnelle enregistrée au troisième trimestre 2024 (+9,2%). En effet, comparé au même trimestre de 2023, cet indice s'est raffermi de 11,6%.

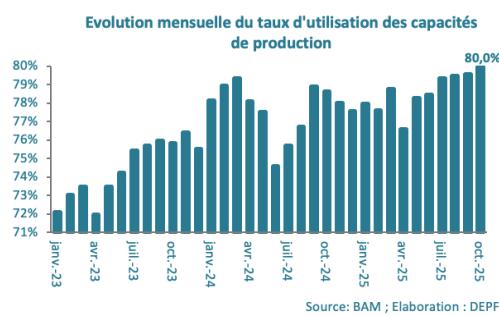
Cette progression entre T3-2024 et T3-2025 est notamment tirée par le renforcement des indices de production des « industries alimentaires » (+11,3%), de la « fabrication d'autres produits minéraux non métalliques » (+12,2%), de l'« industrie chimique » (+4,3%), de l'« industrie automobile » (+7,4%), de la « fabrication de produits en caoutchouc et en plastique » (+16,2%) et de la « fabrication d'autres matériaux de transport » (+19,9%).

Au terme des neuf premiers mois de 2025, l'indice de production du secteur manufacturier s'est accru, en moyenne, de 4,1% après une augmentation de 5,7% un an plus tôt.

**80% (+1,4 point)**  
(en octobre)



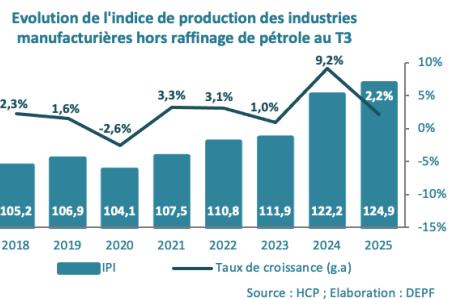
TUC



Au premier mois du quatrième trimestre 2025, d'après les derniers résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib, le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) du secteur manufacturier a atteint un niveau record de 80%, enregistrant un raffermissement de 1,4 point. Cette performance revient au renforcement du TUC de l'industrie « agroalimentaire » (+4 points), des industries de « textile et cuir » (+3 points) et de la « chimie et parachimie » (+1 point).

Avec cette évolution, le TUC aurait augmenté de 0,9 point, atteignant 78,6% au terme des dix premiers mois de 2025.

S'agissant des échanges extérieurs du secteur manufacturier, la valeur des exportations des dérivés de phosphates s'est inscrite en hausse de 15% à fin octobre 2025, avoisinant les 72,4 milliards de dirhams. De leur côté, les expéditions de l'aéronautique se sont consolidées, en valeur, de 8,3%, celles de la métallurgie et travail des métaux de 21,2% et celles de l'industrie plastique et du caoutchouc de 48%.

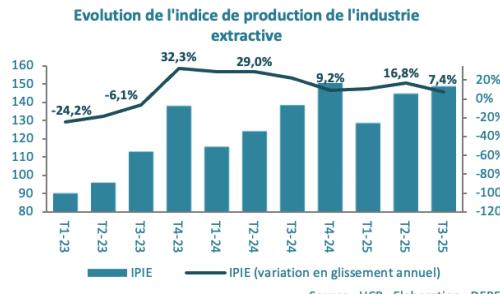


## Bonne tenue de l'activité du secteur minier à fin octobre

**+7,4%**  
(T3-2025)



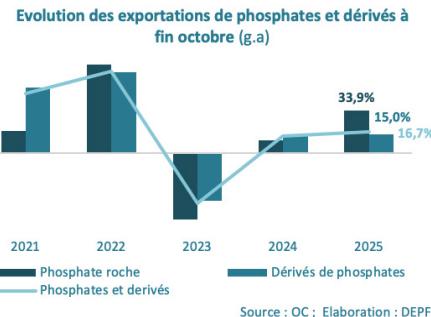
Indice de production minière



L'indice de production du secteur extractif a augmenté de 7,4% au troisième trimestre 2025, après une hausse de 22,4% un an auparavant. Faisant suite aux performances de +16,8% au deuxième trimestre et de +10,8% au premier trimestre 2025, la croissance de cet indice s'est établie, en moyenne, à +11,7% au terme des neuf premiers mois de 2025, après un raffermissement de 26,6% un an plus tôt.

Concernant la production de phosphate roche, composante importante de l'activité extractive, elle a augmenté de 13,2% au terme des huit premiers mois de 2025, après une évolution exceptionnelle une année plus tôt (+32,7%), tout comme la production de ses dérivés qui s'est accrue de 5,9%, après +28,3% à fin août 2024.

S'agissant de la demande extérieure adressée au secteur, le chiffre d'affaires à l'export des phosphates et dérivés a dépassé les 80,6 milliards de dirhams à fin octobre 2025, en consolidation de 16,7%, au lieu d'une hausse de 13,7% il y a une année, reflétant une dynamique des ventes à l'étranger des dérivés de phosphates de +15% (après +14,1% à fin octobre 2024) et de celles du phosphate brut de +33,9% (après +10,2% un an plus tôt).



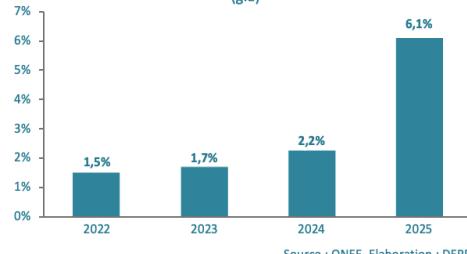
## Energie électrique : poursuite de l'élan à fin octobre 2025

**+6,1%**  
(fin octobre)



Energie électrique (production)

Evolution de la production de l'énergie électrique à fin octobre (g.a)



La production de l'énergie électrique au niveau national a augmenté de 6,1% au terme des dix premiers mois de 2025, après une hausse de 2,2% un an auparavant. Cette progression a été portée, notamment, par le raffermissement de la production privée d'électricité (+7,7%) et de celle de l'ONEE (+7,2%), conjugué à l'accroissement de l'apport des tiers nationaux de 45,1%.

S'agissant de l'énergie appelée nette, elle s'est accrue de 7,5% à fin octobre 2025, pour atteindre un niveau record sur les douze dernières années, après une hausse de 3,6% un an plus tôt. Dans ces conditions, le volume importé d'énergie électrique a augmenté de 26,2% au terme des dix premiers mois de 2025, après une augmentation de 32,2% un an plus tôt. De son côté, le volume exporté s'est replié de 30,9%, après un recul de 32,8% un an passé.

**+10,6%**  
(fin novembre)



Ventes de ciment

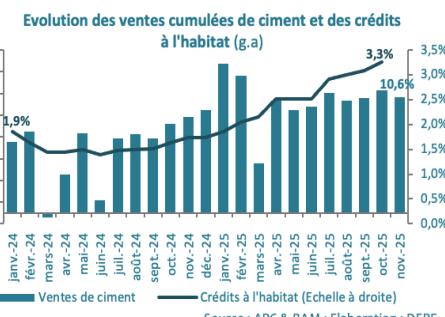
**+3,2%**  
(fin octobre)



Crédits à l'immobilier

## Bon comportement des baromètres du BTP à fin novembre 2025

Les ventes de ciment, principal baromètre de l'activité de construction, poursuivent leur dynamisme avec une performance de +10,6% à fin novembre 2025, après une augmentation de 8,9% un an plus tôt. Cet accroissement est à lier au renforcement des ventes des segments du béton prêt à l'emploi (+26,6%), de la distribution (+4,1%), du préfabriqué (+16,6%), de l'infrastructure (+10,1%) et du bâtiment (+2%).



S'agissant du financement des opérations immobilières, les crédits à l'immobilier se sont améliorés de 3,2% au terme des dix premiers de 2025, après une hausse de 2,1% un an plus tôt, dépassant ainsi les 319,5 milliards de dirhams. Pour ce qui est de l'encours des crédits à l'habitat, il s'est consolidé de 3,3% à fin octobre 2025, contre +1,6% un an auparavant. Il en est de même pour l'encours des crédits à la promotion immobilière qui s'est accru de 4,5% au titre de la même période.

## Activités tertiaires

### Tourisme : cap des 18 millions d'arrivées franchi à fin novembre 2025

**18 Millions**

(+14% à fin novembre)



Arrivées



**+9%**



Nuitées

**+16,7%**  
(fin octobre)



Recettes voyages

Au terme des onze premiers mois de 2025, le flux des arrivées à la destination « Maroc » a atteint un niveau record, franchissant le cap des 18 millions d'arrivées. Avec cette performance, le nombre des arrivées à la destination « Maroc » s'est accru de +14%, après un raffermissement de 19,8% un an passé.

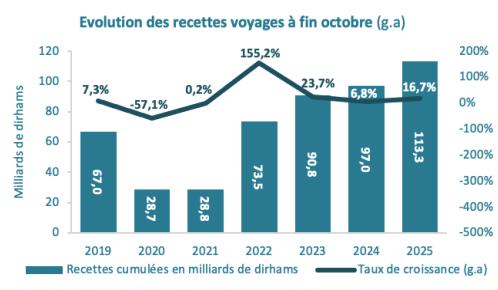
D'après le baromètre du tourisme mondial, le nombre de touristes internationaux s'est accru à l'échelle mondiale de 5% à fin septembre 2025, le Maroc figurant parmi les pays ayant connu les plus forts taux de croissance durant cette période (+14,1%).

Par région, au cours des neuf premiers mois de 2025, l'afflux de touristes internationaux a augmenté de 10% en Afrique, de 4% en Europe, de 2% aux Amériques et au Moyen Orient. En Asie-Pacifique, ces arrivées se sont renforcées de 8%, recouvrant 90% des chiffres réalisés à la même période d'avant la pandémie.

Quant aux nuitées réalisées dans les établissements d'hébergements classés au niveau national, leur nombre a dépassé les 36,2 millions de nuitées à fin octobre 2025, en consolidation de 9%. Dans ce cadre, les nuitées des non-résidents se sont accrues de 11% et celles des résidents de 3%.

La ville de Marrakech a abrité 31% de la totalité de ces nuitées, enregistrant plus de 11,2 millions de nuitées, soit une amélioration de 3% par rapport à fin octobre 2024. La majorité des autres destinations principales du Maroc ont connu des croissances à deux chiffres, notamment, Agadir (+11%) avec près de 6,9 millions de nuitées, Casablanca (+16%), Tanger (+15%), Fès (+12%) et Rabat (+14%). De même, le nombre des nuitées s'est accru de 7% au niveau d'Essaouira et de 6% dans la région d'Al Haouz.

Concernant les recettes voyages, celles-ci ont atteint un nouveau record au terme des dix premiers mois de 2025, avec un montant de 113,3 milliards de dirhams, soit une performance de +16,7%, au lieu d'un accroissement de 6,8% un an auparavant.



## Orientation favorable de l'activité de transport à fin octobre 2025

**+11%**

(fin octobre)



Passagers aériens

**+6%**

(fin octobre)



Trafic portuaire ANP

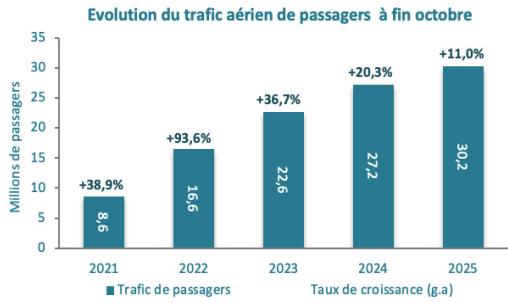
**+2%**

(fin septembre)



Passagers ferroviaires

Le transport aérien a clôturé les dix premiers mois de l'année 2025 sur une bonne dynamique avec l'accueil au sein des aéroports nationaux de plus de 30,2 millions de voyageurs, en hausse de 11%, après une consolidation de 20,3% un an auparavant. Cette évolution est tirée par le raffermissement du trafic international de passagers de 10,6%, conjugué à celui du trafic national (+13,9%).



Cette progression s'explique, d'autre part, par la croissance soutenue du trafic de passagers enregistrée avec l'Europe (+9,9%), le Moyen et l'Extrême Orient (+16%), l'Amérique du Nord et du Sud cumulées (+22,1%), l'Afrique (+9,8%) et les Pays du Maghreb (+10,2%).

S'agissant du trafic aérien de fret, il s'est accru de 6,2% à fin octobre 2025.

Du côté de l'activité portuaire, le volume global des trafics de commerce manutentionnés au sein des ports nationaux a augmenté de 11,2% à fin septembre 2025, après un renforcement de 14% un an auparavant, pour atteindre les 196,8 millions de tonnes. Près de 60% de ce volume a été traité au niveau du hub portuaire Tanger Med, soit 118 millions de tonnes, en consolidation de 14,9%.

Par type de flux, au niveau national, ce dynamisme revient au renforcement du trafic de transbordement de 15,7%, des importations de 4,8%, des exportations de 7,6% et du cabotage de 30%.

S'agissant du trafic de passagers, plus de 4,7 millions de passagers ont transité par les ports nationaux à fin septembre 2025, soit une augmentation de 3,7%. Concernant l'activité de croisière, son flux s'est renforcé de 68,2%, avec un nombre de 213.101 croisiéristes.

Au terme des dix premiers mois de 2025, un trafic de près de 87 millions de tonnes a été manutentionné au sein des ports gérés par l'ANP, en accroissement de 6%, résultat de l'augmentation du trafic des importations de 4,6%, de celui des exportations de 4,2% et de celui de cabotage de 55,7%.

Quant à l'activité ferroviaire, le trafic voyageurs a atteint 42 millions à fin septembre 2025, en amélioration de 2%. Pour ce qui est du trafic de fret, son volume s'est élevé à 17 millions de tonnes au troisième trimestre 2025, en raffermissement de 14%.

**+1,5% et +3,1%**  
(fin septembre)

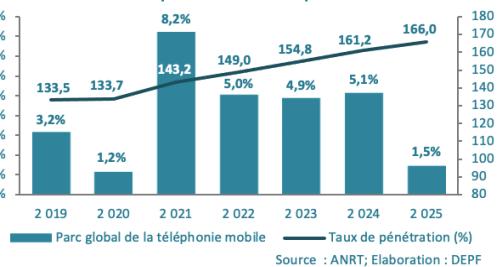


Parcs mobile et internet

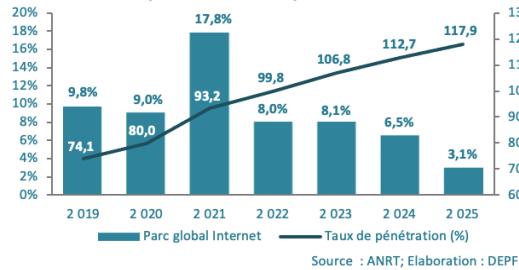
## Télécommunications : nouveaux records des taux de pénétration de la téléphonie mobile et de l'Internet

Le parc de la téléphonie mobile s'est accru de 1,5% au terme des neufs premiers mois de 2025, après une hausse de 5,1% un an auparavant. Bien qu'en décélération de croissance, le volume du parc de la téléphonie mobile a dépassé les 66,1 millions d'abonnés à fin septembre 2025, pour atteindre pour la première fois un taux de pénétration de 166%, après 161,2% un an plus tôt et 133,5% à fin septembre 2019.

Evolution du parc de la téléphonie mobile (g.a) et du taux de pénétration à fin septembre



Evolution du parc Internet (g.a) et du taux de pénétration à fin septembre



De son côté, le parc Internet s'est consolidé de 3,1% à fin septembre 2025, après un affermissement de 6,5% un an passé, portant son parc d'abonnés à 43,3 millions d'abonnés, au lieu de 42,1 millions d'abonnés il y a une année. Quant au taux de pénétration de ce segment, il a atteint un niveau record au terme des neuf premiers mois de 2025, soit 117,9%, au lieu de 112,7% à fin septembre 2024 et 74,1% à fin septembre 2019.

## 2. DEMANDE INTERIEURE

**+1,5%**  
(fin octobre)



Transferts MRE

**+4,5%**  
(fin octobre)



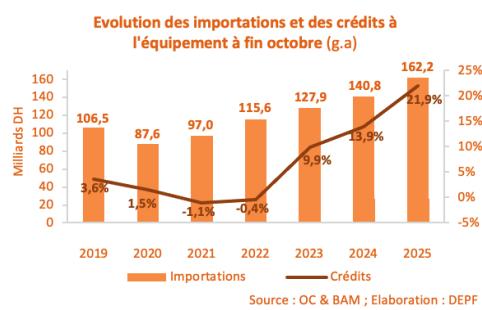
Crédits consommation

**-0,3%**  
(en novembre)



Inflation

La consommation des ménages reste dynamique, portée par les mesures en faveur du pouvoir d'achat et ce, dans un contexte d'inflation négative (-0,3% en novembre 2025). Elle bénéficie également de la hausse des transferts des MRE (+1,5% à 102,9 milliards de dirhams à fin octobre) et de la création de 220.000 emplois rémunérés au troisième trimestre 2025. Elle est, en outre, soutenue par la progression des crédits à la consommation (+4,5% à fin octobre 2025).



En parallèle, l'effort d'investissement se renforce, soutenu à fin octobre 2025 par la forte progression des recettes des IDE (+28,2%), ainsi que par la hausse des importations de biens d'équipement (+15,2%) et des crédits à l'équipement (+21,9%). Cette dynamique devrait se consolider davantage grâce à l'augmentation des dépenses d'équipement du Budget Général de l'État (+16,9% pour atteindre 100,4 milliards de dirhams à fin novembre) et à la poursuite des grands chantiers structurants.

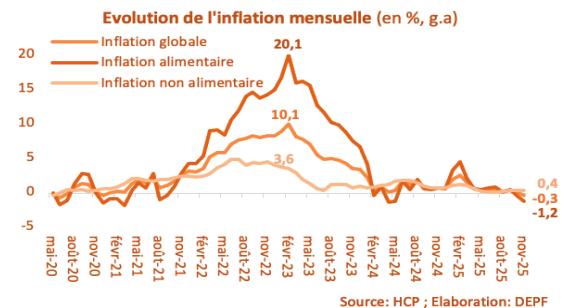
### Inflation négative en novembre 2025

Au cours du mois de novembre 2025, l'indice des prix à la consommation (IPC) a diminué de 0,6% par rapport au mois précédent, suite à la baisse de 1,3% de l'indice des produits alimentaires et de la stagnation de l'indice des produits non alimentaires.

Comparée à novembre 2024, l'IPC s'est replié de 0,3% en novembre 2025, contre une hausse de 0,8% un an auparavant. Cette contraction résulte de la baisse de l'indice des prix des produits alimentaires de 1,2% (contre une hausse de 0,8% en novembre 2024), conjuguée à la décélération des prix des produits non alimentaires à +0,4% (contre +0,7%).

À fin novembre 2025, le taux d'inflation a ralenti à +0,8%, après +1,0% un an plus tôt, reflétant un accroissement de l'indice des prix des produits alimentaires de 1,2% (après +0,7% à fin novembre 2024) et une décélération des prix des produits non alimentaires à +0,5% (après +1,3% une année auparavant).

En ce qui concerne l'inflation sous-jacente, qui exclut les produits à prix volatiles et ceux à tarifs publics, elle aurait reculé de 0,9% en novembre 2025, après une hausse de 2,6% en novembre 2024.



## Repli du chômage et création de 220.000 emplois rémunérés au T3-2025

**+220.000** postes  
(T3-2025)



Emploi rémunéré

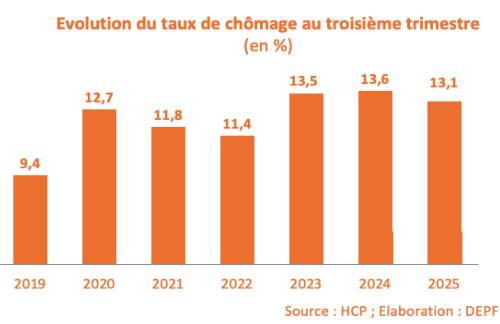
**13,1%** (-0,5 point)  
(T3-2025)



Taux de chômage

Au troisième trimestre 2025, le marché de l'emploi a créé 167.000 postes, dont 164.000 en milieu urbain et 3.000 en milieu rural. Par type d'emploi, le volume de l'emploi rémunéré a augmenté de 220.000 postes (+168.000 en zones urbaines et +52.000 en zones rurale), tandis que l'emploi non rémunéré a perdu 54.000 postes (-50.000 en milieu rural et -4.000 en milieu urbain).

Par secteur d'activité, le secteur des services a généré 94.000 postes d'emploi, celui du BTP, 90.000 postes, et l'industrie a créé 29.000 postes. En revanche, le secteur de l'agriculture, forêt et pêche a enregistré une perte de 47.000 postes.



Par ailleurs, le taux de chômage a atteint 13,1% au troisième trimestre 2025, reculant de 0,5 point sur un an. Ce taux s'est établi à 16,3% dans les villes (-0,7 point) et à 6,9% en zones rurales (-0,5 point). Cette baisse du chômage concerne principalement les hommes (-1 point, à 10,6%), les jeunes de 15 à 24 ans (-1,1 point, à 38,4%) et les diplômés (-0,8 point, à 19%), tandis que le taux de chômage des femmes a augmenté de 0,8 point, atteignant 21,6%.

### 3. ECHANGES EXTÉRIEURS

**56,5%**  
(fin octobre)



Taux de couverture

**+2,6%**  
(fin octobre)



Exports

**+16,7%**  
(fin octobre)



Phosphates et dérivés

**+8,3%**  
(fin octobre)



Aéronautique

À fin octobre 2025, le déficit commercial a atteint 297 milliards de dirhams, en hausse de 19,6% par rapport à l'année précédente. Cette augmentation résulte d'une progression des importations (+9,4%) dépassant celle des exportations (+2,6%), entraînant un repli du taux de couverture de 3,7 points, soit 56,5%.



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



À fin octobre 2025, les exportations de biens ont augmenté de 2,6% pour s'établir à 385,2 milliards de dirhams. Cette évolution est essentiellement portée par les phosphates et dérivés, l'agriculture et agro-alimentaire et l'aéronautique.

Les ventes de phosphates et dérivés ont fortement soutenu la croissance des exportations à fin octobre 2025, affichant une hausse de 16,7% et atteignant 80,6 milliards de dirhams. Cette progression résulte principalement de l'augmentation des exportations d'engrais naturels et chimiques (+15,5%), de phosphates (+33,9%) et d'acide phosphorique (+12,8%). La part du secteur dans les exportations totales s'est ainsi accrue, passant de 18,4% à 20,9% en un an.

Suivant la même tendance, le secteur agriculture et agro-alimentaire a enregistré une hausse de 1,1% de ses exportations à fin octobre 2025, atteignant 71,3 milliards de dirhams. Cette évolution est principalement soutenue par le segment agriculture, sylviculture et chasse (+7,3%), atténuée toutefois par le repli de l'industrie alimentaire (-3,6%). La part du secteur dans les exportations globales a toutefois diminué de 0,3 point, passant de 18,8% à 18,5%.

De leur côté, les ventes du secteur aéronautique ont totalisé 23,7 milliards de dirhams, en hausse de 8,3%, grâce à l'augmentation des ventes du segment assemblage (+8,4%) et de l'EWIS (+8,4%). Sa part dans les exportations totales a atteint 6,1%, contre 5,9% un an auparavant.

S'agissant des exportations des autres industries, elles ont progressé de 12,9% s'établissant à 26,6 milliards de dirhams, tirées par les ventes de la métallurgie et travail des métaux (+21,2%) et, dans une moindre mesure, par celles de l'industrie du plastique et du caoutchouc (+48%).

Concernant les autres produits, les exportations du secteur automobile se sont repliées de 3,1% à fin octobre 2025, atteignant 127,2 milliards de dirhams. Cette baisse est principalement due à la diminution des ventes du segment de la construction (-15%), toutefois atténuée par la progression des exportations de câblage (+5,5%). Malgré ce recul, le secteur automobile demeure le premier poste d'exportation du Maroc, représentant 33% de la valeur totale des exportations. Par ailleurs, la valeur des exportations du secteur à fin octobre 2025 reste, en dépit du repli cumulé précédent, supérieure à celle de la période 2019-2023.

De même, le secteur textile et cuir a enregistré une baisse de ses exportations de 3,9% totalisant 37,7 milliards de dirhams, sous l'effet principalement du retrait des ventes de vêtements confectionnés (-3,1%) et d'articles de bonneterie (-6,9%). La part du secteur dans le total des exportations s'est contractée, passant de 10,5% à fin octobre 2024 à 9,8% à fin octobre 2025.

**+9,4%**

(fin octobre)



Imports

**+15,2%**

(fin octobre)

Produits finis  
d'équipement**+12,7%**

(fin octobre)

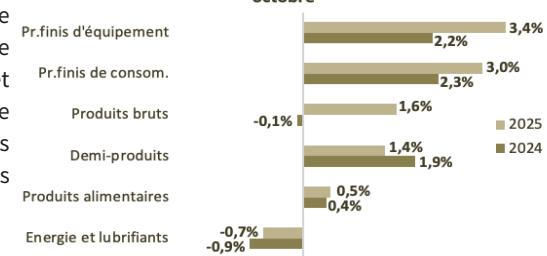
Produits finis  
de consommation

Par ailleurs, les exportations du secteur de l'électronique et de l'électricité ont diminué de 8,6%, revenant à 13,9 milliards de dirhams. Cette contraction revient pour l'essentiel au recul des exportations de composants électroniques (-40,4%), compensé en partie par la progression des ventes de fils et câbles (+20,1%).

### Hausse globale des importations, à l'exception des produits énergétiques

À fin octobre 2025, les importations de biens se sont élevées à 682,2 milliards de dirhams, en hausse de 9,4%, sous l'effet conjugué de la croissance des achats de produits finis d'équipement, de produits finis de consommation, de demi-produits, des produits bruts et des produits alimentaires.

Contributions à l'évolution des importations à fin octobre



Source : OC ; Elaboration : DEPF

Avec une part de 23,8% dans la valeur totale des importations, les produits finis d'équipement représentent le premier poste d'importations, affichant une progression de 15,2% à 162,2 milliards de dirhams. Cette évolution trouve son origine, plus particulièrement, dans l'appréciation des achats d'avions et autres véhicules aériens ou spatiaux (+601%), de parties d'avions et d'autres véhicules aériens (+27,8%) et de voitures utilitaires (+52,9%).

Parallèlement, les importations des produits finis de consommation se sont raffermies de 12,7% à 168,6 milliards de dirhams, suite notamment à la hausse des achats de voitures de tourisme (+37,2%), de médicaments et autres produits pharmaceutiques (+21%) et des sièges, meubles, matelas et articles d'éclairage (+18,3%).

Par ailleurs, les achats de demi-produits ont affiché un accroissement de 6,4%. L'évolution de la valeur de ces importations, qui a atteint 143,5 milliards de dirhams, est liée à la hausse significative des achats de produits chimiques (+13,4%), de matières plastiques et ouvrages divers en plastique (+6,6%) et de fils, barres et profilés en cuivre (+12,8%).

Les importations de produits alimentaires, à l'exception des achats de blé qui ont poursuivi leur baisse (-3,2%), ont aussi concouru à la hausse des importations globales, avec une augmentation de 3,8%, atteignant 78,3 milliards de dirhams. Cette augmentation est portée notamment par la forte progression des achats d'animaux vivants (+42,1%) et la hausse des achats de maïs (+12,5%) et de café (+18,9%).

À leur tour, les produits bruts importés ont atteint 36,8 milliards de dirhams, en hausse de 36,9%, tirés par la croissance des achats de soufres bruts et non raffinés (+79,5%), d'huile de soja brute ou raffinée (+26,6%) et de ferraille, déchets et autres minerais (+25,7%). Leur part dans la valeur totale des importations s'est établie à 5,4%, contre 4,3% l'année précédente.

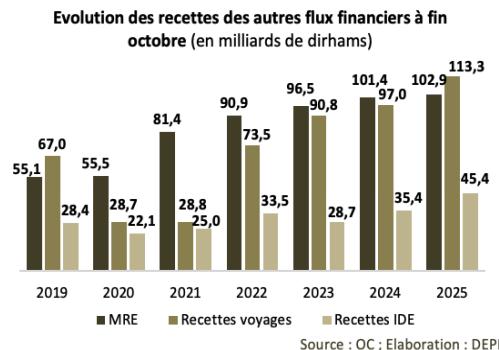
Concernant la facture énergétique, elle s'est allégée de 4,4% à fin octobre 2025, s'élevant à 91 milliards de dirhams et représentant 13,3% de la valeur totale des importations. Cette évolution s'explique essentiellement par la contraction de la valeur des approvisionnements en gas-oils et fuel-oils (-9,2%) suite à la baisse des prix (-16%) et ce, en dépit de la hausse des quantités importées (+8,1%). Cette contraction résulte aussi, bien que dans une moindre mesure, du repli des importations de gaz de pétrole et autres hydrocarbures (-4%).

**+28,2%**  
(fin octobre)



Recettes IDE

## Evolution positive des autres flux financiers



Les recettes voyages, principale composante des exportations de services, ont poursuivi leur trend haussier à fin octobre 2025. Elles se sont établies à 113,3 milliards de dirhams, portant leur croissance à 16,7% sur un an. Concernant les transferts des MRE, ils ont affiché une hausse de 1,5%, atteignant 102,9 milliards de dirhams, dépassant leurs niveaux enregistrés durant la même période entre 2019 et 2024.

Ces deux postes ont généré 216,2 milliards de dirhams, couvrant 72,8% du déficit commercial, contre 80% un an plus tôt.

Par ailleurs, le flux des investissements directs étrangers au Maroc (IDE) a enregistré une croissance soutenue (+39,4%), atteignant 27,1 milliards de dirhams. Cette dynamique résulte d'une progression plus importante des recettes (+28,2%) par rapport aux dépenses (+14,5%).

Quant aux flux des investissements directs marocains à l'étranger (IDME), il a reculé de 39% revenant à 4,4 milliards de dirham et ce, en raison de la baisse des investissements directs marocains à l'étranger (-26,9%, soit 16,2 milliards de dirhams) et des cessions de ces investissements (-21,2%, soit 11,9 milliards de dirhams).

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

L'exécution de la Loi de Finances à fin novembre 2025 a dégagé un déficit budgétaire de 71,6 milliards de dirhams, contre un déficit de 50,8 milliards l'année précédente. Cette évolution a résulté, principalement, d'un accroissement des dépenses globales (+17,3% ou +63,4 milliards de dirhams), plus important que celui des recettes ordinaires (+13,4% ou +42,6 milliards de dirhams).

### Evolution favorable des recettes fiscales

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



Recettes fiscales

**+28,9%**  
(fin novembre)



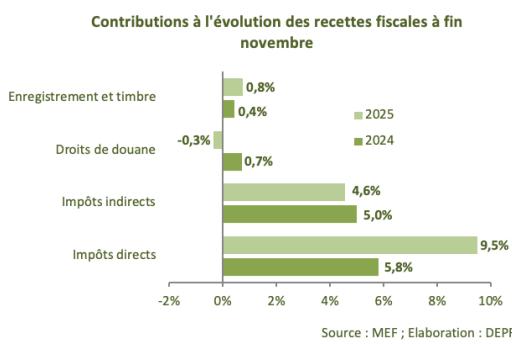
IS

**+14,6%**  
(fin novembre)



IR

A fin novembre 2025, les recettes ordinaires ont enregistré un taux de réalisation de 90,9% par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2025 et une hausse de 13,4% par rapport à leur niveau à fin novembre 2024 pour atteindre 359,3 milliards de dirhams. Cette augmentation a concerné aussi bien les recettes fiscales que les recettes non fiscales.



Les recettes fiscales se sont appréciées de 14,5% pour atteindre 301,9 milliards de dirhams à fin novembre 2025, se concrétisant à hauteur de 94,3% par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2025. Cette amélioration qui a concerné la majorité des principales rubriques, à l'exception des droits de douane, a été impulsée particulièrement par les recettes des impôts directs. Ces dernières se sont raffermies de 21,7% pour s'élever à 140,4 milliards de dirhams, enregistrant un taux de réalisation de 100,8%.

L'évolution des recettes des impôts directs incorpore, essentiellement, la hausse notable des recettes de l'IS de 28,9% pour atteindre 75,5 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 103,5%. L'augmentation des recettes de l'IS s'explique particulièrement par la hausse importante du complément de régularisation, ainsi que par l'amélioration des trois premiers acomptes. D'autre part, les recettes de l'IR se sont accrues de 14,6% pour s'établir à 60,5 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 99,3%. Cette performance est attribuable principalement à la régularisation fiscale volontaire qui a rapporté 3,8 milliards de dirhams en janvier 2025, ainsi qu'aux augmentations des recettes issues de l'action de l'administration fiscale et de l'IR retenu à la source sur les profits de cession de valeurs mobilières.

Concernant les recettes des impôts indirects, elles ont augmenté de 10,6% pour atteindre 125 milliards de dirhams, enregistrant un taux d'exécution de 90,7%. Par composante, les recettes de la TVA se sont accrues de 9,7% à 88,2 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 87,5%. L'évolution de ces recettes recouvre une hausse de celles de la TVA intérieure de 14,1% à 30,5 milliards de dirhams et de celles la TVA à l'importation de 7,5% à 57,7 milliards de dirhams. De leur côté, les recettes des TIC se sont accrues de 13% à 36,8 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 99,6%, suite essentiellement à la hausse des recettes des TIC sur les produits énergétiques de 17,2% à 19,2 milliards de dirhams et de celles des TIC sur les tabacs de 8% à 13,9 milliards de dirhams. L'évolution des TIC sur les produits énergétiques est attribuable notamment à la suppression, dans le cadre de la LF 2025, de l'exonération des TIC sur les houilles et le fioul lourd utilisés pour la production de l'énergie électrique, ainsi qu'à l'augmentation des quotités appliquées à ces produits, aux huiles lubrifiantes et aux bitumes.

Pour leur part, les recettes relatives aux droits d'enregistrement et de timbre ont progressé de 10,4% pour atteindre 21,1 milliards de dirhams, enregistrant un taux de réalisation de 97%, suite notamment à la hausse des droits d'enregistrement et des droits de timbre. En revanche, les recettes afférentes aux droits de douane se sont repliées de 5,5% pour se situer à 15,5 milliards de dirhams, enregistrant un taux d'exécution de 72,8%. Ce recul s'explique par la suppression, en 2025, du droit d'importation applicable notamment aux bovins et aux ovins.

Quant aux recettes non fiscales, elles ont augmenté de 9% pour s'établir à 53,2 milliards de dirhams à fin novembre 2025, se concrétisant à hauteur de 74,3%. Cette évolution s'explique par l'appréciation des recettes en provenance des établissements et entreprises publics de 30,8% pour s'élever à 18,9 milliards de dirhams et par la hausse des autres recettes non fiscales de 5% pour atteindre 34,2 milliards de dirhams, dont 19,6 milliards de dirhams au titre des mécanismes de financements innovants.

**+14,3%**  
(fin novembre)



Dépenses ordinaires

**-26,8%**  
(fin novembre)



Charges de la compensation

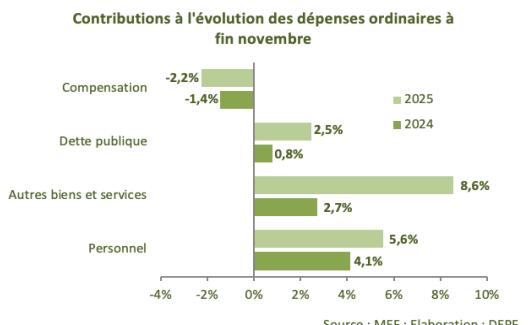
**71,6 Mds DH**  
(fin novembre)



Déficit budgétaire

## Accroissement des dépenses ordinaires, tiré surtout par les dépenses de biens et services

A fin novembre 2025, les dépenses ordinaires ont enregistré un taux de réalisation de 90,2% par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2025 et une hausse de 14,3% par rapport à leur niveau à fin novembre 2024 pour se situer à 319,3 milliards de dirhams. Cette augmentation a concerné les dépenses de biens et services et des intérêts de la dette, alors que les charges de la compensation se sont repliées.



Les dépenses de biens et services se sont accrues de 17,7% pour atteindre 262,6 milliards de dirhams, se concrétisant à hauteur de 89,3% par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2025. Cette évolution est imputable à la progression des dépenses de personnel de 10,4% pour se situer à 164,2 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 91,1%, et à la hausse des dépenses des autres biens et services de 32,1% pour atteindre 98,4 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 86,4%. Ces évolutions s'expliquent par les augmentations salariales décidées dans le cadre du dialogue social, ainsi que par les transferts en faveur du fonds d'appui à la protection sociale et à la cohésion sociale et la hausse des transferts aux établissements et entreprises publics, notamment en faveur des académies régionales d'éducation et de formation.

De leur côté, les charges en intérêts de la dette, exécutées à hauteur de 93%, ont augmenté de 21% pour atteindre 39,6 milliards de dirhams. Cette évolution recouvre une hausse des charges en intérêts de la dette intérieure de 34,1% à 31,1 milliards de dirhams et une baisse de celles de la dette extérieure de 10,7% à 8,6 milliards de dirhams.

En revanche, les charges de la compensation, qui ont enregistré un taux de réalisation de 99,4%, ont reculé de 26,8% pour se situer à 17 milliards de dirhams. Cette évolution s'explique, d'une part, par la diminution des dépenses liées au gaz butane, au sucre et à la farine nationale de blé tendre et, d'autre part, par la non reconduction de la subvention en faveur des professionnels du secteur du transport routier, dont le montant accordé à la même période de l'année précédente avait atteint 1,7 milliard de dirhams.

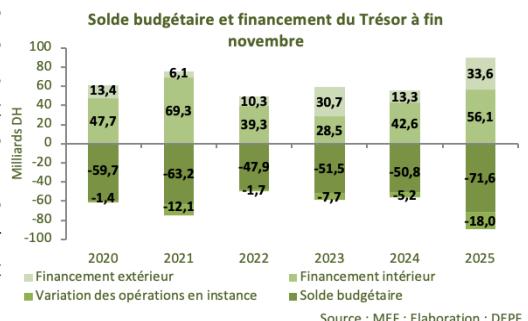
Globalement, l'évolution des recettes et des dépenses ordinaires à fin novembre 2025 a dégagé un solde ordinaire excédentaire de 40 milliards de dirhams après 37,5 milliards l'année précédente, soit une hausse de 6,7%.

Concernant les dépenses d'investissement, elles ont progressé de 16,9%, par rapport à fin novembre 2024, pour s'élever à 100,4 milliards de dirhams, enregistrant un taux de réalisation par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2025 de 95,1%.

## Hausse du déficit budgétaire

Tenant compte d'un déficit des comptes spéciaux du Trésor de 11,2 milliards de dirhams après -2,3 milliards un an auparavant, l'exécution de la Loi de Finances à fin novembre 2025 fait ressortir un déficit budgétaire de 71,6 milliards de dirhams, contre un déficit de 50,8 milliards l'année précédente.

Eu égard aux éléments précités et à la baisse des opérations en instance de 18 milliards de dirhams, la situation des charges et ressources du Trésor a dégagé un besoin de financement de 89,6 milliards de dirhams à fin novembre 2025 contre 55,9 milliards l'année précédente. Ce besoin a été couvert essentiellement par le recours aux financements intérieur et extérieur qui ont dégagé des flux nets positifs de 56,1 et 33,6 milliards de dirhams respectivement.



## 5. FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

### Amélioration de la croissance des crédits bancaires au secteur non financier et des avoirs officiels de réserve

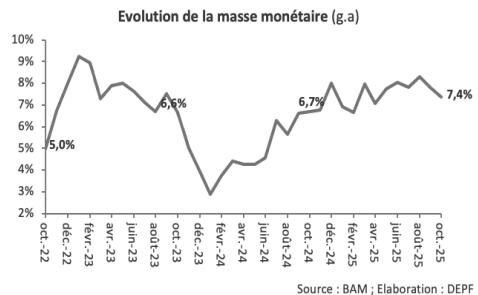
A fin octobre 2025, la masse monétaire (M3) a reculé, par rapport au mois précédent, de 0,7% pour se situer à 1.982 milliards de dirhams. Cette évolution incorpore essentiellement la baisse des créances nettes des institutions de dépôt sur l'administration centrale, la quasi-stagnation des crédits bancaires et la hausse des avoirs officiels de réserve (AOR).

**+7,4%**  
(fin octobre)



Masse monétaire

En glissement annuel, le taux d'accroissement de la masse monétaire a légèrement ralenti comparativement à celui du mois précédent, se situant à +7,4% après +7,8% à fin septembre 2025. Toutefois, il s'est accéléré comparativement à l'évolution de l'année dernière (+6,7% à fin octobre 2024). Cette accélération recouvre, particulièrement, l'amélioration du taux d'accroissement des crédits bancaires et des avoirs officiels de réserve (AOR), et le ralentissement de la croissance des créances nettes des institutions de dépôt sur l'administration centrale.

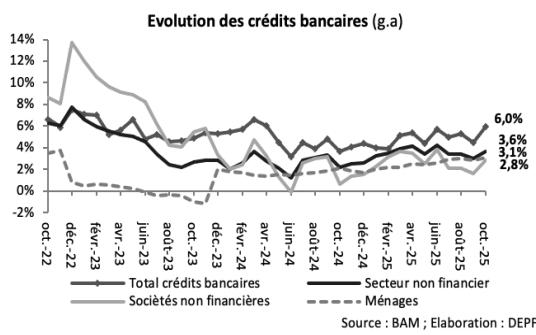


A fin octobre 2025, les crédits bancaires ont quasiment stagné, par rapport au mois précédent, pour se situer à 1.188,2 milliards de dirhams. Cette évolution incorpore l'effet conjoint de la hausse des crédits au secteur non financier de 0,5%, dont notamment les crédits aux sociétés non financières (+0,6%) et les crédits aux ménages (+0,4%), et la baisse des crédits au secteur financier de 2,3%. Par objet économique, cette évolution recouvre principalement la hausse des crédits de trésorerie de 2,3%, des crédits à l'équipement de 1,7%, des crédits à l'immobilier de 0,4% et des crédits à la consommation de 0,6%, et le repli des crédits à caractère financier de 6,8%.

**+6%**  
(fin octobre)



Crédits bancaires



En glissement annuel, le taux de progression des crédits bancaires s'est amélioré, se situant à +6% à fin octobre 2025, après +4,5% le mois précédent et +3,6% l'année dernière. Cette amélioration a concerné aussi bien les crédits au secteur financier (+18,7% après +11,7% à fin septembre 2025 et +12,1% à fin octobre 2024), que les crédits au secteur non financier (+3,6% après +3% à fin septembre 2025 et +2,2% à fin octobre 2024).

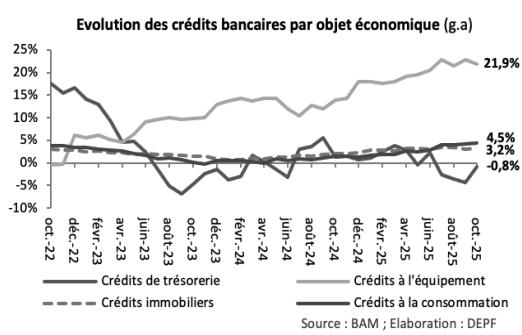
L'évolution des crédits au secteur non financier est en relation, particulièrement, avec l'amélioration du taux de progression des crédits aux sociétés non financières (+2,8% après +1,6% à fin septembre 2025 et +0,7% à fin octobre 2024) et des crédits aux ménages (+3,1% après +2,9% à fin septembre 2025 et +2,1% à fin octobre 2024).

Par objet économique, l'évolution des crédits bancaires recouvre, particulièrement, l'amélioration des taux de progression des crédits à l'équipement (+21,9% après +13,9% l'année précédente), des crédits à la consommation (+4,5% après +1,5% à fin octobre 2024), des crédits à caractère financier (+3,6% après +1,4% un an auparavant) et des crédits à l'immobilier (+3,2% après +2,1% l'année dernière). Cette évolution des crédits à l'immobilier a concerné particulièrement les crédits à l'habitat (+3,3% après +1,6% à fin octobre 2024), alors que la croissance des crédits aux promoteurs immobiliers a ralenti à +4,5% après +7,6% l'année précédente.

**+21,9%**  
(fin octobre)



Crédits à l'équipement



## 5 mois et 21 jours d'importations

(B&S)  
(fin octobre)

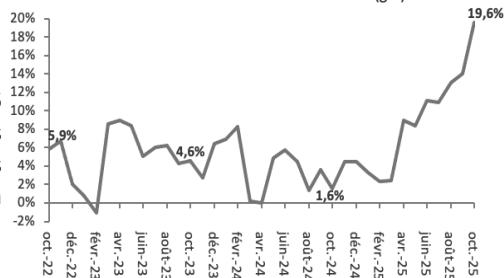


AOR

En revanche, les crédits de trésorerie ont enregistré un léger recul de 0,8% après une augmentation de 1,2% à fin octobre 2024. S'agissant des créances en souffrance, leur rythme de progression s'est établi à +3,7% après +3,5% l'année dernière.

Concernant les avoirs officiels de réserve (AOR), ils ont augmenté, en glissement mensuel, de 2,7% ou de 11,5 milliards de dirhams pour atteindre 431,2 milliards de dirhams à fin octobre 2025, représentant l'équivalent de 5 mois et 21 jours d'importations de biens et services, contre 5 mois et 16 jours le mois dernier et 5 mois et 3 jours l'année précédente.

Evolution des avoirs officiels de réserve (g.a)



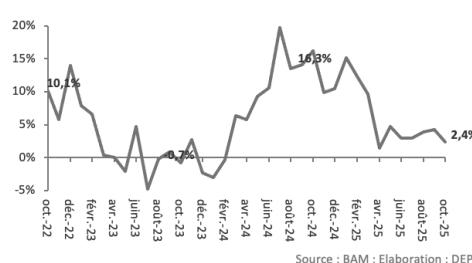
## 5 mois et 21 jours d'importations

En glissement annuel, le taux de progression des avoirs officiels de réserve a poursuivi son accélération, s'établissant à +19,6% ou +70,5 milliards de dirhams à fin octobre 2025 après +14,1% ou +51,8 milliards de dirhams le mois précédent et +1,6% ou +5,5 milliards de dirhams à fin octobre 2024.

Source : BAM ; Elaboration : DEPF

S'agissant des créances nettes des institutions de dépôt (ID) sur l'administration centrale (AC), elles ont reculé, par rapport à fin septembre 2025, de 2,2% pour s'établir à 348,3 milliards de dirhams à fin octobre 2025 et ce, suite particulièrement à la baisse des créances nettes des Autres Institutions de Dépôts (AID) de 1,8%.

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



En glissement annuel, le taux de progression des créances nettes des institutions de dépôt (ID) sur l'administration centrale (AC) a ralenti, se situant à +0,3% à fin octobre 2025 après +10,6% un an auparavant. Cette évolution est en relation, particulièrement, avec la décélération du taux d'accroissement des créances nettes des Autres Institutions de Dépôts (AID), soit +2,4% après +16,3% à fin octobre 2024.

Source : BAM ; Elaboration : DEPF

L'évolution des créances nettes des AID, à fin octobre 2025, recouvre une décélération de la hausse de leurs créances sur l'AC à +5,8% après +9,3% l'année précédente, notamment le portefeuille des banques en bons du Trésor (+3,5% après +12,3% à fin octobre 2024), conjuguée à la hausse de leurs engagements envers l'AC de 66,4% après un recul de 47,4% à fin octobre 2024.

Au niveau des composantes de la masse monétaire, la baisse de cette dernière, en glissement mensuel, recouvre, notamment, le recul des dépôts à vue auprès des banques de 1,4% et des détentions en titres d'OPCVM monétaires de 7,7%, et la hausse de la circulation fiduciaire de 1,7%, des comptes à terme auprès des banques de 1,5% et des dépôts en devises de 2,2%.

En glissement annuel, l'évolution de la masse monétaire incorpore, particulièrement, l'amélioration de la croissance de la circulation fiduciaire (+11,7% après +10,6% l'année précédente), des dépôts à vue auprès des banques (+10,2% après +8,8% un an auparavant) et des comptes à terme auprès des banques (+1,4% après +1,3% l'année dernière), la hausse des détentions en titres d'OPCVM monétaires de 9,1% après un recul de 6,3% à fin octobre 2024 et la baisse des dépôts en devises de 1,4% après une hausse de 7,6% l'année antérieure.

Concernant les agrégats de placements liquides (PL), leur encours s'est accru, par rapport au mois précédent, de 0,8%. Cette évolution recouvre la hausse de l'encours des titres d'OPCVM obligataires (PL2) de 1,4% et de celui des titres d'OPCVM actions et diversifiés (PL3) de 1,3%, alors que celui des titres d'OPCVM contractuels et des titres de créances négociables (PL1) a quasiment stagné (+0,1%). En glissement annuel, l'encours de PL a progressé de 14,4% après une hausse de 14,1% à fin octobre 2024, sous l'effet de la hausse de PL1 (+4,4% après +9,4%), de PL2 (+16,5% après +19,5%) et de PL3 (+52,8% après +21,1%).

**142,5 Mds DH**  
(novembre)



Injection de liquidité  
(Volume moyen)

**4,3 Mds DH**  
(novembre)



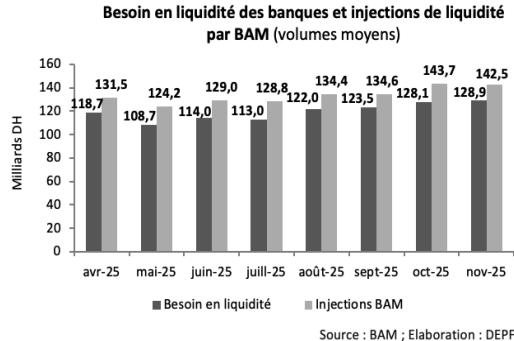
Transactions  
interbancaires  
(Volume moyen)

**2,25%**  
(novembre)



TIPMJJ

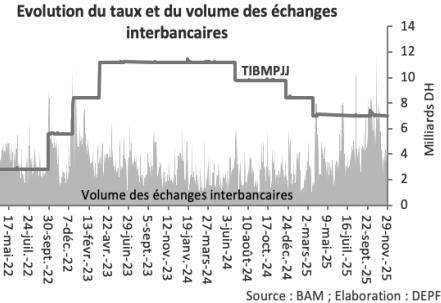
## Quasi-stagnation du besoin en liquidité des banques au cours du mois de novembre 2025



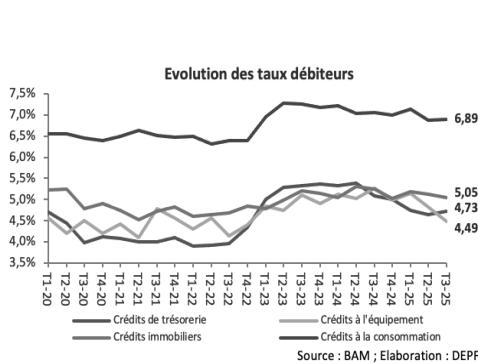
Au cours du mois de novembre 2025, le besoin en liquidité des banques a quasiment stagné comparativement au mois précédent, se situant à 128,9 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, après 128,1 milliards en octobre 2025. Dans ce contexte, le volume des injections de liquidité de la Banque Centrale s'est établi à 142,5 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, soit un niveau avoisinant celui enregistré le mois dernier (143,7 milliards de dirhams).

Les interventions de Bank Al-Maghrib ont porté, essentiellement, sur les avances à 7 jours (67,6 milliards de dirhams après 67,5 milliards en octobre 2025), les opérations de pensions livrées à 1 et 3 mois (42,3 milliards de dirhams après 42,9 milliards en octobre 2025) et les opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME (32,7 milliards de dirhams après 33,2 milliards en octobre 2025).

S'agissant du volume moyen des transactions interbancaires, il a reculé, par rapport au mois précédent, de 4,7% pour se situer à 4,3 milliards de dirhams au titre du mois de novembre 2025. Quant au taux interbancaire moyen pondéré au jour le jour (TIPMJJ), celui-ci se maintient depuis le 20 mars 2025 en évolution quasi-stable, alignée sur le taux directeur, s'établissant en moyenne à 2,25%.



Il est à noter que lors de sa réunion du 16 décembre 2025, le Conseil de Bank Al-Maghrib a jugé que le niveau actuel du taux directeur reste approprié et a décidé de le maintenir inchangé à 2,25% et ce, tenant compte de l'analyse de l'évolution de la conjoncture économique nationale et internationale.



Concernant l'évolution des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib au titre du troisième trimestre 2025 font ressortir une quasi-stagnation, comparativement au trimestre précédent, du taux moyen pondéré global, s'établissant à 4,85% après 4,84% au deuxième trimestre 2025. Cette évolution recouvre l'effet conjoint du recul des taux des crédits à l'équipement (-34 pb à 4,49%) et des crédits à l'immobilier (-8 pb à 5,05%), la quasi-stagnation de ceux des crédits à la consommation (6,89% après 6,88%) et la hausse de ceux des crédits de trésorerie (+8 pb à 4,73%).

**154,6 Mds DH**  
(fin novembre)



Levées brutes du  
Trésor

**113,8 Mds DH**  
(fin novembre)



Remboursements  
du Trésor

## Hausse des levées brutes du Trésor au titre du mois de novembre 2025 avec prépondérance des maturités moyennes

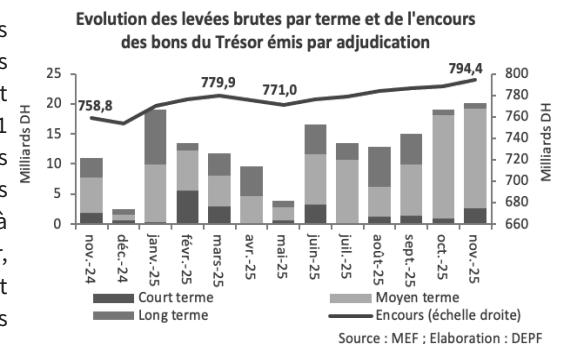
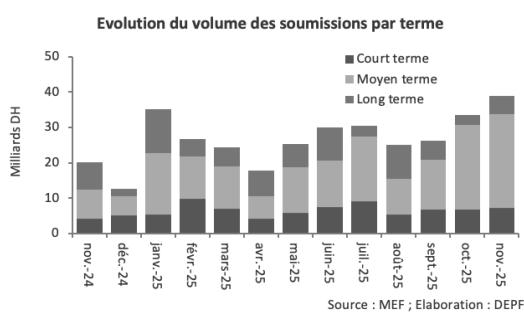
Au titre du mois de novembre 2025, les levées brutes du Trésor au niveau du marché des adjudications se sont accrues, comparativement au mois précédent, de 6,1% pour atteindre 20,1 milliards de dirhams (y compris les opérations d'échange). Ces levées ont été orientées principalement vers les maturités moyennes à hauteur de 81,9% après 89,8% le mois dernier, alors que les maturités courtes et longues ont canalisé 13,2% et 5% respectivement des levées du mois après 5,3% et 4,9% le mois précédent.

En revanche, les remboursements du Trésor au titre du mois de novembre 2025 ont reculé, comparativement au mois précédent, de 17,6% pour s'établir à 14 milliards de dirhams (y compris les opérations d'échange et de rachat). En conséquence, les levées nettes du Trésor au titre du mois de novembre 2025 ont été positives de 6,1 milliards de dirhams après 2 milliards le mois dernier.

Au terme des onze premiers mois de 2025, les levées brutes du Trésor se sont repliées, en glissement annuel, de 8,6% pour se situer à 154,6 milliards de dirhams (y compris les opérations d'échange). Cette baisse a découlé du repli du volume levé en maturités longues de 55,1% pour s'établir à 41,1 milliards de dirhams, soit 26,6% des levées contre 54,2% un an auparavant. En revanche, le volume souscrit des maturités moyennes s'est accru de 44,2% pour atteindre 93,8 milliards de dirhams, prédominant ainsi les levées à hauteur de 60,7% après 38,5% l'année précédente. De même, le volume souscrit des maturités courtes a augmenté de 58,5% pour s'établir à 19,7 milliards de dirhams, représentant 12,7% des levées après 7,3% un an auparavant.

S'agissant des remboursements du Trésor, ils ont augmenté, en glissement annuel, de 3,8% pour atteindre 113,8 milliards dirhams à fin novembre 2025 (y compris les opérations d'échange et de rachat). Compte tenu de ces évolutions, les levées nettes du Trésor ont reculé, par rapport à fin novembre 2024, de 31,4% pour s'établir à 40,8 milliards de dirhams.

Eu égard à ces évolutions, l'encours des bons du Trésor émis par adjudication s'est établi à 794,4 milliards de dirhams à fin novembre 2025, en hausse de 0,8% par rapport à fin octobre 2025 et de 5,4% par rapport à fin décembre 2024. La structure de cet encours reste prédominée par les maturités longues quoique leur part ait reculé de 1,4 point par rapport à fin décembre 2024, pour se situer à 66,8% après 68,2%. Elles devancent les maturités moyennes dont la part a légèrement augmenté de 0,4 point pour s'établir à 31% après 30,6% à fin décembre 2024. Quant à la part des maturités courtes, elle reste faible, soit 2,2%, bien qu'elle ait gagné 1 point.



Concernant le volume des soumissions sur le marché des adjudications au titre du mois de novembre 2025, il a augmenté, par rapport au mois précédent, de 16,2% pour atteindre 38,8 milliards de dirhams (hors opérations d'échange). La demande a été orientée, essentiellement, vers les maturités moyennes à hauteur de 68,6% après 71,5% le mois précédent. La part des maturités courtes et longues se sont, quant-à-elles, situées à 18,6% et 12,8% respectivement après 20,5% et 8% le mois dernier.

Au terme des onze premiers mois de 2025, le volume des soumissions s'est accru, par rapport à fin novembre 2024, de 4,9% pour atteindre 313,1 milliards de dirhams (hors opérations d'échange). La hausse a concerné le volume soumissionné des maturités courtes et moyennes qui s'est raffermi de 61,9% et 17,9% respectivement pour atteindre 74,7 et 167,1 milliards de dirhams, représentant 23,9% et 53,4% du volume des soumissions contre 15,5% et 47,5% un an auparavant. En revanche, le volume soumissionné des maturités longues s'est replié de 35,5% pour se situer à 71,3 milliards de dirhams, représentant 22,8% du volume des soumissions contre 37% un an auparavant.

**Evolution des taux des bons du Trésor**

	Nov-25	Dernières émissions		Var
		Taux	Date	
13 semaines	-	1,676%	Sept-25	-
26 semaines	2,069%	2,086%	Oct-25	-2 pb
52 semaines	2,215%	2,191%	Oct-25	+2 pb
2 ans	2,406%	2,378%	Oct-25	+3 pb
5 ans	2,591%	2,570%	Oct-25	+2 pb
10 ans	2,744%	2,728%	Sept-25	+2 pb
15 ans	-	3,133%	Oct-25	-
20 ans	-	3,298%	Sept-25	-
30 ans	-	3,749%	Oct-25	-

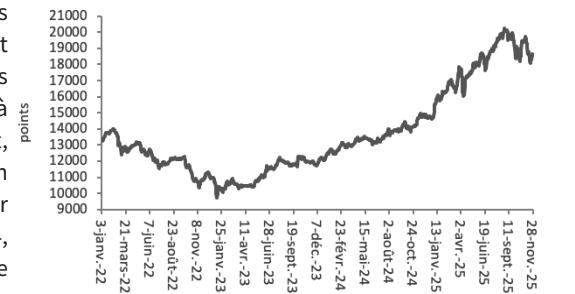
Source : MEF, Calculs DEPF

**Correction à la baisse des indicateurs de la Bourse de Casablanca au cours du mois de novembre 2025****+25,9% et +27,1%**

(fin nov-25/fin déc-24)

**MASI et MASI 20**

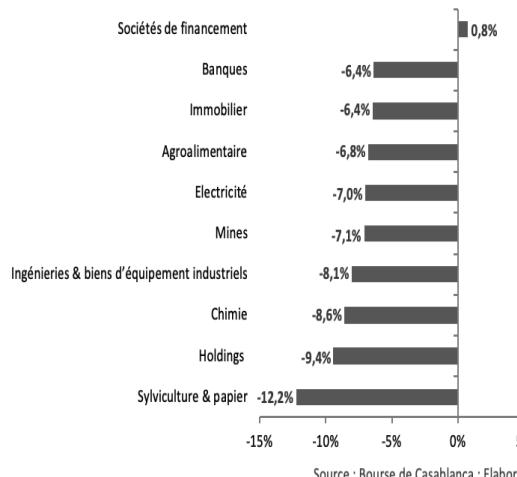
Au cours du mois de novembre 2025, les indicateurs de la Bourse de Casablanca ont enregistré une correction à la baisse. Ainsi, les indices MASI et MASI 20 ont clôturé ce mois à 18.603,59 et 1.516,88 points respectivement, enregistrant une baisse par rapport à fin octobre 2025 de 5,3% et 5,4%, ramenant leur performance, par rapport à fin décembre 2024, à +25,9% et +27,1% après +32,9% et +34,4% le mois précédent.

**Evolution du MASI**

Source : Bourse de Casablanca ; Elaboration : DEPF

**Banques : -6,4%****BTP : -4,9%****Maroc Telecom : -4,2%**

(fin nov-25/fin oct-25)

**Indices sectoriels****Les dix plus fortes variations mensuelles des indices sectoriels à fin novembre 2025 (variations par rapport à fin octobre 2025)**

Source : Bourse de Casablanca ; Elaboration : DEPF

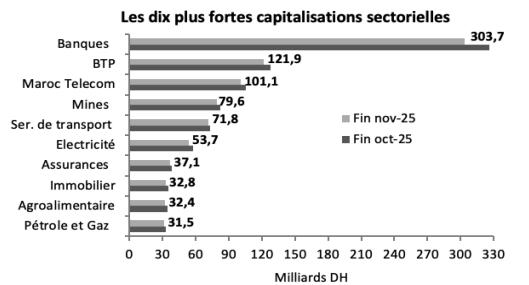
Au niveau sectoriel, à l'exception de l'indice des sociétés de financement qui a enregistré une légère hausse de 0,8% par rapport à fin octobre 2025, l'ensemble des autres indices sectoriels ont affiché des performances mensuelles négatives. Les baisses les plus importantes ont été enregistrées par les indices des secteurs de sylviculture et papier (-12,2%), des holdings (-9,4%), de chimie (-8,6%), des ingénieries et biens d'équipement industriels (-8,1%) et des mines (-7,1%). De même, les indices des trois premières capitalisations sectorielles, en l'occurrence les banques, le BTP et Maroc Telecom ont reculé de 6,4%, 4,9% et 4,2% respectivement.

## 982,4 Mds DH (fin novembre)



Capitalisation boursière

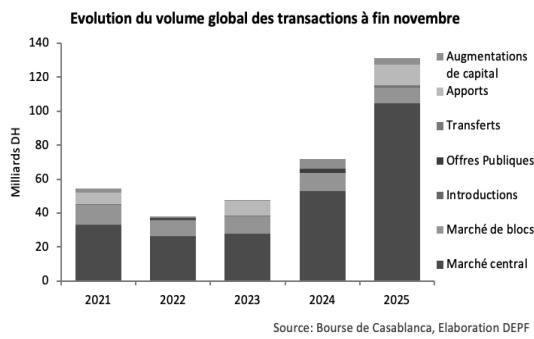
De son côté, la capitalisation boursière s'est repliée, par rapport à fin octobre 2025, de 5,2% pour se situer à 982,4 milliards de dirhams, ramenant ainsi sa performance par rapport à fin décembre 2024 à +30,6% après +37,8% le mois dernier. La baisse mensuelle a résulté, particulièrement, des contributions négatives notables des secteurs des banques, du BTP, de Maroc Telecom, de l'électricité, des mines, de l'immobilier et de l'agroalimentaire.



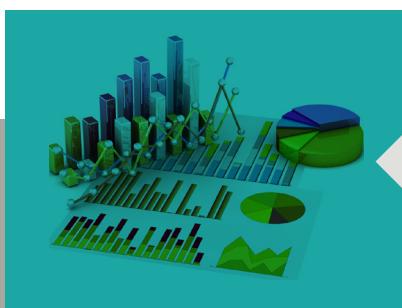
## 131,3 Mds DH (fin novembre)



Volume global des transactions



Au terme des onze premiers mois de 2025, le volume global des transactions s'est accru, comparativement à la même période de l'année précédente, de 83,1% pour atteindre 131,3 milliards. Par compartiment, le volume des échanges sur le marché central a augmenté de 97,4% pour s'établir à 104,8 milliards de dirhams, soit 79,8% du volume des transactions. Cependant, celui enregistré sur le marché de blocs s'est replié de 14,8% pour se situer à 8,9 milliards de dirhams, soit 6,8% du volume des échanges. Enfin, les apports d'actions, les augmentations de capital, les transferts d'actions et l'introduction d'actions ont représenté respectivement 9,4%, 2,8%, 0,8% et 0,4% du volume des transactions à fin novembre 2025.

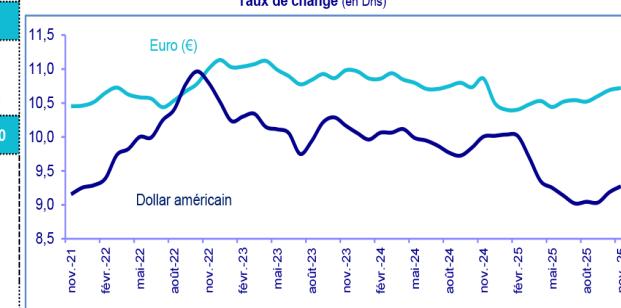
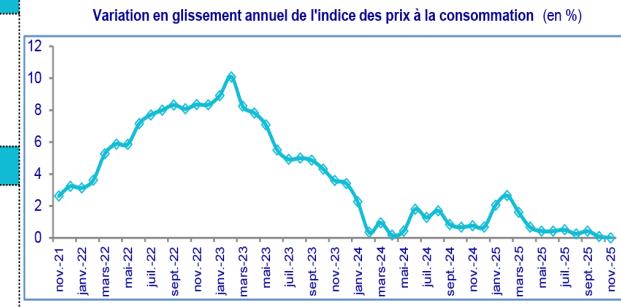
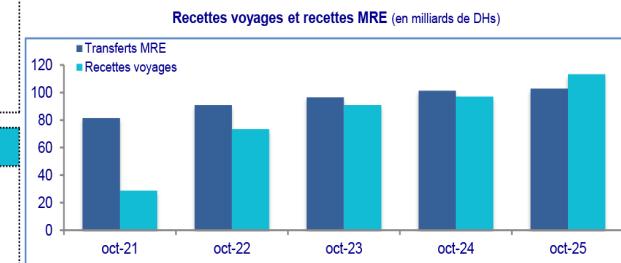
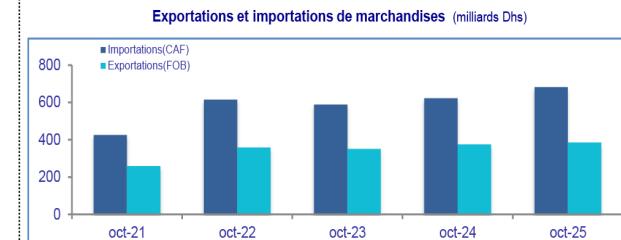
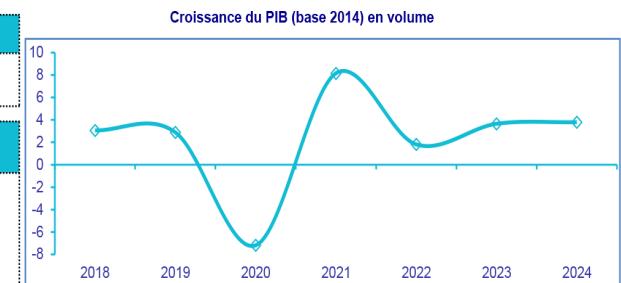


## TABLEAU DE BORD

N° : 346

## Tableau de bord de l'économie marocaine

Agrégats de la comptabilité nationale(1)	2022	2023	2024
Produit Intérieur Brut (aux prix de l'année précédente) (base 2014)	1,8	3,7	3,8
Echanges extérieurs (millions de Dhs)	oct-24	oct-25	(%)
Importations globales	623 580	682 157	9,4
Produits énergétiques	95 209	91 020	-4,4
Produits finis d'équipement	140 781	162 164	15,2
Produits alimentaires	75 468	78 354	3,8
Exportations globales	375 389	385 205	2,6
Phosphate et dérivés	69 083	80 601	16,7
Automobile	131 271	127 209	-3,1
Déficit commercial	-248 191	-296 952	19,6
Taux de couverture (en %)	60,2	56,5	
Transferts MRE	101 414	102 935	1,5
Recettes voyages	97 043	113 262	16,7
Recettes des IDE	35 428	45 402	28,2
Monnaie (millions de Dhs)	oct-24	oct-25	(%)
Agrégat M3	1 845 941	1 982 031	7,4
Avoirs officiels de réserve	360 720	431 244	19,6
Créances nettes sur l'administration centrale	347 374	348 343	0,3
Créances sur l'économie	1 373 971	1 473 860	7,3
Dont : Crédits des AID	1 129 700	1 196 085	5,9
Crédits immobiliers	309 697	319 512	3,2
Crédits à l'équipement	222 695	271 539	21,9
Crédits à la consommation	58 685	61 304	4,5
Bourse	nov-24	nov-25	(%)
MASI	14 837	18 604	25,4
MASI20	1 209	1 517	25,5
Volume des transactions (2) (millions de Dhs)	63 542	113 717	79,0
Indice des prix à la consommation (100=2017)	nov-24	nov-25	(%)
Indice des prix à la consommation	118,7	119,6	0,8
Produits alimentaires	129,6	131,1	1,2
Produits non alimentaires	111,6	112,2	0,5
Taux de change (en MAD)	nov-24	nov-25	(%)
Euro	10,86	10,72	-1,28
Dollar américain US\$	10,00	9,27	-7,30
Taux d'intérêt (dernières émissions)	déc-24	nov-25	Pb 100
Taux adjudications (52 semaines)	2,527	2,215	-31
(2 ans)	2,615	2,406	-21
(5 ans)	2,914	2,591	-32
(10 ans)	3,240	2,744	-50
(15 ans)	3,525	3,133	-39



Finances publiques (hors TVA des CL)				nov-24	nov-25	(%)	Recettes fiscales / R.O. (en %)
Recettes ordinaires (R.O.) (en millions de Dhs)		316 727	359 279	13,4			87,9
Recettes fiscales		263 772	301 937	14,5			83,7
Impôts directs		115 293	140 351	21,7			85,6
IS		58 597	75 531	28,9			83,3
IR		52 767	60 460	14,6			84,0
Impôts indirects		112 969	124 998	10,6			
TVA		80 447	88 233	9,7			
TIC		32 523	36 765	13,0			
Droits de douane		16 404	15 494	-5,5			
Enregistrement et timbre		19 106	21 094	10,4			
Recettes non fiscales		48 763	53 160	9,0			
Recettes en provenance des établissements et entreprises publics		14 456	18 912	30,8			
Dépenses ordinaires (D.O.)		279 258	319 317	14,3			
Biens et services		223 223	262 650	17,7			
Personnel		148 705	164 233	10,4			
Autres biens et services		74 518	98 417	32,1			
Dette publique intérieure		23 175	31 073	34,1			
Dette publique extérieure		9 580	8 557	-10,7			
Compensation		23 280	17 037	-26,8			
Investissement		85 907	100 395	16,9			
Activités sectorielles				nov-24	nov-25	(%)	Arrivées de touristes (en milliers)
Débarquements de la pêche côtière (en mille tonne)		1234	1048	-15,0			20000
Débarquements de la pêche côtière (en millions DH)		9958	9577	-3,8			15000
Ventes de ciment (mille tonnes)		12400	13718	10,6			10000
	oct-24	oct-25	(%)				5000
Nuitées dans les EHC(4) (en milliers)**		23306	25935	11,3			0
Arrivées de touristes (y compris MRE) (en milliers)		14594	16588	14,0			oct-21
Energie appellée nette (GWh)		38292	41152	7,5			oct-22
Consommation d'électricité (GWh)		28973	33912	17,0			oct-23
Chiffre d'affaires à l'exportation de l'OCP (millions Dhs)		69083	80601	16,7			oct-24
	sept-24	sept-25	(%)				oct-25
Parc global de la téléphonie mobile (milliers)		60245	61144	1,5			
Taux de pénétration (%)		161	166				
Parc global de la téléphonie fixe (milliers)		4071	4431	8,8			
Internet		42127	43412	3,1			
Emploi				T3-2023	T3-2024	T3-2025	Taux de chômage (en %)
Taux d'activité		43,2	43,6	43,3			Urbain
Taux de chômage		13,5	13,6	13,1			National
Urbain		17,0	17,0	16,3			
Diplômés		21,1	21,3	20,5			
Agés de 15 à 24 ans		49,7	50,3	48,2			
Variation des indices de la production (3)				T3-2024	T3-2025	(%)	Ventes de ciment (mille tonnes)
Mines		138,1	148,3	7,4			14000
Industries manufacturières hors raffinerie de pétrole		122,2	124,9	2,2			12000
Produits des industries alimentaires		146,2	162,7	11,3			10000
Fabrication de textiles		75,6	78,4	3,7			8000
Produits de l'industrie automobile		128,9	138,5	7,4			6000
Électricité		149,3	158,8	6,4			4000
(1) Taux de variation, Source HCP				* Chiffres estimés			
(2) Volume des transactions sur le marché central et sur le marché de blocs							
(3) Indice de la production selon la base 2015							
(4) EHC : établissements d'hébergement classés				(**) Nuitées du tourisme international			

