



POINT DE CONJONCTURE

INSTITUT NATIONAL D'ANALYSE DE LA CONJONCTURE

N°48- JUILLET 2025

TENDANCES ECONOMIQUES GLOBALES

L'économie nationale aurait enregistré une progression de 4,6% au deuxième trimestre 2025, en variation annuelle, portée par la vigueur entretenue des services, ainsi que par les performances soutenues des secteurs de la construction, des industries extractives et de l'agriculture. Cette dynamique, impulsée principalement par une demande intérieure solide, devrait se maintenir au troisième trimestre, quoiqu'à un rythme légèrement atténué, avec une croissance estimée à +4,4%. Le cadre macroéconomique reste globalement marqué par la résilience de la croissance et une maîtrise des tensions inflationnistes. Néanmoins, les perspectives à court terme demeurent entourées d'incertitudes, liées principalement à la demande extérieure, dont la faiblesse pourrait freiner les performances de certains secteurs tournés vers l'exportation.

Un environnement international en faible appui à l'économie nationale

Après avoir achevé l'année 2024 sur des bases solides, l'économie mondiale a connu une modération de sa croissance au début de 2025. Cette inflexion masque, toutefois, une sensible dynamique des importations, stimulée par les craintes suscitées par l'entrée en vigueur des hausses de droits de douane aux États-Unis. Dans les économies avancées, la croissance a globalement décéléré, en grande partie, du fait de la dégradation de la contribution du commerce mondial, liée à l'afflux des importations, tandis que la demande intérieure est restée globalement solide. Dans les économies émergentes, l'activité s'est maintenue à un rythme soutenu, grâce à des politiques de soutien et à une dynamique exportatrice renforcée

Croissance mondiale modérée au premier trimestre

Aux États-Unis, l'activité a ralenti au premier trimestre 2025, affichant une progression de 2,1%, contre +2,5% au quatrième trimestre 2024. Ce ralentissement est, principalement, lié à la dégradation de la contribution du commerce extérieur au PIB, dans un contexte de hausse des importations des entreprises de biens de consommation et d'équipements technologiques, anticipant l'application des nouveaux droits de douane. Les

exportations ont, pour leur part, connu une légère progression, alors que les dépenses publiques ont été en repli.

Dans la zone euro, la croissance s'est raffermie, atteignant +1,5% au premier trimestre 2025, contre +1,2% au trimestre précédent. Ce regain d'activité a été particulièrement net en Allemagne, et dans une moindre mesure en Italie, en France et en Espagne. Les moteurs de la reprise ont différé selon les économies : la demande intérieure est demeurée robuste dans les trois premières, tandis que le commerce extérieur a apporté une contribution positive à l'activité, s'élevant à +0,9 point de PIB en Allemagne, +0,2 point en Espagne et +0,1 point en Italie. En revanche, l'économie française a pâti d'un essoufflement de la consommation intérieure, combiné à un ralentissement des exportations, notamment dans le secteur aéronautique, après un quatrième trimestre 2024 particulièrement dynamique.

En Chine, la croissance s'est maintenue à 5,4% au premier trimestre 2025, portée par la dynamique du commerce extérieur. Les exportations ont progressé de 2%, stimulées en particulier par la hausse des ventes vers les pays asiatiques. En revanche, la demande intérieure est restée modérée comparativement à son élan de croissance observé au cours des deux dernières décennies, enregistrant une progression annuelle d'environ 3% depuis trois trimestres.

Ralentissement plus sensible de l'économie mondiale au deuxième trimestre 2025

Au deuxième trimestre 2025, le climat de confiance des consommateurs serait resté en dessous de son niveau de moyen terme dans la majorité des économies avancées. Cette tendance se serait accentuée aux États-Unis, où la confiance des ménages aurait été, davantage, pénalisée sous l'effet d'une incertitude grandissante entourant l'orientation de l'action publique. Les ventes de détail auraient poursuivi leur ralentissement, notamment aux États-Unis et dans la zone euro, tandis qu'elles auraient fait preuve d'une relative résilience en Chine. Parallèlement, les enquêtes de conjoncture, menées auprès des entre-

prises, auraient signalé un ralentissement de l'activité au Canada, en Espagne, aux États-Unis et au Mexique. Ces ajustements s'inscrivent dans un climat d'incertitude prononcée quant à la durée et l'intensité du relèvement tarifaire, qui aurait entraîné une forte dispersion des anticipations des opérateurs économiques.

Malgré ces tensions, certains signaux positifs auraient été perceptibles, dont les indicateurs sur les commandes de biens manufacturés qui se seraient maintenus à un niveau élevé dans plusieurs économies de la zone euro, en particulier en Allemagne et en France. Cette résilience s'expliquerait, en partie, par un pic temporaire de la demande en biens échangeables, lié à des anticipations de hausses des droits de douane prévues au troisième trimestre 2025. Dans ces conditions, la croissance économique aurait poursuivi son ralentissement, affichant des hausses respectives de 1,9% aux États-Unis, 1,2% dans la zone euro et 5,3% en Chine.

Poursuite de la décélération de l'économie mondiale au troisième trimestre

Les perspectives économiques mondiales demeurent moins favorables au troisième trimestre 2025, sur fond de relèvement des droits de douane bilatéraux et d'une incertitude persistante autour de l'action publique, pesant sur l'investissement des entreprises, les échanges commerciaux et la consommation des ménages. Aux États-Unis, l'activité ralentirait nettement, avec une croissance du PIB attendue à +1,5% en rythme annuel, bridée par une progression plus modérée de la consommation privée, affectée par la hausse des prix des biens importés. L'investissement privé reculerait sous l'effet de la remontée des coûts des intrants et de l'incertitude commerciale, tandis que les exportations diminueraient en raison des mesures de rétorsion et des réorganisations des chaînes de valeur.

Dans la zone euro, la croissance resterait modeste, s'établissant à +1,1%, après +1,2% au trimestre précédent, tenant compte de la poursuite des investissements publics dans le cadre du programme Next Generation EU, la solidité des marchés du travail et les effets attendus de l'assouplissement monétaire et budgétaire, notamment en Allemagne.

En Chine, la croissance connaîtrait une progression de 5,1%, dans un contexte d'instauration d'une trêve tarifaire de 90 jours sur ses exportations destinées aux États-Unis et de maintien d'une politique budgétaire expansive centrée sur les subventions à la consommation et les transferts sociaux, permettant de préserver une trajectoire de croissance élevée.

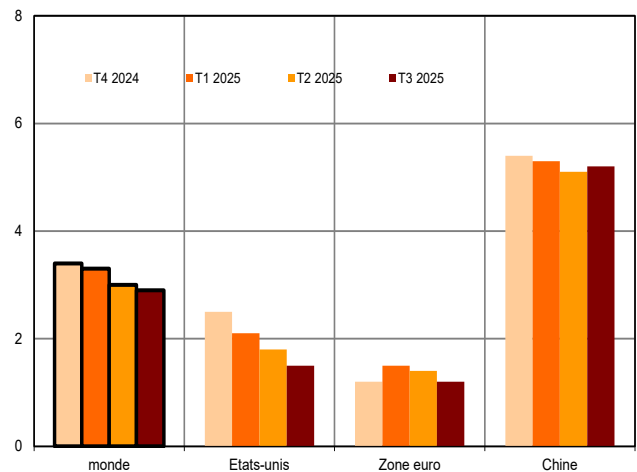
Des tensions inflationnistes réapparues dans certaines économies

Des tensions inflationnistes ont resurgi dans de nombreuses économies avancées au début de 2025. Dans la zone OCDE, l'inflation dans le secteur des services est restée élevée, dans le sillage de la hausse conti-

nue des coûts du logement. L'inflation dans le secteur des biens a, pour sa part, amorcé une nouvelle progression, bien que se situant toujours à un niveau bas, du fait notamment de l'accélération des prix des produits alimentaires. C'est au Japon, aux États-Unis, au Royaume-Uni, ainsi que dans certaines économies émergentes, que le récent renchérissement des produits alimentaires a été le plus manifeste. Dans ces conditions, les taux d'inflation aux États-Unis et dans la zone euro se sont établis à 2,7% et 2,3% respectivement et ont été quasiment nuls en Chine au premier trimestre 2025.

Croissance mondiale

(GA en %)



Source : GPM, juillet 2025

Aux deuxième et troisième trimestres 2025, la hausse des droits de douane sur les importations des matières premières, notamment énergétiques et alimentaires, devrait entraîner une remontée des prix, particulièrement marquée au troisième trimestre, dans les pays qui imposent cette hausse. La persistance de cette pression inflationniste dépendrait notamment de la réaction des salaires nominaux et des marges des entreprises. L'intensité de ces effets indirects serait probablement atténuée dans les économies où les anticipations d'inflation sont solidement ancrées. Néanmoins, dans certaines économies, les anticipations d'inflation à court terme des ménages se sont nettement redressées ces derniers mois, sous l'effet conjugué de la hausse des prix de postes de consommation essentiels et de l'impact éventuels des nouveaux droits de douane.

Le commerce mondial s'améliore au premier trimestre 2025 avant de se tempérer au deuxième

Le volume du commerce mondial a continué à s'améliorer au premier trimestre 2025, (+2,8% en variation annuelle), profitant du bond des flux commerciaux en anticipation de la hausse des droits de douane américains. Les importations des États-Unis ont fortement augmenté et les exportations européennes se sont symétriquement accrues. Les exportations chinoises, toujours en hausse, ont, quant à elles, été réorientées vers les pays asiatiques. Cette embellie pourrait être, toutefois, temporaire, puisqu'au deuxième trimestre 2025, la dynamique

des échanges mondiaux se serait quelque peu tempérée (+1,6% en variation annuelle), après la constitution des stocks préventifs et le retour des tensions commerciales. En atteste d'ailleurs, le repli de 2 points de l'indice PMI des commandes à l'exportation au niveau mondial du mois de mai qui aurait atteint 48.

Les exportations tirées par les phosphates et dérivés et l'aéronautique

Au premier trimestre 2025, la dynamique du commerce mondial enregistrée n'a pas profité aux exportations nationales des biens et services dont le volume a connu un net ralentissement au cours de la même période. Au deuxième trimestre 2025, le volume des exportations nationales des biens et services aurait vu son rythme de croissance s'améliorer, passant à +7,1% au lieu de +2,2% un trimestre auparavant, porté par la bonne tenue des services liés au tourisme, des expéditions des phosphates et dérivés et de l'aéronautique.

En valeur, les exportations de biens se seraient raffermissées, affichant une hausse de 4,8% en variation annuelle, aux mois d'avril-mai 2025. Elles auraient été soutenues par la progression des expéditions des phosphates et dérivés qui auraient concouru pour +3,2 points à l'évolution des exportations globales, tirées par une demande extérieure résiliente adressée au secteur. Les ventes extérieures des produits du secteur de l'agriculture, notamment les agrumes, les fruits frais, les pastèques et melons, auraient été dynamiques, avec une contribution de +1,4 point, suivies par celles du secteur aéronautique (+0,3 point). Les exportations des produits de la filière automobile auraient connu un léger retournement à la hausse (+1,5%), après une baisse de 7,8% au premier trimestre 2025, tirées par l'augmentation des ventes du segment « câblage » au moment où celles de la « construction » auraient enregistré une baisse plus atténuée (-4,6%, au lieu de -23,7%). Les expéditions de l'industrie du textile et cuir, en particulier celles de la confection et de la bonneterie, et après plusieurs trimestres d'évolutions contrastées, auraient, quant à elles, contribué négativement à l'évolution des exportations globales (-0,4 point), pénalisées par une demande étrangère relativement en berne.

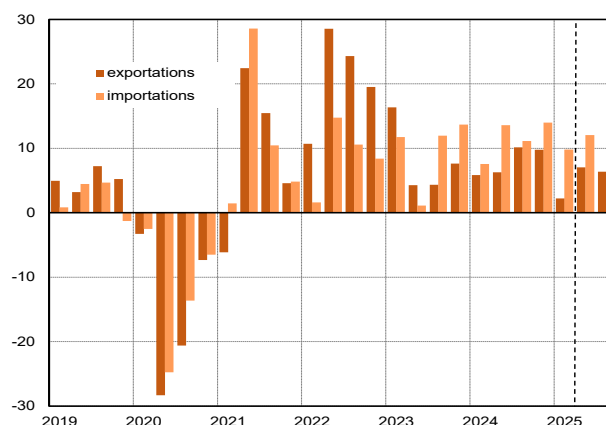
Les importations en hausse, alimentées par les biens d'équipement et les biens de consommation

Les importations des biens et services en volume auraient continué à augmenter au deuxième trimestre 2025 (+12,1%, après +9,8% au premier trimestre). En valeur, les achats de biens se seraient, également, inscrits en hausse. Les données disponibles pour les mois d'avril et mai 2025 font état d'un accroissement de 8,1%, en variation annuelle, des principaux groupes de produits importés. Les acquisitions des biens d'équipement, avec une contribution de +4,6 points, auraient été notamment sous-tendues par l'augmentation des importations des parties d'avions, des voitures utilitaires, des machines et appareils de levage, des machines et matériel de génie civil et de construction, favorisées par une demande interne soutenue du secteur du BTP. Les achats des biens de consommation auraient, pour leur part, concouru pour

+2,5 points à l'accroissement des importations globales, tirés par la reprise des acquisitions des voitures de tourisme et de leurs parties et pièces détachées et des médicaments, suivis par ceux des demi-produits, avec +1,7 point, notamment les engrais naturels et chimiques, les fils et barres en cuivre, les papiers et cartons. La facture alimentaire aurait, quant à elle, été davantage plombée par les achats de blé, de sucre brut et raffiné, des fruits frais et du maïs. A l'inverse, la facture énergétique, et malgré la hausse des volumes importés des gazoils et fuels, se serait allégée en comparaison avec la même période de 2024, en lien avec le reflux des cours internationaux des produits énergétiques (-2,5 points de contribution).

Echanges extérieurs des biens et services du Maroc

(GA en %)



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

La hausse plus marquée des importations des biens en valeur par rapport aux exportations se serait traduite par un creusement du déficit de la balance commerciale des biens et aurait engendré un recul du taux de couverture, de 1,8 point par rapport à la même période de 2024, pour s'établir à 57,3%.

Les échanges extérieurs moins dynamiques au troisième trimestre 2025

L'environnement international resterait caractérisé, au troisième trimestre 2025, par de fortes incertitudes liées aux tensions géopolitiques et commerciales (liées aux conditions tarifaires). La poursuite des pressions commerciales pourrait ralentir le commerce mondial et avoir des répercussions sur les prix des matières premières. Au niveau national, les exportations des biens et services s'amélioreraient de 6,4% en variation annuelle, stimulées essentiellement par une augmentation de celles des phosphates et dérivés et des services liés au tourisme. Les importations devraient, pour leur part, progresser de 9,7%, reflétant en particulier une hausse des acquisitions des biens d'équipement, en lien avec la poursuite de la dynamique de l'investissement.

La demande intérieure, principal moteur de la croissance économique

La demande intérieure aurait conservé son élan de croissance au deuxième trimestre 2025, enregistrant une croissance de 7,2%, soit une contribution de

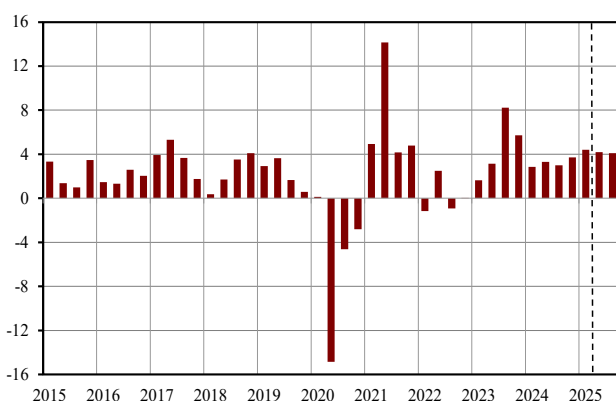
+7,7 points à l'accroissement du PIB.

La consommation des ménages aurait maintenu sa vigueur, dans un contexte d'inflation maîtrisée et d'amélioration des revenus, profitant de la revalorisation passée des salaires de la fonction publique, la révision de l'impôt sur le revenu et l'augmentation du SMIG et du SMAG. Le repli des taux d'intérêt aurait, également, contribué à cette dynamique, en encourageant les crédits à la consommation. En glissement annuel, les dépenses de consommation des ménages auraient augmenté de 4,2% au deuxième trimestre 2025, favorisant la hausse des importations de biens de consommation, notamment des voitures de tourisme, dont les immatriculations neuves auraient enregistré une progression de plus de 40% par rapport à l'année précédente. La consommation des administrations publiques se serait, quant à elle, accrue de 5%, en ligne avec le renforcement des dépenses de fonctionnement administratif.

Il est à noter qu'au premier trimestre 2025, les dépenses de consommation finale des ménages avaient augmenté de 4,4%, contribuant pour +2,6 points à la croissance économique, au lieu de +1,7 point au cours de la même période une année auparavant. La consommation finale des administrations publiques avait, pour sa part, progressé de 5,2%, contribuant pour +0,9 point à la croissance du PIB, au lieu de +1 point à la même période de 2024.

Consommation finale des ménages

(GA en %)



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

L'investissement aurait poursuivi son expansion au deuxième trimestre 2025, bien qu'à un rythme légèrement inférieur, affichant une progression de 14,7%, contre 17,5% au trimestre précédent. Cette performance aurait été, principalement, attribuable au renforcement des investissements dans les secteurs de l'énergie et de l'eau, considérés comme prioritaires face aux tensions persistantes sur les ressources hydriques en vertu de l'engagement du Maroc en faveur de la transition énergétique. L'investissement public dans les infrastructures, dans le cadre des préparatifs de la CAN 2025 et de la Coupe du monde 2030, se serait maintenu, favorisant une hausse des importations des équipements en génie civil, alors que l'investissement privé aurait été moins dynamique. Globalement, cette orientation favorable aurait été consolidée par une augmentation des investissements directs

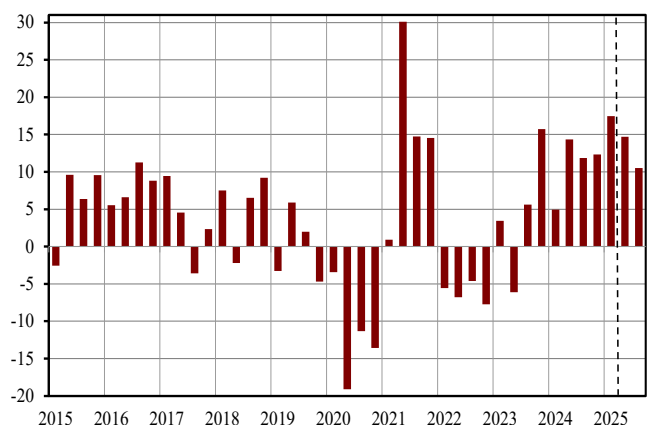
étrangers, ainsi que par une hausse des importations de biens d'équipement industriel et des crédits à l'équipement.

Pour rappel, au premier trimestre 2025, la formation brute de capital avait progressé de 17,5%, contribuant pour 4,8 points à la croissance économique, contre 1,4 point à la même période de l'année précédente.

Cet effort d'équipement s'est accompagné par une amélioration de la situation du marché du travail. Les créations nettes d'emplois ont été plus soutenues, favorisant une amélioration de l'emploi rémunéré global de 3,4%. L'auto-emploi a été particulièrement dynamique, affichant une hausse continue depuis trois trimestres consécutifs. L'amélioration des créations d'emploi a permis une réduction de 0,4 point du taux de chômage, pour atteindre 13,3% au premier trimestre 2025. Ce niveau dépasse encore les niveaux observés avant crise Covid-19, signalant des rigidités structurelles persistantes sur le marché du travail et l'effet décalé des pertes successives d'emploi enregistrées au niveau de l'agriculture.

Formation brute de capital

(GA en %)



Source : HCP, estimation au-delà des pointillés

Au troisième trimestre 2025, la demande intérieure devrait continuer de soutenir l'activité, dans un contexte de poursuite de l'amélioration de l'investissement et de la consommation des ménages, affichant des augmentations respectives de 10,3% et 4,1%.

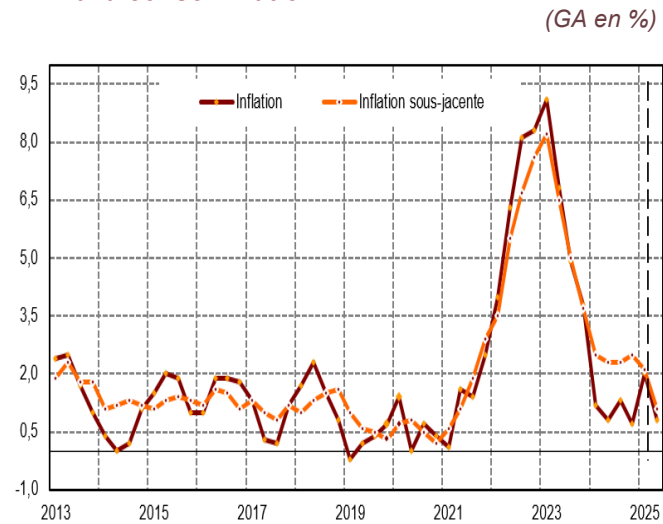
Hausse modérée des prix

Au deuxième trimestre 2025, la progression des prix à la consommation aurait nettement ralenti, s'établissant à 0,8% en variation annuelle, après un début d'année marqué par une augmentation plus soutenue (2% au premier trimestre). Cette décélération s'expliquerait, principalement, par un apaisement des tensions sur les prix des produits alimentaires, qui auraient progressé de 1,4%, au lieu de +3,4% au trimestre précédent, ainsi que par une hausse moins soutenue des prix des produits non alimentaires, limitée à 0,4%, au lieu de +1,1%. Parallèlement, l'inflation sous-jacente aurait de nouveau ralenti, se situant

pour la première fois depuis 2021 sous la barre des 2%, soit +1,1% contre +2,1%, reflétant une modération des hausses des prix hors énergie, produits volatils et tarifs régulés.

Le reflux de l'inflation alimentaire, au deuxième trimestre 2025, aurait été, essentiellement, dû à la réduction de la hausse des prix des produits frais de 5,3% au premier trimestre à +0,7% au deuxième, notamment celle des poissons frais, principalement due à la fin de la période de forte demande du Ramadan et à une offre plus abondante favorisée par de bonnes conditions de pêche.

Prix à la consommation



Source : HCP, (estimation au-delà des pointillés)

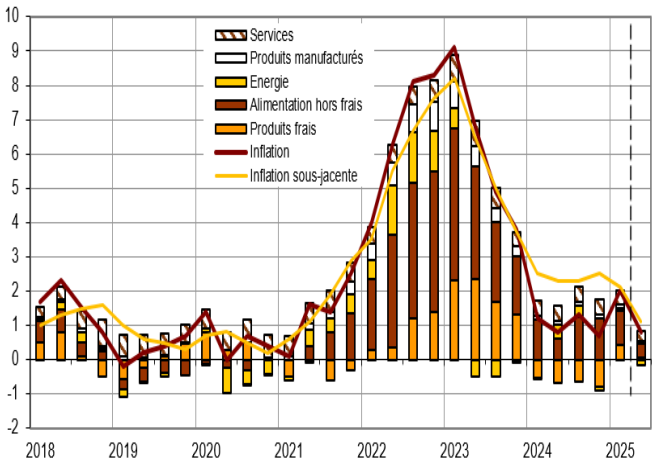
Hors produits frais, la décélération des prix se serait poursuivie, notamment pour les produits à base de céréales, les huiles de table et les légumineuses sèches, grâce à un apaisement des tensions sur les prix internationaux. De plus, la baisse des prix de la volaille et des œufs, favorisée par une offre excédentaire, aurait exercé une pression à la baisse sur l'inflation.

Du côté des produits non alimentaires, les tensions inflationnistes seraient restées faibles, grâce notamment à une baisse de 2,2% des prix de l'énergie, après une hausse de 1,3% au trimestre précédent. Cette évolution s'expliquerait par un recul des pressions sur les prix des carburants et une décélération des prix du gaz, liée à un effet de base. Cependant, cette tendance aurait été partiellement atténuée par la hausse des tarifs de l'électricité. Pour les autres produits non alimentaires, la hausse des prix des services aurait reculé, passant à 0,9%, contre +1,2% au trimestre précédent,

en lien notamment avec la baisse des tarifs de l'eau et du transport aérien. Quant aux prix des produits manufacturés, ils auraient conservé une contribution presque identique à celle du trimestre précédent (+0,1 point).

Prix à la consommation

(GA en %, Contributions en points de %)



Source : HCP, (estimation au-delà des pointillés)

Les tensions inflationnistes ne devraient pas connaître une sensible accélération au troisième trimestre 2025, sous l'hypothèse de poursuite de la tendance baissière des prix du pétrole. En l'absence de perturbations majeures sur l'offre des produits alimentaires, l'inflation devrait s'établir à +1,1% , alors que sa composante sous-jacente, qui exclut les prix des produits pétroliers, des produits volatils et des tarifs régulés, avoisinerait les +0,8%.

Relance de l'activité économique portée par les fondamentaux internes

L'économie nationale semble engagée sur un nouveau sentier de croissance, sous l'impulsion d'une demande intérieure particulièrement dynamique. Au premier trimestre 2025, la valeur ajoutée de l'ensemble des branches a progressé de 4,6% en variation annuelle, soit son rythme le plus soutenu depuis le rebond post-Covid de 2021. Ce mouvement de croissance se serait maintenu au deuxième trimestre, au rythme de 4,5%, porté notamment par le dynamisme des secteurs tertiaires. La consommation des ménages aurait soutenu le commerce, les services de transport et de communication, tandis que les dépenses publiques de fonctionnement auraient stimulé

Prix à la consommation

(GA en %)

Groupes de produits	Glissements annuels						Moyennes annuelles	
	II-24	III-24	IV-24	I-25	II-25	III-25	2023	2024
Produits alimentaires	-0,3	1,0	0,7	3,4	1,4	1,8	12,5	0,8
Produits non-alimentaires	1,6	1,4	0,7	1,1	0,4	0,5	1,7	1,2
Ensemble	0,8	1,3	0,7	2,0	0,8	1,1	6,1	0,9
Inflation sous-jacente	2,3	2,3	2,5	2,1	1,1	0,8	5,9	2,4

Source: HCP

les services non marchands. La construction aurait, également, consolidé sa reprise grâce à l'essor des travaux publics, et les industries extractives auraient profité de la vigueur de la demande adressée aux produits phosphatés. La production manufacturière aurait, en revanche, évolué à un rythme plus modéré, dans un contexte de ralentissement des exportations.

Au troisième trimestre de 2025, l'activité agricole poursuivrait son redressement (+4,4% en variation annuelle). La valeur ajoutée manufacturière peinerait à s'accélérer, bridée par les faibles performances des industries du textile, de l'agroalimentaire, de la métallurgie et du matériel de transport. La production des services augmenterait encore mais sa croissance serait moins vigoureuse qu'au deuxième trimestre. Au total, la valeur ajoutée de l'ensemble des branches progresserait de 4,2%, au troisième trimestre 2025, en variation annuelle, au lieu de 4,5%, en moyenne, au premier semestre.

Redressement progressif des activités primaires

Au deuxième trimestre 2025, l'activité **agricole** aurait poursuivi sa dynamique de reprise, affichant une progression de 4,7 %, après une contraction de 4,4 % enregistrée à la même période de l'année précédente. Cette amélioration s'inscrit dans un contexte marqué par des conditions climatiques atypiques et contrastées, qui ont conditionné de manière hétérogène les performances agricoles selon les filières et les régions. Pour rappel, la campagne agricole 2024/2025 a été fortement perturbée par une sécheresse hivernale sévère, notamment aux mois de janvier et février, marqués par un déficit de 32,2% par rapport à la même période d'une année normale. Ce déficit a été partiellement compensé par le retour des pluies au printemps, en mars et avril (+82,4%), permettant un redressement partiel de certaines productions végétales.

La reprise de l'activité agricole incomberait à l'amélioration de la production végétale, sous l'effet du rebond technique de la production des trois principales céréales (+42 %) par rapport à la campagne précédente, grâce à un rendement moyen passant de 12,6 à 16,8 quintaux par hectare et à une légère hausse des superficies emblavées, ainsi qu'aux mesures d'accompagnement ciblées mises en œuvre en faveur des filières stratégiques. Les cultures maraîchères de saison, ainsi que les cultures sucrières, ont également bénéficié de ces dispositifs, notamment dans les zones irriguées ou partiellement épargnées par le stress hydrique.

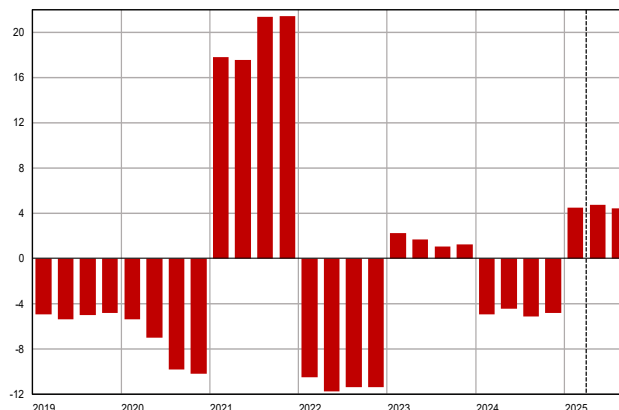
L'amélioration globale de la production végétale masque, toutefois, des disparités notables. Les cultures arboricoles, en particulier les rosacées et les oléagineux, ont été fortement affectées par la persistance du déficit hydrique et les températures élevées enregistrées au cours des saisons automnale et printanière. Certaines régions agricoles historiquement productives, telles que le Doukkala, la Chaouia ou le Haouz, ont été pénalisées par une pluviométrie insuffisante et mal répartie.

En parallèle, la production animale aurait poursuivi sa tendance baissière, sous l'effet du repli prolongé de la filière des viandes rouges. Ce recul aurait été accompagné d'une diminution de 26% des importations d'ani-

maux vivants, tenant compte de la contraction de la demande liée à la non célébration de l'Aïd Al-Adha. La filière avicole aurait, en revanche, affiché une dynamique soutenue, dans un contexte marqué par une augmentation respective de 14,9% et 11,6% des effectifs de dindonneaux et de poussins de chair d'un jour, en variations annuelles.

Valeur ajoutée agricole

(GA en %)



Source : HCP (estimation et prévision au-delà des pointillés)

Au troisième trimestre 2025, le redressement du secteur agricole se maintiendrait, avec une croissance attendue de 4,4%, contribuant pour +0,5 point à la croissance économique globale. Cette amélioration serait accompagnée par un relèvement des importations, en réponse à la dynamique de la demande alimentaire et industrielle de certains segments de production nationale.

Quant à la **pêche**, sa valeur ajoutée se serait accrue de 9,4% au deuxième trimestre 2025, après un léger recul au trimestre précédent, sur fond d'une progression des exportations de produits de la mer, en particulier les crustacés, les mollusques, les coquillages et les poissons frais.

Résilience du secteur secondaire appuyée par les industries extractives et la construction

Le secteur secondaire aurait poursuivi son expansion au deuxième trimestre 2025, après avoir été particulièrement dynamique au début de l'année, soutenu par la bonne tenue des industries extractives et par la consolidation de l'activité dans la construction, malgré un ralentissement de la croissance manufacturière.

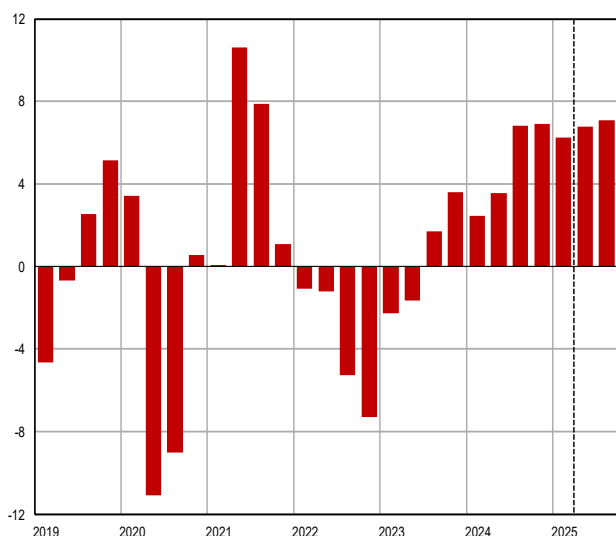
Les activités **extractives** auraient, en effet, progressé de 5,2% en variation annuelle, tirées principalement par la performance de la branche phosphatée. La vigueur de la demande adressée aux phosphates bruts aurait entraîné une hausse de 33% de ses exportations et induit une amélioration de 13% de sa production. Parallèlement, la demande émanant des industries locales de transformation aurait affiché une évolution plus modérée, dans un contexte marqué par la hausse significative des prix internationaux des engrais. En effet, les cours du DAP et du TSP auraient enregistré des augmentations de 22,2 % et 18,2% respectivement, après des hausses de 0,2% et 6,1% au trimestre précédent.

Les perspectives pour le troisième trimestre 2025 demeurent favorables, avec une poursuite de la hausse des cours internationaux et un niveau bas de stocks mondiaux d'engrais. Ces conditions devraient maintenir une demande robuste pour les produits phosphatés et stimuler les exportations de phosphate brut. L'intensification des travaux d'extraction des autres métaux, notamment le cuivre et le cobalt, soutiendrait la croissance du secteur extractif pour atteindre +3,9% au troisième trimestre 2025.

Dans le secteur de la **construction**, la valeur ajoutée se serait accrue de 6,8% au deuxième trimestre 2025, après +6,3% précédemment. Cette performance aurait été portée par l'intensification des grands chantiers d'infrastructure liés aux préparatifs de la CAN 2025 et de la Coupe du Monde 2030, ainsi que par les projets hydrauliques stratégiques de dessalement d'eau et de construction des barrages. La reprise du bâtiment, soutenue par l'amélioration des crédits à l'habitat et par la mise en œuvre du programme d'aide au logement, aurait également renforcé cette dynamique. L'orientation favorable du secteur aurait été corroborée par la hausse de 15,4% des ventes de ciment et par les perspectives toujours favorables de l'activité, exprimées par les chefs d'entreprises du secteur dans le cadre de la dernière enquête de conjoncture réalisée par le HCP.

Valeur ajoutée de la construction

(GA en %)



Source : HCP (estimation et prévision au-delà des pointillés)

L'activité **manufacturière** aurait, pour sa part, affiché une amélioration de 3,4% au premier trimestre 2025, au lieu de +2,5% au trimestre précédent. Cette accélération traduit, principalement, la vigueur de la croissance des activités des industries électriques et chimiques et celles de fabrication du matériel de transport qui ont assuré à elles seules 3,2 points de la croissance industrielle au cours de la même période. En revanche, la production alimentaire a reculé de 0,2%, sous l'effet de la faiblesse de l'offre en intrants pour les industries de viande et de conserves de poissons. Celle des industries du textile a, également, accusé une contraction de 0,9% au

cours de la même période, dans un contexte de repli des exportations.

Au deuxième trimestre 2025, la croissance de la valeur ajoutée manufacturière se serait, davantage, modérée, s'établissant à +2,7%. Si les industries chimiques se seraient appuyées sur une demande étrangère aussi vigoureuse qu'au début de l'année pour l'acide phosphorique, le ralentissement de la fabrication du matériel de transport et les faibles performances des industries alimentaires et celle du textile ont pesé sur la performance d'ensemble, maintenant la croissance du secteur en dessous de son niveau tendanciel.

Valeur ajoutée industrielle

(GA en %)



Source : HCP (estimation et prévision au-delà des pointillés)

Au troisième trimestre 2025, l'activité industrielle évoluerait dans un contexte marqué par une probable entrée en vigueur des taxes tarifaires sur les industries européennes après une trêve de 60-90 jours. Les effets sur les filières les plus touchées notamment la fabrication du matériel de transport, la métallurgie, les industries alimentaires et le textile ne tarderaient pas à se manifester, induisant une éventuelle réduction des importations de biens intermédiaires importés hors Europe, dont le Maroc. Dans ces conditions, et sous l'hypothèse de poursuite de la résilience des industries chimiques locales et le prolongement des tendances enregistrées sur le court terme pour les industries traditionnelles, la valeur ajoutée industrielle est prévue poursuivre son évolution au ralenti, avec une contribution limitée à +0,4 point à la croissance économique globale au lieu de +1 point au cours de la même période une année auparavant.

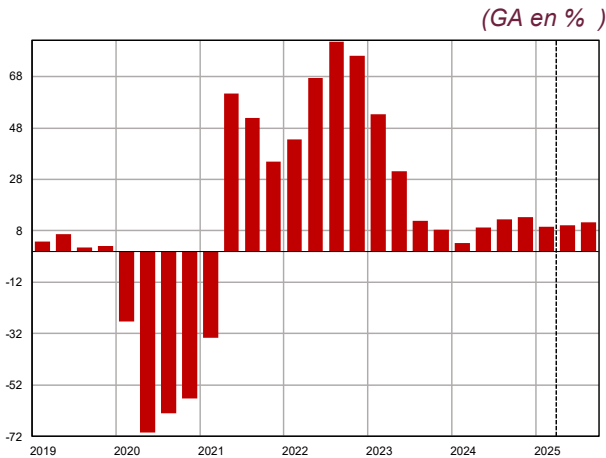
Raffermissement des services

Le secteur **tertiaire** aurait poursuivi sa dynamique au deuxième trimestre 2025, bénéficiant notamment de la bonne tenue des services marchands, ainsi que du renforcement des activités non marchandes, dans le sillage du relèvement des dépenses de fonctionnement. **Les activités d'hébergement et de restauration** auraient, en particulier, continué à consoli-

der leurs performances, profitant d'une demande internationale soutenue, de la diversification de l'offre, du renforcement des liaisons aériennes et d'une stratégie active de promotion à l'international. La valeur ajoutée du secteur aurait progressé de 10,9%, en variation annuelle, après +9,7% au trimestre précédent. Elle aurait été sous-tendue par une hausse de 16,1% des arrivées de touristes étrangers, notamment en provenance du Royaume-Uni et d'Italie, et par un regain de 17% des recettes de voyage.

Il faudrait souligner qu'au niveau mondial, plus de 300 millions de touristes avaient voyagé au cours du premier trimestre 2025, soit environ 14 millions de plus que pendant la même période de l'année 2024, soit une hausse de 4,9%, en variation annuelle et ce, malgré les tensions géopolitiques et commerciales auxquelles le secteur a été confronté, ainsi que la forte inflation des services de voyage et de tourisme. Les différentes régions avaient contribué positivement à cette évolution, mais de manière différenciée. L'Asie et Pacifique avaient enregistré une croissance de 12,2%, sous-tendue par la bonne performance des sous-régions de l'Asie du Nord-Est avec un rebond de 23% au cours de la même période. Pour l'Afrique, la hausse a atteint 9,4%, alors que l'Europe, l'Amérique et le Moyen Orient n'avaient enregistré que des augmentations de 1,9%, 2,2% et 0,8% respectivement.

Valeur ajoutée de l'hébergement et de la restauration



Source : HCP (prévision au-delà des pointillés)

La branche **des transports** et de l'entreposage aurait, quant à elle, ralenti au deuxième trimestre, affichant une hausse de 2,3%, au lieu de +4% au trimestre précédent, traduisant une évolution contrastée selon les modes. Le trafic aérien aurait poursuivi sa trajectoire ascendante, appuyé par une hausse de 7% du nombre de passagers, soutenue par l'augmentation des flux touristiques. Le transport maritime aurait, également, été plus dynamique, affichant une progression de 5%, sous l'effet de l'augmentation des exportations de phosphates et d'agrumes, ainsi que de la hausse des importations, notamment celles des céréales. Pour sa part, l'activité du transport ferroviaire aurait affiché une stabilité, dans un contexte de recul de 5% du nombre de voyageurs et de progression du fret. Au troisième trimestre 2025, l'activité des transports devrait continuer à croître modérément, avec une hausse de 2,9%, tirée par la bonne tenue du transport aérien, en ligne avec le maintien de la dynamique des activités touristiques.

Au total, la croissance du PIB global se serait établie, au deuxième trimestre 2025 à 4,6%, au lieu de +4,8% au premier. Cette orientation favorable devrait se poursuivre au troisième trimestre, situant la croissance à 4,4%.

La dynamique de la croissance tire les recettes fiscales

Les recettes ordinaires auraient marqué au terme des cinq premiers mois une augmentation de 19,6%, en glissement annuel. Les recettes fiscales auraient enregistré un accroissement de 19% contribuant pour +16,8 points à l'évolution des recettes budgétaires. Les impôts directs auraient enregistré une progression de 32,2%, due essentiellement à la croissance de 36,6% et 27,6% des recettes de l'IS et l'IR respectivement. Les impôts indirects auraient augmenté, pour leur part, de 9,5%, tirés par les hausses de 9,9% et 9,4% des recettes de la TIC et de la TVA. Les droits de douane auraient cru de 0,4%. Ceux d'enregistrement et de timbre auraient progressé de 7,3%. Parallèlement, les recettes non-fiscales auraient connu une hausse de 24,7%, contribuant, de ce fait, de 2,8 points à l'évolution globale.

Arrivées des touristes au niveau international

(brut, GA en %)

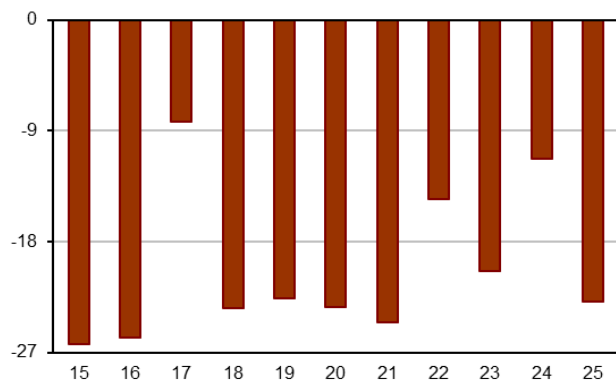
	2023				2024*				2025*
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Monde	85,2	37,3	22	19,3	20,5	10,4	6,6	8,7	4,9
Europe	51,6	18,9	9,6	7,5	11,3	6,0	3,0	5,1	1,9
Asie et Pacifique	489,2	230,2	141,5	81,7	60,0	35,4	23,9	21,0	12,2
Amérique	62,7	23,9	19,4	13,2	11,6	6,4	4,6	5,0	2,2
Afrique	108,2	45,4	20,1	9,2	12,7	8,5	11,3	10,5	9,4
Moyen-Orient	66	44,3	19	0,4	6,4	-4,5	1,6	0,8	0,8

Source: Organisation Mondiale du Tourisme (OMT);

* : Données provisoires.

Solde Budgétaire

(Janvier-mai, milliards de dh)



Source : TGR, élaboration HCP

... alors que les dépenses gagnent en vigueur

Les dépenses ordinaires se seraient alourdies de 24,4%. Les dépenses de biens et des services auraient cru de 26,2%, contribuant pour +21,2 points à l'évolution globale. Les intérêts de la dette publique auraient augmenté de 13%. Par contre, les émissions au titre des dépenses de compensation se seraient repliées de 31,9%. Parallèlement, l'effort de l'investissement budgétaire se serait renforcé et les dépenses y afférentes auraient enregistré une hausse de 26,4%.

Tiré par un accroissement des dépenses plus important que les recettes, le solde ordinaire aurait régressé de 21,8%. De ce fait, le déficit budgétaire se serait nettement creusé, se situant à -22,9 milliards de dh à fin mai 2025, contre -11,2 milliards de dh aux cinq premiers mois du budget 2024. Cette dégradation du déficit aurait aussi été inscrite, malgré l'accroissement du solde positif des comptes spéciaux du Trésor.

Après avoir été relativement contenu au premier trimestre 2025, le besoin de financement du Trésor

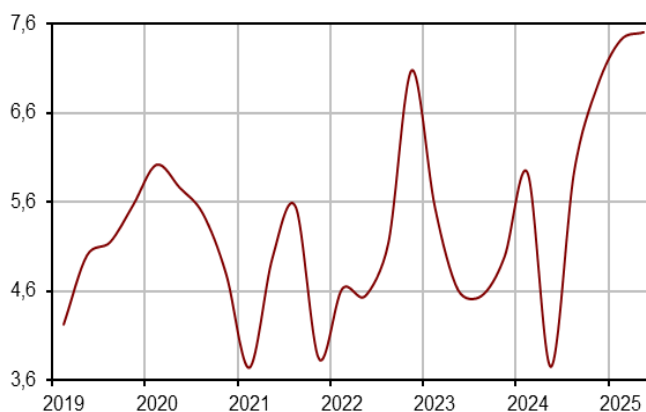
aurait atteint un niveau élevé, en parallèle avec la hausse des apurements de ses arriérés. Son financement net aurait clairement progressé sur le marché extérieur, à la suite d'un nouveau tirage sur le marché financier international, et aurait aussi augmenté sur le marché intérieur. Le stock de la dette intérieure à fin mai aurait augmenté de 2,4% en comparaison avec celui de fin 2024.

Consolidation monétaire et renforcement de la confiance sur les marchés financiers

Les créances sur l'économie auraient poursuivi leur accélération au deuxième trimestre 2025. Leur encours aurait augmenté de 7,5%, en glissement annuel, au lieu de +7,4% un trimestre plus tôt. Les prévisions pour le troisième trimestre 2025 tablent sur une atténuation de leur croissance à 6,2%. Les crédits bancaires à l'équipement des entreprises et à leur trésorerie se seraient accrus de 19,2% et 2,4% respectivement, au lieu de +18% et +3,8% un trimestre auparavant. Parallèlement, les crédits bancaires au secteur immobilier et à la consommation des ménages se seraient accélérés à +2,9% chacun, contre +2,6% et +1,9% respectivement un trimestre plus tôt.

Créances sur l'économie

(GA en %)



Source : BAM, calculs HCP

Evolution des charges et ressources du Trésor

(Hors TVA des collectivités locales, millions de dh, GA en %)

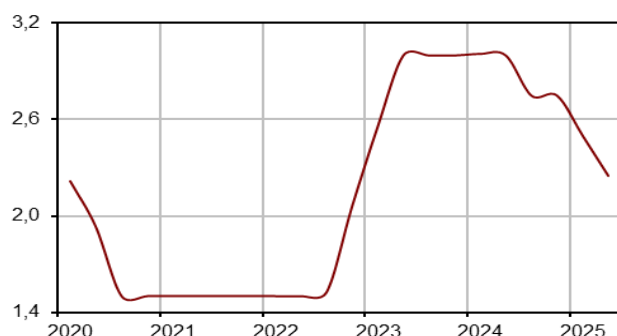
Rubriques	Niveaux			Variations	
	Mai-23	Mai-24	Mai-25	Mai-24	Mai-25
Recettes ordinaires	126 086	143 249	171 392	13,6	19,6
Recettes fiscales	113 036	126 785	150 865	12,2	19,0
Recettes non-fiscales	13 050	16 464	20 527	26,2	24,7
Dépenses ordinaires	131 443	128 390	159 768	-2,3	24,4
Biens et services	104 855	104 205	131 486	-0,6	26,2
Intérêts de la dette publique	12 979	14 876	16 817	14,6	13,0
Compensation	9 011	4 550	3 100	-49,5	-31,9
Solde ordinaire	-5 357	14 859	11 624	-377,4	-21,8
Investissement	37 718	38 430	48 576	1,9	26,4
Solde budgétaire	-20 408	-11 234	-22 851	-45,0	103,4

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

Après avoir réduit son taux de 25 points de base au premier trimestre 2025, Bank Al-Maghrib aurait marqué une pause de sa politique monétaire au deuxième trimestre, en maintenant inchangé son taux directeur à 2,25%. Ce statu quo serait expliqué par un environnement mondial plein d'incertitudes et malgré une conjoncture de repli des tensions inflationnistes au niveau national. Les taux d'intérêt sur le marché interbancaire se seraient stabilisés au niveau du taux directeur, marquant un recul de 74 points de base de leur niveau moyen en variation annuelle. Parallèlement, les taux auraient nettement décliné sur le marché des adjudications des bons du Trésor, avec des baisses de 70 points, 92 points et 88 points de base respectivement pour les taux de maturité 1 an, 5 ans et 10 ans. Les taux moyens pondérés des dépôts à 6 mois auraient reculé de 2 points de base et ceux à 12 mois auraient baissé de 35 points de base, en comparaison avec leur niveau une année auparavant. Les taux débiteurs auraient connu, pour leur part, en moyenne pondérée et en variation annuelle, une régression de 42 points de base au premier trimestre 2025, pour se situer à 4,98%. Cette évolution serait le fruit notamment de la baisse de 59 points et 9 points de base respectivement des taux appliqués aux crédits à la trésorerie des entreprises et à la consommation des ménages.

Taux interbancaire moyen trimestriel

(en %)



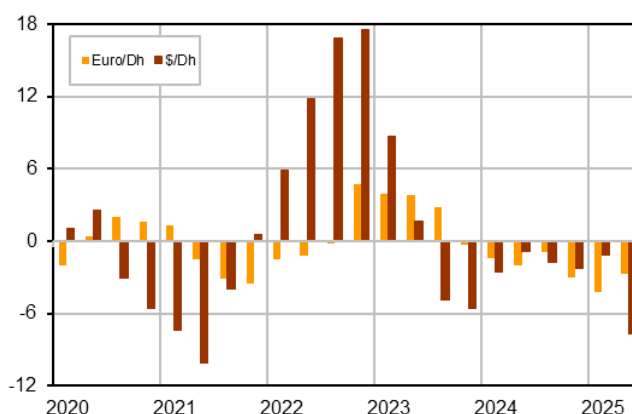
Source : BAM, élaboration HCP

Le besoin de liquidité des banques resterait toujours important, même s'il se serait replié à la suite de la décélération de la circulation fiduciaire et de l'augmentation des réserves de change. Bank Al-Maghrib aurait, ainsi, diminué le volume de ses financements aux banques. La masse monétaire aurait décéléré au deuxième trimestre 2025, affichant un accroissement de 7,6%, après une augmentation de 8% un trimestre auparavant, en glissements annuels. Les avoirs officiels de réserve auraient progressé de 9,5% et les créances nettes sur l'administration centrale auraient marqué une inflexion à la baisse, traduisant un désendettement monétaire du Trésor de 5,5%.

Sur le marché de change, la monnaie nationale aurait subi, au deuxième trimestre 2025, des appréciations de 2,7% par rapport à l'euro et 7,7% vis-à-vis du dollar américain. Le calcul du taux de change effectif nominal du dirham, établi par le HCP, qui représente sa valeur nominale sur la base du panier des devises d'indexation de la monnaie nationale, a permis de dégager une appréciation globale du dirham de 4,9 points par rapport à une année plus tôt.

Taux de change bilatéral moyen du dirham

(GA en %)



Source : BAM, calculs HCP

Evolution des charges et ressources du Trésor

(Hors TVA des collectivités locales, millions de dh, GA en %)

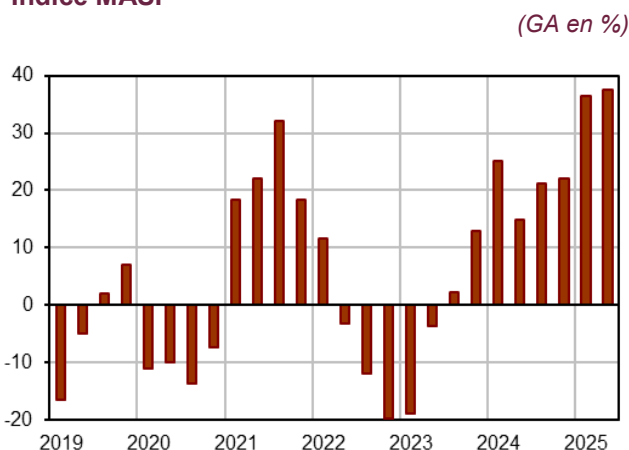
Types	2023				2024				2025	
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Taux directeur⁽¹⁾										
. Avances à 7 jours	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	2,75	2,75	2,50	2,25	2,25
Taux interbancaires⁽²⁾	2,56	3,00	3,00	3,00	3,00	2,99	2,75	2,71	2,47	2,25
Taux des adjudications des bons du Trésor⁽²⁾										
. 1 an	3,46	3,41	3,26	3,14	2,98	2,86	2,74	2,58	2,54	2,16
. 5 ans	3,98	4,16	3,82	3,72	3,42	3,43	3,11	2,94	2,83	2,51
. 10 ans	4,38	4,55	4,20	4,14	3,79	3,75	3,48	3,25	3,17	2,87
Taux créditeurs⁽¹⁾										
. Dépôts à 6 mois	2,38	2,45	2,51	2,47	2,54	2,56	2,77	2,45	2,53	2,54
. Dépôts à 12 mois	2,69	2,97	2,63	2,86	2,86	3,06	2,60	2,88	2,78	2,72

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

Nette croissance des indicateurs boursiers

Dans le marché des actions, la dynamique se serait poursuivie au deuxième trimestre 2025, dans le prolongement de la trajectoire du regain amorcé au second semestre 2023 et consolidé en 2024. Stimulée par une confiance renforcée des investisseurs et un environnement monétaire accommodant, une appréciation généralisée des cours boursiers aurait été enregistrée. La hausse des indices boursiers se serait manifestée par la progression des cours de la quasi-totalité des sociétés cotées, dans un environnement caractérisé par le repli des tensions inflationnistes au niveau national et à la politique d'assouplissement monétaire à travers une nouvelle baisse du taux d'intérêt directeur en mars 2025. Globalement, les séances de corrections à la hausse auraient été dominantes, à la suite du maintien de la confiance des investisseurs vis-à-vis du marché boursier durant cette période. L'indice MASI aurait progressé de 37,6%, en glissement annuel, au deuxième trimestre 2025, après une hausse de 36,5% un trimestre auparavant.

Indice MASI



Source : SBVC, élaboration HCP

La croissance du marché des actions aurait été tirée par une partie importante des secteurs cotés. Ces derniers auraient subi des évolutions à la hausse, mais à des degrés divers. Le secteur des ingénieries et biens d'équipement industriels aurait marqué la plus forte progression au deuxième trimestre 2025, soit +300,9%, suivi du secteur des services de transport (+159,6%), de l'électricité (+115,4%), de la santé (+110%), des mines (95,1%), des holdings (+63,6%) et du secteur de la promotion immobilière (+47,6%). En revanche, les secteurs des boissons et des sociétés de placement immobilier auraient les seuls connu des régressions, avec des baisses de 17,9% et 7,3% respectivement.

Progression du volume des transactions

Le marché boursier aurait affiché des positions globalement acheteuses de la part des investisseurs. Sa liquidité aurait poursuivi sa croissance et le volume des transactions se serait accru de 25%, en variation annuelle, au deuxième trimestre 2025, après avoir enregistré une amélioration de 186,5%

un trimestre auparavant. Le marché central aurait participé à hauteur de 90,6% du volume global; les transactions y afférentes auraient progressé de 71,6%, en variation annuelle. Parallèlement, le chiffre d'affaires sur le marché des blocs aurait régressé de 65,6% et n'aurait, ainsi, engendré que 9,4% du chiffre d'affaires global. Dans ce contexte de progression de la performance de la place financière de Casablanca, la capitalisation boursière se serait appréciée de 38,6% au deuxième trimestre 2025, atteignant 959,4 milliards de dh, soit un gain de 267,1 milliards de dh environ.

Balance des risques : incertitudes dominées par le contexte international

Dans l'ensemble, la croissance nationale se serait établie à 4,6% au deuxième trimestre 2025, en variation annuelle, et devrait atteindre +4,4% au troisième trimestre 2025.

Les incertitudes pesant sur les perspectives d'évolution des échanges internationaux et de l'activité économique mondiale demeurent significativement orientées à la hausse au troisième trimestre 2025. En particulier, les tensions tarifaires observées chez certains partenaires commerciaux pourraient engendrer des répercussions défavorables sur la demande étrangère adressée au Maroc. Le scénario de croissance pour le troisième trimestre 2025 demeure, ainsi, exposé à plusieurs incertitudes conjoncturelles. Le principal risque pesant sur ce scénario réside dans l'impact potentiel des nouveaux droits de douane américains imposés à l'Europe. Ce choc commercial externe, combiné au ralentissement persistant de l'économie européenne, pourrait induire une décélération de la dynamique des industries locales fortement tournées à l'export à l'Europe, notamment celles opérant dans les filières de l'automobile, de la métallurgie, de la chimie et du textile. Un autre facteur de vulnérabilité tient à la performance du secteur agricole, qui pourrait être affectée par un repli plus prononcé de la production animale, en cas d'intensification des vagues de forte chaleur durant l'été.

À l'inverse, certains facteurs pourraient contribuer à atténuer ces risques. Une reprise du secteur agroalimentaire, soutenue par la relance des industries de transformation de céréales et de conserves de poissons, serait de nature à stimuler l'activité industrielle, notamment si la bonne tenue des filières chimiques se prolonge durant la période. Par ailleurs, une baisse plus marquée des cours internationaux du pétrole, en dessous de 70 dollars le baril, pourrait contribuer à limiter les tensions inflationnistes et à soutenir la croissance, sous réserve de l'absence de nouveaux chocs géopolitiques majeurs.

العمالة المدفوعة الاجر ب 3,4%. وحافظ الاستهلاك العمومي أيضاً على وتيرته المتسارعة، مسجلاً ارتفاعاً بنسبة 5,2%، بفضل تعزيز نفقات السلع والخدمات.

وبدوره، شهد الاستثمار انتعاشاً محسوساً خلال الفصل الأول من عام 2025، مسجلاً ارتفاعاً بنسبة 17,5% على أساس سنوي، مقابل 12,3% خلال الفصل السابق. ومع ذلك، يخفي هذا التطور تحولات قطاعية غير متجانسة. فبينما ارتفعت نفقات التجهيز في القطاع الصناعي بشكل طفيف، تعززت الاستثمارات في البنية التحتية الرياضية والطرقية والمائية، مع تحسن كبير في تدفقات القروض في قطاعي الماء والبناء. وإجمالاً، بلغت مساهمة الطلب الداخلي في نمو الناتج الداخلي الإجمالي 8,5 نقطة خلال الفصل الأول من عام 2025، مقارنة لأعلى مستوى لها منذ فترة التعافي ما بعد جائحة كوفيد.

وبخلاف ذلك، استمر الطلب الخارجي في فقدان زخمه بوتيرة أسرع خلال الفترة نفسها، مقتطعاً 3,8 نقاط من النمو الاقتصادي. وحدّ تباطؤ الطلب الأجنبي الموجه من قبل الشركاء الأوروبيين الرئيسيين من نمو الصادرات الوطنية إلى 2,2% خلال الفصل الأول من عام 2025 مقابل 9,8% خلال الفصل الذي يسبقه، بينما أدت قوة الطلب الداخلي من مواد التجهيز والاستهلاك إلى ارتفاع الواردات بوتيرة محسوسة (9,8%).

على صعيد تمويل الاقتصاد، شهدت المداخيل المحصلة من قبل الإدارات العمومية انتعاشاً ملحوظاً خلال الفصل الأول من عام 2025 محققة زيادة ب 21,6%، في سياق تسارع النشاط الاقتصادي، في الوقت الذي عرفت فيه النفقات دفعة قوية وتجاوز معدل تطورها نمو الناتج الداخلي الإجمالي. رغم ذلك، ظل احتياج الإدارات العمومية للتمويل الخارجي محدوداً، بينما تفاقم احتياج المقاولات، مما أدى إلى ارتفاع في احتياج التمويل الإجمالي للاقتصاد كنسبة من الناتج الداخلي الإجمالي بمقدار 3 نقاط مقارنة بالفترة نفسها من عام 2024.

من الراجح أن يكون الاقتصاد الوطني قد سجل زيادة بنسبة 4,6% خلال الفصل الثاني من سنة 2025، على أساس سنوي، مدفوعاً بالأساس بمتانة قطاع الخدمات واستمرار توسع انشطته، إلى جانب الأداء الجيد لقطاعات البناء والصناعات الاستخراجية والفلاحة. ومن المنتظر أن تظل هذه الدينامية قائمة خلال الفصل الثالث، بوتيرة أكثر اعتدالاً، مع توقع نمو في حدود 4,4%. حيث يواصل الإطار الماكرو اقتصادي اتسامه بمرونة النمو وتحكم في الضغوط التضخمية. غير أن آفاق المدى القصير ما تزال محاطة بعدد من الشكوك، مما تتعلق بالأساس بهشاشة نمو الطلب الخارجي، مما قد يحد من أداء بعض القطاعات الموجهة نحو التصدير.

تحسن ديناميكية النمو مطلع عام 2025 رغم تباطؤ الصادرات

تميز مطلع عام 2025 بتسارع النمو الاقتصادي الوطني وارتفاع محدود في الضغوط التضخمية وتراجع في معدل البطالة. في هذا الصدد، بلغت نسبة نمو الناتج الداخلي الخام 4,8% خلال الفصل الأول من عام 2025، على أساس سنوي، مقابل 4,2% خلال الفصل السابق. ويعزى هذا التسارع إلى تحسن الأنشطة الفلاحية واستمرار تنامي القيمة المضافة للفروع الثانوية والثالثية. حيث عرفت أنشطة المعادن والبناء والسياحة والصناعات الكيماوية ديناميكية مهمة محققة زيادات بلغت 6,7% و 6,3% و 9,7% و 6,8% على التوالي في قيمتها المضافة، على أساس التغيرات السنوية. بالموازاة مع ذلك، سجلت المحركات الداخلية للنمو الاقتصادي الوطني تسارعا ملحوظا، حيث ارتفعت نفقات استهلاك الأسر بنسبة 4,4% خلال الفصل الأول من عام 2025، على أساس سنوي، مقابل 3,7% خلال الفصل السابق. ويعكس هذا الارتفاع زيادة في الدخل المرتبط بالأجور، على خلفية تحسن وضعية التشغيل. ففي سياق توسع النشاط، شهدت فرص الشغل المحدثه ديناميكية أكثر حيوية على مستوى القطاع غير الفلاحي، مما ساهم في ارتفاع

استمرار دينامية النمو خلال الفصل الثاني من عام 2025 بفضل الخدمات والصناعات الاستخراجية

يُرجح أن يكون النمو الاقتصادي قد حافظ على ديناميته خلال الفصل الثاني من عام 2025، ليصل إلى 4,6%، مدفوعاً بأداء الأنشطة غير الفلاحية، ولا سيما قطاع الخدمات الذي يشهد منذ عام 2022 نمواً بوتيرة تفوق بكثير متوسط نموه المسجل بين عامي 2010 و2019. كما يرتقب أن يكون قطاع الصناعات الاستخراجية قد استفاد من طلب دولي متزايد على الفوسفات الخام، ما أسفر عن ارتفاع ملحوظ في صادراته، في ظل استمرار الضغوط على الأسعار العالمية للأسمدة. وبالموازاة مع ذلك، سيسجل نشاط البناء انتعاشاً بنسبة 6,8%، مدعوماً بتكثيف المشاريع الكبرى للبنية التحتية.

أما على صعيد قطاع الفلاحة، فمن المنتظر أن يكون نمو قيمته المضافة قد استمر بوتيرة تناهز 4,7% خلال الفصل الثاني من عام 2025، على أساس سنوي، مساهماً بـ 0,5 نقطة في النمو الاقتصادي الإجمالي. وعلى الرغم من ارتفاع إنتاج المحاصيل بشكل عام، يُرتقب أن يُظهر اتجاهات متباينة، بسبب الظروف المناخية غير المنتظمة التي ميزت موسمي الخريف والربيع 2024/2025. ومن المتوقع أن يكون ارتفاع درجات الحرارة، إلى جانب نقص هطول الأمطار غير المتكافئ بين المناطق، قد أثر على بعض المحاصيل، وخاصة الفواكه الشجرية والبذور الزيتية. في المقابل، من المتوقع أن يتحسن حصاد الحبوب والخضروات الموسمية والمحاصيل السكرية، لا سيما في المناطق المروية وتلك الأقل تأثراً بنقص المياه، مدعوماً جزئياً بتدابير الدعم. وفيما يخص الإنتاج الحيواني، الذي يشهد تراجعاً ظرفياً منذ عام 2022، يُرجح أن يظل دون مستواه الاتجاهي خلال الفصل الثاني من عام 2025، رغم تحسن أنشطة قطاع الدواجن.

وفي المجمل، يُقدّر أن يكون نمو القيمة المضافة لجميع الفروع الإنتاجية قد استقر خلال الفصل الثاني من عام 2025 عند نفس الوتيرة المسجلة خلال الفصل الأول (4,5%). وقد شكّل طلب الأسر المحرك الرئيسي للنمو. فخلال الفصول الثلاثة الأخيرة، عرفت نفقات استهلاك الأسر عودة نحو ديناميكية تطورها التي كانت عليها قبل أزمة كوفيد،

مدعومة بشكل خاص بالمكاسب التي أتاحتها الإجراءات الاجتماعية والضريبية وتحسن التشغيل المؤدى عنه.

و على صعيد الطلب العمومي، يُرجح أن يكون استهلاك الإدارات قد شهد تباطؤاً طفيفاً خلال الفصل الثاني من عام 2025، مسجلاً زيادة بنسبة 5% على أساس سنوي، في الوقت الذي حافظت فيه الاستثمارات في البنية التحتية على مستواها، مما أدى إلى زيادة محسوسة في واردات معدات الهندسة المدنية. كما ينتظر أن تكون استثمارات الشركات الخاصة قد عرفت ديناميكية أكبر مقارنة ببداية العام، غير أن سلوكها التخزيني قد يكون أكثر حيادية، في سياق تزايد الضغوط على الصادرات. وإجمالاً، يُحتمل أن يكون زخم الطلب الداخلي قد استمر خلال الفصل الثاني من عام 2025، مساهماً بـ 7,7 نقطة في النمو الاقتصادي الإجمالي، بينما يُرجح أن تكون مساهمة الطلب الخارجي قد بقيت سلبية، لتصل إلى 3,1- نقطة.

وسيرافق ديناميكية الطلب الداخلي تطور محدود في الضغوط التضخمية خلال الفصل الثاني من عام 2025. حيث سيشهد التضخم الأساسي تراجعاً إلى ما دون عتبة 2% لأول مرة منذ 2021، ليبلغ 1,1%، مما يعكس تقلصاً في تكاليف الإنتاج، باستثناء المنتجات المتقلبة والتعريفات المنظمة. في العموم، ستعرف أسعار الاستهلاك ارتفاعاً بنسبة 0,8%، بعد أن سجلت زيادة بنسبة 2% خلال الفصل الأول من عام 2025. ويعكس هذا التباطؤ التأثير المزدوج لتراجع وتيرة ارتفاع أسعار المنتجات الغذائية إلى 1,4% وأسعار المنتجات غير الغذائية إلى 0,4%. ويُرجح أن يكون التضخم الغذائي، الذي ساهم بقوة في ارتفاع أسعار الاستهلاك خلال الفصل السابق (1,5 نقطة)، قد عرف بعض التراجع، بفضل تحسن عرض بعض المنتجات، لا سيما البيض والأسماك الطازجة والقطاني الجافة والحبوب المصنعة. كما يرتقب أن يكون المكون غير الغذائي للأسعار قد شهد تباطؤاً وتحولاً في اتجاهه في بعض السلع خاصة قطاع الطاقة (2,2- %)، على خلفية انخفاض أسعار النفط العالمية وتباطؤ أسعار الغاز، بفعل تأثير الأساس. في الوقت نفسه، يُرجح أن تكون أسعار الخدمات قد حافظت على تطورها البطيء (0,9%، مقابل 1,2% خلال الفصل السابق)، مما يعكس بشكل خاص انخفاض تعريفات النقل الجوي، بينما ستظل أسعار المنتجات المصنعة شبه مستقرة.

توسع نقدي وتعزيز للثقة في الأسواق المالية

يُرجح أن تكون القروض المقدمة نحو الاقتصاد قد حققت زيادة بنسبة 7,5% على أساس سنوي، خلال الفصل الثاني من 2025. ويُعزى هذا التطور بشكل رئيسي إلى تسارع قروض تجهيز الشركات وتلك الموجهة للقطاع العقاري. وفي هذا السياق، يُفترض أن يكون احتياج البنوك للسيولة قد تراجع، وإن ظل عند مستوى مهم، بسبب تباطؤ تداول العملة الورقية. بالموازاة مع ذلك، يُرجح أن تكون الأصول الاحتياطية الرسمية قد تعززت (9,5%+)، بينما تراجعت صافي المطالبات على الإدارة المركزية، مما يعكس تخفيضاً في المديونية النقدية للخزينة بنسبة 5,5%. وإجمالاً، يُرتقب أن تكون الكتلة النقدية قد شهدت تباطؤاً، مسجلة زيادة بنسبة 7,6% بدلاً من 8% خلال الفصل السابق.

في ظل ذلك، وبعد أن خفض بنك المغرب سعر الفائدة بمقدار 25 نقطة أساس خلال الفصل الأول من عام 2025، حافظ على سعر الفائدة الرئيسي دون تغيير عند 2,25% في متم الفصل الثاني. ومن المرجح أن تكون أسعار الفائدة ما بين البنوك قد شهدت استقراراً عند مستوى سعر الفائدة الرئيسي في أعقاب ذلك، مسجلة تراجعاً بمقدار 74 نقطة أساس من متوسط مستواها على أساس سنوي. كما ينتظر أن تكون التراجعات في سعر الفائدة الرئيسي خلال عام 2024 ومطلع عام 2025 قد أحدثت نفس الآثار الانكماشية على أسعار الفائدة الدائنة التي ستخفف بمتوسط 18 نقطة أساس خلال الفصل الثاني من عام 2025. في الوقت نفسه، يرتقب أن تتخفف الأسعار بشكل ملحوظ في سوق سندات الخزينة، مع تراجعات ستبلغ 70 نقطة، 92 نقطة و88 نقطة أساس على التوالي لأسعار الآجال سنة واحدة، خمس سنوات وعشر سنوات. وفي سوق الصرف، يرجح أن يكون الدرهم قد ارتفع بنسبة 2,7% و7,7% على التوالي مقابل اليورو والدولار الأمريكي.

أما في سوق الأسهم، فيرتقب أن تواصل المؤشرات في التناهي خلال الفصل الثاني من عام 2025، ضمن مسار الانتعاش الذي بدأته في النصف الثاني من عام 2023 وتوطد في عام 2024، مدفوعة

بتعزيز ثقة المستثمرين في ظل بيئة نقدية مواتية، اتسمت بشكل خاص بالتيسير المالي الذي ميز شهر مارس 2025، مما ساهم في ارتفاع عام في أسعار الأسهم. وفي هذا الإطار، يرجح أن يكون مؤشر مازي قد حقق تقدماً بنسبة 37,6% على أساس سنوي، عقب زيادة بلغت 36,5% خلال الفصل السابق، بينما يُرجح أن تكون القيمة السوقية قد ارتفعت بنسبة 38,6%. ويعكس هذا الأداء تحسن أسهم شركات المعادن والشركات القابضة والترويج العقاري. كما ينتظر أن تكون سيولة السوق قد حافظت على مسارها التصاعدي، مع تقدم بنسبة 25% في حجم المعاملات.

توقعات باستمرار النمو خلال الفصل الثالث من عام 2025

تشير آفاق النمو للفصل الثالث من عام 2025 إلى استمرار الديناميكية التي بدأت في بداية العام، وإن كان بوتيرة أكثر اعتدالاً. ووفقاً للتقديرات الأولية، يتوقع أن يصل نمو الناتج الداخلي الخام إلى 4,4% خلال الفصل الثالث من عام 2025. حيث سيشهد الطلب الخارجي الموجه إلى المغرب تباطؤاً، في الوقت الذي سيواصل الطلب الداخلي دعمه للنمو الاقتصادي، ليلبلغ 6,6 نقاط. وبالنظر إلى دينامية الانتعاش التي انطلقت منذ نهاية عام 2024، يُتوقع أن يستمر تعافي الاستثمار والاستهلاك خلال الفصل الثالث من عام 2025، مما سيعزز ارتفاع الأنشطة غير الفلاحية بنسبة 4,2% على أساس سنوي، مقابل 4,4% خلال الفصل السابق.

ومن المتوقع أن تظل الضغوط التضخمية محدودة خلال نفس الفترة، بناءً على فرضية استمرار الاتجاه التنافسي لأسعار النفط. وفي غياب اضطرابات كبيرة في عرض المنتجات الغذائية، يُتوقع أن يستقر معدل التضخم عند 1,1%، بينما ستقترب مكونه الأساسي، الذي يستثني أسعار المنتجات البترولية والمنتجات المتقلبة والتعريفات المنظمة من 0,8%.

ميزان المخاطر: تزايد الالايقين مرتبط بتقلبات المحيط الدولي

في العموم، لا تزال الشكوك المحيطة بآفاق التجارة الدولية والنشاط الاقتصادي العالمي تتجه نحو الارتفاع

بشكل ملحوظ في الفصل الثالث من عام 2025. وعلى وجه الخصوص، قد يكون للتوترات الجمركية لدى بعض الشركاء التجاريين تداعيات سلبية على الطلب الخارجي على المغرب. وبالتالي، يظل سيناريو النمو للفصل الثالث من عام 2025 عرضة للعديد من أوجه عدم اليقين الاقتصادي. ويمكن العامل المُقَيّد الأبرز لهذا السيناريو في التأثير المحتمل للرسوم الجمركية الأمريكية الجديدة المفروضة على أوروبا. حيث يمكن أن تؤدي هذه الصدمة التجارية الخارجية، إلى جانب التباطؤ المستمر في الاقتصاد الأوروبي، إلى تباطؤ في دينامية الصناعات الموجهة نحو التصدير بصفة خاصة نحو أوروبا، وخاصة الأنشطة المتعلقة بقطاعات السيارات والصلب والصناعات الكيماوية والنسيج. وتبرز أيضًا هشاشة إضافية بالنسبة لهذا السيناريو على مستوى القطاع الفلاحي، حيث قد تتأثر مردوبيته بتراجع أكثر حدة في الإنتاج الحيواني، لا سيما في حالة اشتداد موجات الحرارة خلال فصل الصيف.

في المقابل، قد تُساهم بعض العوامل في التخفيف من حدة هذه المخاطر. إذ يُمكن لانتعاش قطاع الصناعات الغذائية، المدعوم بارتفاع أنشطة تحويل الحبوب وتعليب الأسماك، أن يُحفّز النشاط الصناعي، خاصة إذا استمرت المؤشرات الإيجابية المسجلة في سلاسل الإنتاج الكيميائي خلال هذه الفترة. ومن جهة أخرى، فإن انخفاضًا أكبر في أسعار النفط العالمية إلى ما دون 70 دولارًا للبرميل، في حال عدم وقوع صدمات جيوسياسية جديدة، قد يُساهم في احتواء الضغوط التضخمية ودعم وتيرة النمو.

TABLEAU DE BORD (glissement annuel en %)					جدول قيادي (التغير السنوي بـ%)		
Secteurs et indicateurs de croissance		2024		2025		الأنشطة القطاعية ومؤشرات النمو	
		II	III	IV	I		
PIB (prix 2014)	Valeur ajoutée agricole	-4,4	-5,1	-4,8	4,5	القيمة المضافة للنشاط الفلاحي	الناتج الداخلي الإجمالي، سعر 2014
	Valeur ajoutée non-agricole	3,8	5,7	4,8	4,6	القيمة المضافة للأنشطة غير الفلاحية	
	PIB global	3,0	5,0	4,2	4,8	الناتج الداخلي الإجمالي	
Indicateurs sectoriels	Ventes de ciment	2,8	18,9	16,5	4,5	مبيعات الاسمنت	مؤشرات قطاعية
	Indice de production électrique	-6,6	3,5	6,0	7,1	مؤشر إنتاج الكهرباء	
	Indice de production industrielle	-6,9	9,2	5,0	3,2	مؤشر إنتاج الصناعة	
Prix à la con- sommation (base 2017)	Indice général	0,8	1,3	0,7	2,0	المؤشر العام	أثمان الاستهلاك (أساس 2017)
	Produits alimentaires	-0,3	1,0	0,7	3,4	المواد الغذائية	
	Produits non-alimentaires	1,6	1,4	0,7	1,1	المواد غير الغذائية	
Echanges extérieurs	Exportations de biens (en valeur)	2,7	9,0	5,4	2,6	الصادرات (بالقيمة)	المبادلات الخارجية
	Importations de biens (en valeur)	8,1	10,7	10,9	7,0	الواردات (بالقيمة)	
	Déficit commercial de biens	17,1	12,8	19,8	15,1	العجز التجاري	
	Taux de couverture (en points)	-3,1	-0,8	-3,1	-2,7	نسبة التغطية (بالنقط)	
	Recettes voyages	7,3	13,4	-0,1	2,2	المدخل السياحية	
	Transferts des MRE	4,4	9,8	-3,4	-5,8	تحويلات المغاربة القاطنين في الخارج	
Finances publiques	Recettes ordinaires	13,0	12,5	8,7	21,6	المدخل العادية	المالية العمومية
	Dépenses ordinaires	-1,4	2,8	2,7	36,3	النفقات العادية	
	Investissement budgétaire	10,0	5,6	0,3	15,9	الاستثمارات العمومية	
	Solde budgétaire	-27,1	-24,4	-14,0	-64,6	رصيد الحسابات	
Monnaie, intérêt et change	Masse monétaire	4,6	6,6	8,0	8,0	الكتلة النقدية	النقد و نسبة الفائدة و سعر الصرف
	Avoirs officiels de réserve	5,8	3,6	4,5	2,5	الموجودات الخارجية الصافية	
	Créances nettes sur l'AC	5,6	8,6	6,9	7,7	الديون الصافية على الإدارة المركزية	
	Créances sur l'économie	3,8	5,9	6,9	7,4	الديون على الاقتصاد	
	Taux d'intérêt interbancaire en %	-0,01	-0,25	-0,29	-0,53	نسبة الفائدة بين البنوك بـ %	
	Taux adjudications bons du Trésor un an en %	-0,55	-0,52	-0,56	-0,44	نسبة فائدة سندات الخزينة لسنة واحدة بـ %	
	Taux de change dirham / euro	-2,0	-0,9	-3,0	-4,2	سعر الصرف درهم / أورو	
	Taux de change dirham / dollar	-0,9	-1,8	-2,2	-1,2	سعر الصرف درهم / دولار	
Bourse des valeurs	MASI	14,9	21,1	22,2	36,5	مؤشر مازي	بورصة القيم
	Capitalisation boursière	15,7	21,7	20,2	37,8	رسملة البورصة	
	Volume des transactions	182,9	49,1	35,1	186,5	حجم المعاملات	

Date d'achèvement de la rédaction le 08 juillet 2025

INSTITUT NATIONAL D'ANALYSE DE LA CONJONCTURE

HCP, ILOT 31-3, SECTEUR 16, HAY RIAD, RABAT, BP : 178

Tél : 05 37 57 69 00 , Site web : www.hcp.ma