



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 74 / 2025

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 18 MARS 2025

Dépôt légal : 2025/0033

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

 @BankAlMaghrib

SOMMAIRE

PRÉAMBULE

COMMUNIQUÉ DE PRESSE	7
APERÇU GÉNÉRAL	10
1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX	17
1.1 Activité économique et emploi	17
1.2 Conditions monétaires et financières	18
1.3 Prix des matières premières et inflation	21
2. COMPTES EXTÉRIEURS	23
2.1 Balance commerciale	23
2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes	26
2.3 Compte financier	26
3. MONNAIE, CRÉDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS	28
3.1 Conditions monétaires	28
3.2 Prix des actifs	33
4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE	36
4.1 Recettes ordinaires	36
4.2 Dépenses	37
4.3 Déficit et financement du Trésor	39
5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL	42
5.1 Demande intérieure	42
5.2 Demande extérieure	43
5.3 Offre globale	43
5.4 Marché du travail et capacités de production	44
6. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION	47
6.1 Évolution de l'inflation	47
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation	49
6.3 Anticipations de l'inflation	50
6.4 Prix à la production	51
7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME	52
Synthèse	52
7.1 Hypothèses sous-jacentes	55
7.2 Projections macroéconomiques	59
7.3 Balance des risques	63
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	64
LISTE DES GRAPHIQUES	66
LISTE DES TABLEAUX	67
LISTE DES ENCADRÉS	68

بنك المغرب
بنك المغرب

PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

Le Wali, Président

Le Directeur Général

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

Mme Mouna CHERKAOUI

M. Mohammed DAIRI

Mme Najat EL MEKKAOUI

M. Larabi JAÏDI

M. Mustapha MOUSSAOUI

M. Fathallah OUALALOU

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

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 18 mars 2025

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 18 mars sa première réunion trimestrielle au titre de l'année 2025.
2. Lors de cette session, il a analysé l'évolution de la conjoncture économique, nationale et internationale, et celle récente en matière de politiques publiques au Maroc, ainsi que les projections macroéconomiques de la Banque à moyen terme.
3. Au plan international, le Conseil a noté qu'en dépit des tensions géopolitiques et des conditions monétaires restrictives, l'économie mondiale a fait preuve globalement d'une relative résilience en 2024, avec toutefois des trajectoires divergentes entre pays. Ses perspectives, qui laissent entrevoir la poursuite du ralentissement, restent entourées de fortes incertitudes liées notamment à l'orientation des politiques économiques, en particulier commerciales. Ces évolutions, conjuguées au repli attendu des prix de l'énergie et à la détente sur les marchés du travail, se traduiraient par une poursuite de la décélération de l'inflation qui demeurerait néanmoins à des niveaux au-dessus des cibles des banques centrales des principales économies avancées.
4. Au niveau national, le Conseil a relevé la dynamique notable de l'activité dans les secteurs non agricoles, tirée en particulier par l'investissement, principalement dans les infrastructures. Il a pris note également de l'engagement du Gouvernement à poursuivre la consolidation des équilibres macroéconomiques, tout en maintenant l'élan des réformes, ainsi que de la feuille de route qu'il a adoptée récemment pour relancer l'emploi, notamment en stimulant l'investissement des très petites, petites et moyennes entreprises (TPME). Quant au secteur agricole, la production continue de pâtir des conditions climatiques défavorables, bien qu'en nette amélioration depuis le début de ce mois.
5. S'agissant de l'inflation, après deux années de niveaux élevés, elle a connu un ralentissement très sensible en 2024, revenant à 0,9% en moyenne. Elle devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, s'accroître, tout en restant à un niveau modéré oscillant autour de 2% au cours des deux prochaines années. Sa composante sous-jacente est ressortie à 2,2% en 2024 et évoluerait également autour de 2% à moyen terme. Ces perspectives demeurent entourées de fortes incertitudes liées notamment, au plan externe, à la persistance des tensions géoéconomiques et à leurs implications sur l'inflation mondiale, et au plan interne, à l'évolution de l'offre de produits agricoles. Le Conseil a, par ailleurs, noté que les anticipations d'inflation restent ancrées, les experts du secteur financier s'attendant au premier trimestre 2025 à des taux moyens de 2,2% pour l'horizon de 8 trimestres et de 2,4% pour celui de 12 trimestres.
6. Sur le volet de la transmission de ses décisions, les données collectées au quatrième trimestre 2024 montrent une baisse de 35 points de base (pb) des taux débiteurs assortissant les crédits bancaires au secteur non financier, comparativement au deuxième trimestre de la même année, contre une réduction de 25 pb du taux directeur au cours de la même période.

7. Compte tenu de l'évolution prévue de l'inflation à des niveaux en ligne avec l'objectif de stabilité des prix et en vue de renforcer son soutien à l'activité économique et à l'emploi, le Conseil a décidé de réduire, pour la deuxième fois consécutive et la troisième depuis juin dernier, le taux directeur de 25 pb à 2,25%. Il continuera de suivre de très près l'évolution de la conjoncture et de fonder ses décisions réunion par réunion sur la base des données les plus actualisées.
8. Dans cette même optique, Bank Al-Maghrib met en place un nouveau programme de soutien au financement bancaire des très petites entreprises (TPE), avec en particulier un refinancement des banques participantes à un taux préférentiel égal au taux directeur minoré de 25 pb. Ce dispositif et l'engagement exprimé par le secteur bancaire devraient améliorer l'accès au financement de cette catégorie d'entreprises et renforcer sa contribution à la création d'emplois dans notre pays.
9. Sur les marchés internationaux des matières premières, les cours du pétrole maintiendraient leur tendance baissière à moyen terme, à la faveur de l'augmentation de l'offre notamment des pays non-membres de l'OPEP+ et de la modération de la demande mondiale. Le cours du Brent en particulier reviendrait de 79,8 dollars le baril en moyenne en 2024 à 69,1 dollars en 2026. De même, les prix du phosphate brut d'origine marocaine diminueraient, selon les projections de la Commodities Research Unit, de 215 dollars la tonne en 2024 à 182 dollars en 2026, alors que ceux de ses dérivés progresseraient au cours de la même période de 586 dollars la tonne à 591 dollars pour le DAP et de 436 dollars à 468 dollars pour le TSP. Pour ce qui est des produits alimentaires, l'indice FAO ressortirait en accroissement de 3,1% en 2025 et de 0,9% en 2026 et ce, après un repli de 2,1% en 2024.
10. S'agissant des perspectives de l'économie mondiale, le rythme de l'activité ralentirait à 3% en 2025 et à 2,8% en 2026. Dans les économies avancées, la croissance décélérerait à 2% cette année et à 1,7% en 2026 aux Etats-Unis et resterait faible dans la zone euro, se situant à 1% en 2025 puis à 1,3% l'année suivante. Dans les principaux pays émergents, l'économie chinoise, après avoir quasiment atteint l'objectif de croissance de 5% fixé par les autorités pour 2024, devrait croître de 4,8% en 2025 et de 4,3% en 2026, tandis qu'en Inde, l'activité demeurerait vigoureuse, avec une croissance de 7,2% et 6,7% respectivement.
11. Dans ces conditions, l'inflation mondiale poursuivrait sa décélération, revenant de 3,7% en 2024 à 3,2% en 2025 et en 2026. Dans les principales économies avancées, elle ressortirait à 2,4% en 2025 et à 2,1% en 2026 dans la zone euro, et se maintiendrait autour de 3% au cours des deux années aux Etats-Unis.
12. Dans ce contexte, les politiques monétaires des banques centrales des principales économies avancées restent orientées vers l'assouplissement. Ainsi, la BCE a décidé à l'issue de sa réunion du 6 mars de réduire, pour la cinquième fois d'affilée et la sixième depuis juin 2024, ses trois taux d'intérêt directeurs de 25 pb. De son côté, après trois baisses consécutives d'un total de 100 pb en 2024, la FED a décidé, lors de sa réunion des 28 et 29 janvier, de marquer une pause, maintenant inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4,25%-4,50%].
13. Au niveau national, la croissance non agricole aurait atteint 4,2% en 2024 et devrait rester autour de ce niveau à moyen terme, tirée essentiellement par l'essor de l'investissement dans les infrastructures, alors que la valeur ajoutée agricole demeure tributaire des conditions climatiques. Elle aurait reculé de 4,7% en 2024 et devrait, tenant compte d'une récolte céréalière qui atteindrait selon une estimation préliminaire de Bank Al-Maghrib 35 millions de quintaux et de l'amélioration prévue de la production non céréalière, s'accroître de 2,5% cette année avant de marquer un bond de 6,1% en 2026 sous

l'hypothèse d'un retour à une récolte moyenne de 50 millions de quintaux. Au total, la croissance de l'économie nationale se serait située à 3,2% en 2024 et devrait s'accroître progressivement pour atteindre 3,9% cette année et 4,2% en 2026.

14. Sur le marché du travail, les données relatives à l'année 2024 montrent que la situation continue de pâtir de la contraction de la production agricole, avec une nouvelle perte de 137 mille emplois dans l'agriculture. En revanche, l'emploi non agricole a connu une certaine reprise avec des créations de 160 mille postes dans les services, de 46 mille dans l'industrie et de 13 mille dans le BTP. Tenant compte d'une entrée nette de 140 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a légèrement baissé à 43,5% et le taux de chômage s'est aggravé à 13,3% au niveau national, à 6,8% en zones rurales et à 16,9% en milieu urbain.
15. Sur le volet des comptes extérieurs, la dynamique des échanges observée en 2024 devrait se poursuivre à moyen terme. Les exportations seraient tirées essentiellement par les ventes de phosphate et dérivés, qui augmenteraient de 15,2% cette année et de 8,6% en 2026 à 108,6 milliards de dirhams, et par celles du secteur automobile qui atteindraient 195 milliards en 2026. En parallèle, les importations seraient portées notamment par la poursuite de la forte progression prévue des acquisitions de biens d'équipement ainsi que par la hausse des achats de biens de consommation, alors que la facture énergétique continuerait de reculer pour s'établir à 104,6 milliards en 2026. Par ailleurs, les recettes de voyages poursuivraient leur expansion pour se situer à près de 125 milliards de dirhams en 2026, tandis que les transferts des MRE se consolideraient pour avoisiner 123 milliards la même année. Au regard de ces évolutions, le déficit du compte courant se creuserait à 2,9% du PIB en 2025 avant de s'alléger à 2% en 2026. Quant aux recettes des investissements directs étrangers, elles continueraient de s'améliorer, avoisinant l'équivalent de 3% du PIB en 2025 et 3,3% en 2026, après 2,8% en 2024. Au total, et tenant compte des financements extérieurs prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve se renforceraient à 391,8 milliards de dirhams à fin 2025 puis à 408 milliards à fin 2026, représentant l'équivalent de 5 mois et 5 jours d'importations de biens et services et 5 mois et 11 jours respectivement.
16. Au niveau des conditions monétaires, le besoin de liquidité bancaire s'est atténué à 128,7 milliards de dirhams en moyenne en janvier et février 2025, suite notamment au reflux de la circulation fiduciaire en lien essentiellement avec l'opération de régularisation volontaire de la situation fiscale des personnes physiques. Il devrait toutefois se creuser à nouveau à 143 milliards de dirhams à fin 2025 et à 162 milliards en 2026. De son côté, et tenant compte de l'évolution prévue de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, le rythme du crédit au secteur non financier devrait connaître une forte accélération, passant de 2,6% en 2024 à 5,9% en 2025 puis à 6% en 2026. S'agissant du taux de change effectif réel, il s'apprécierait de 0,8% en 2025 avant de connaître une quasi-stabilité en 2026, l'appréciation nominale du dirham devant être compensée par l'écart entre l'inflation domestique et celle des principaux partenaires et concurrents commerciaux.
17. Sur le volet des finances publiques, l'année 2024 a connu une amélioration de 15,3% des recettes ordinaires, portée notamment par la performance notable des rentrées fiscales. En parallèle, les dépenses globales se sont accrues de 6,5%, reflétant la hausse des dépenses de biens et services et de celles d'investissement. Compte tenu de ces réalisations, des données de la loi de finances 2025 et de la programmation budgétaire triennale 2025-2027, le déficit budgétaire hors produit de cession des participations de l'Etat devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, s'alléger graduellement, revenant de 4,1% du PIB en 2024 à 3,9% en 2025 et à 3,6% en 2026.

APERÇU GENERAL

En dépit de vives tensions géopolitiques et des conditions monétaires restrictives, l'économie mondiale continue globalement de faire preuve d'une relative résilience. Toutefois, les trajectoires divergent d'une économie à l'autre et les perspectives restent entourées de fortes incertitudes.

Les dernières données infra-annuelles disponibles relatives au quatrième trimestre de 2024 font ressortir une légère décélération de la **croissance**, en glissement annuel, aux Etats-Unis à 2,5% après 2,7% un trimestre auparavant. Dans la zone euro, elle s'est établie à 1,2%, contre 1%, avec des contrastes importants entre pays membres. Elle s'est en effet stabilisée à 3,5% en Espagne et à 0,6% en Italie, a ralenti de 1,2% à 0,6% en France, et a accusé une nouvelle contraction de 0,2% en Allemagne après celle de 0,3%. Pour ce qui est des autres économies avancées, le rythme de l'activité s'est amélioré de 0,6% à 1,4% au Japon, et de 1% à 1,4% au Royaume-Uni.

Les économies émergentes ont connu des développements tout aussi contrastés. En Chine, la croissance s'est améliorée à 5,4% au quatrième trimestre après 4,6% au trimestre précédent, tirée par la dynamique des exportations. De même, le rythme de l'activité est resté vigoureux en Inde à 6,2% contre 5,6% un trimestre auparavant, s'est accéléré de 2,2% à 3% en Turquie, tandis qu'il a décéléré de 4% à 3,6% au Brésil. En Russie, les données relatives au troisième trimestre indiquent un ralentissement de 4,1% à 3,1%.

Sur les **marchés du travail des économies avancées**, les conditions restent favorables malgré une relative détente. Les données du mois de février font ressortir une légère hausse du taux de chômage aux Etats-Unis à 4,1%, parallèlement à une augmentation des créations d'emplois à 151 mille après 125 mille le mois précédent. Dans la zone euro, ce taux s'est stabilisé à 6,2% en janvier, avec des contrastes entre pays membres. Il est resté inchangé en France et en Allemagne et a reculé légèrement en Italie et en Espagne.

Au niveau des marchés financiers, la performance enregistrée en 2024 par les places boursières des principales économies avancées s'est globalement poursuivie au cours des deux premiers mois de l'année 2025. En effet, après avoir terminé l'année sur une hausse de 13,9%, l'Eurostoxx s'est accru de 6,7%, le FTSE 100 de 3,9%, après 6%, et le Dow Jones Industrials de 0,4%, après 18,1%. En revanche, le Nikkei 225 a affiché un recul de 0,6% après un bond de 25,1% en 2024. Ces évolutions se sont accompagnées d'une augmentation de l'aversion au risque tant sur les marchés financiers américains qu'européens, avec des accroissements, à fin février, à 19,6 pour l'indice VIX et à 16,6 pour le VSTOXX. Concernant les économies émergentes, le MSCI EM a connu, sur les deux premiers mois de l'année en cours, une légère augmentation de 0,1%, liée notamment à la hausse du sous-indice chinois et ce, après une hausse de 8,6% en 2024.

S'agissant des **marchés obligataires souverains**, la forte amélioration des rendements en 2024 s'est poursuivie au cours des deux premiers mois de cette année en raison notamment de la hausse des anticipations d'inflation. Ainsi, le taux à 10 ans a augmenté de 14 points de base (pb) à 4,5% pour les

Etats-Unis, de 23 pb à 2,5% pour l'Allemagne, de 19 pb à 3,1% pour la France, de 24 pb à 3,1% pour l'Espagne et de 22 pb à 3,5% pour l'Italie. Pour les principales économies émergentes, ce taux a enregistré des reculs de 14 pb à 1,7% pour la Chine, de 29 pb à 14,9% pour le Brésil, de 2 pb à 6,7% pour l'Inde et de 182 pb à 26,2% pour la Turquie.

Sur les marchés de change, après une quasi-stagnation en 2024 à 1,08 dollar en moyenne, l'euro s'est déprécié de 0,7% sur les deux premiers mois de l'année en cours. Cette évolution traduit essentiellement la divergence des orientations des politiques monétaires de la FED et de la BCE dans un contexte fortement incertain qui renforce la demande sur le dollar en tant que valeur refuge. Par rapport aux autres monnaies, il s'est replié de 0,7% vis-à-vis du yen japonais et s'est, par contre, apprécié de 0,8% face à la livre sterling. Concernant les monnaies des principales économies émergentes, elles ont connu des évolutions disparates par rapport au dollar, avec une quasi-stagnation pour le renminbi chinois, une appréciation de la roupie indienne et de la lire turque et une dépréciation sensible du real brésilien.

Sur le marché des matières premières, le cours du Brent a affiché une hausse mensuelle moyenne de 4,5% en janvier et février, atteignant 77,2 dollars le baril, mais ressort en recul de 5,9% en glissement annuel. Le prix du gaz naturel sur le marché européen a également progressé de 8,3% sur les deux premiers mois de l'année et de 69,4% en glissement annuel. Pour leur part, les produits hors énergie ont vu leur cours augmenter de 0,4%, portés notamment par une appréciation des prix des métaux et minerais. En comparaison annuelle, ils ressortent en hausse de 9,3%, reflétant principalement celle de 10,5% pour les produits agricoles. S'agissant du phosphate et dérivés, les cours du DAP et du TSP se sont accrus, en glissement mensuel, de 44% à 593,2 dollars la tonne et de 0,4% à 479,3 dollars respectivement, alors que ceux du phosphate brut sont restés stables à 152,5 dollars. Par rapport aux mêmes mois de 2024, les prix ressortent en appréciation de 0,5% pour le DAP et de 5,9% pour le TSP, tandis que ceux du phosphate brut sont restés stables.

Dans ce contexte, **l'inflation** continue d'évoluer globalement au-dessus des cibles des banques centrales des principales économies avancées. Elle a connu une décélération en février à 2,4% dans la **zone euro** et à 2,8% aux **Etats-Unis**. A l'inverse, elle s'est accrue en janvier à 4% au Japon et à 3% au Royaume-Uni. Dans les grandes économies émergentes, les données relatives au mois de février font ressortir des accélérations à 10,1% en **Russie** et à 5,1% au **Brésil**. A l'inverse, l'inflation a décéléré à 3,6% en **Inde** et s'est repliée de 0,7% en **Chine**.

Concernant l'orientation des politiques monétaires, la **BCE** a décidé, à l'issue de sa réunion du 6 mars, de réduire ses trois taux directeurs de 25 points de base (pb), soit la cinquième baisse consécutive et la sixième depuis juin 2024, considérant que le processus de désinflation dans la zone euro est en bonne voie. Les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont été ainsi ramenés à 2,50%, 2,65% et 2,90% respectivement. Pour sa part, après trois baisses consécutives d'un total de 100 pb en 2024, la **Fed** a décidé lors de sa réunion des 28 et 29 janvier de maintenir la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [4,25%-4,50%] dans un contexte caractérisé par un rythme soutenu de l'activité économique, un marché du travail solide et une inflation quelque peu élevée.

Au niveau national, les dernières données des comptes nationaux restent celles relatives au troisième trimestre 2024 et révèlent une nette accélération de la croissance à 4,3%, en glissement annuel, après 3% le même trimestre un an auparavant. Cette amélioration recouvre une hausse de 5,1%, au lieu de 3,1%, de la valeur ajoutée des activités non agricoles et une baisse de 5,2%, après une augmentation de 0,9%, de celle agricole. Du côté de la demande, sa composante intérieure a contribué positivement à la croissance à hauteur de 6,9 points de pourcentage, tandis que la participation des échanges extérieurs a été négative à hauteur de 2,5 points.

Sur le marché du travail, l'économie nationale a créé 82 mille emplois en 2024, après une perte de 157 mille un an auparavant. A l'exception de l'agriculture qui a accusé une diminution de 137 mille emplois, les autres secteurs ont tous connu des augmentations de leurs effectifs, soient 13 mille dans le BTP, 46 mille dans l'industrie et 160 mille dans les services. Tenant compte d'une entrée nette sur le marché de 140 mille actifs, le taux d'activité a enregistré une légère baisse de 0,1 point à 43,5% et le taux de chômage a augmenté de 13% à 13,3% globalement, de 16,8% à 16,9% en milieu urbain et de 6,3% à 6,8% en zones rurales.

Au plan **des comptes extérieurs**, l'année 2024 a été marquée par une accélération du rythme de progression des échanges de biens et services, une poursuite de la bonne performance des recettes de voyages et des transferts des MRE ainsi que par une hausse significative du flux net des investissements directs étrangers. En effet, les exportations ont affiché une hausse de 5,8% à 455 milliards de dirhams et les importations un accroissement de 6,4% à 761,4 milliards le déficit commercial s'étant en conséquence creusé de 7,3% à 306,5 milliards de dirhams et le taux de couverture ayant reculé de 0,4 point à 59,8%. Les importations ont été principalement tirées par des augmentations de 12,9% des biens d'équipement, de 10,7% des produits finis de consommation et de 8% des demi-produits. La facture énergétique s'est, à l'inverse, allégée de 6,5% à 114 milliards de dirhams. Quant aux exportations, leur amélioration reflète essentiellement celles de 13,1% des ventes de phosphate et ses dérivés à 86,8 milliards de dirhams et de 6,3% à 157,6 milliards de celles du secteur automobile. En parallèle, les recettes de voyages ont atteint 112,5 milliards de dirhams, en hausse de 7,5% et les dépenses au même titre ont connu une expansion de 22,9% à 29,4 milliards. Les transferts des MRE ont, pour leur part, progressé de 2,1% à 117,7 milliards de dirhams. En ce qui concerne les principales opérations financières, les recettes d'IDE se sont accrues de 24,7% à 43,2 milliards de dirhams, alors que le flux net des investissements directs marocains à l'étranger a accusé une baisse de 23,2% à 6,5 milliards. Dans ces conditions, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est renforcé, à fin 2024, à 375,4 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 7 jours d'importations de biens et services.

Au niveau des **conditions monétaires**, le besoin de liquidité des banques s'est accentué à 137,9 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire au quatrième trimestre de 2024 avant de s'atténuer à 128,7 milliards en moyenne en janvier et février 2025, en lien notamment avec le reflux de la circulation fiduciaire suite à l'opération de régularisation volontaire de la situation fiscale des personnes physiques. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté le montant de ses injections à 151,4 milliards, puis à 142,8 milliards respectivement. Les conditions monétaires au quatrième trimestre 2024 ont été également caractérisées par une diminution trimestrielle de 13 points de base du taux débiteur moyen global à 5,08% et une appréciation de 0,6% du taux de change effectif réel. Concernant

le crédit bancaire au secteur non financier, il a terminé l'année sur une décélération de son rythme à 2,6% contre 2,8% en 2023, une tendance qui s'est inversée en janvier avec une augmentation de 3,3%, reflétant particulièrement l'accélération de la croissance des prêts aux entreprises non financières privées de 0,6% en décembre 2024 à 1,2%.

S'agissant des **finances publiques**, l'exécution budgétaire au titre de l'année 2024 fait ressortir une poursuite de la tendance baissière du déficit budgétaire. Hors produit de cession des participations de l'Etat, ce dernier s'est établi à 62,6 milliards de dirhams, contre 65,8 milliards un an auparavant. Les recettes ordinaires ont enregistré une progression de 15,3%, reflétant celle de 14,5% des rentrées fiscales et de 19,9% de celles non fiscales, intégrant en particulier l'encaissement des ressources issues des mécanismes de financement innovants à hauteur de 35,3 milliards de dirhams. Les dépenses globales se sont accrues de 6,5%, résultat notamment des augmentations de 7,9% des dépenses de biens et services et de 6% de celles d'investissement, alors que les charges de compensation se sont allégées de 15,3%. Les données de janvier 2025 montrent que, par rapport au même mois de 2024, le déficit budgétaire s'est creusé de 1,7 milliard à 6,9 milliards de dirhams, résultat d'un accroissement de 41,7% des dépenses globales, d'une amélioration de 19,9% des recettes ordinaires et d'un renforcement du solde positif des comptes spéciaux du Trésor à 15,8 milliards contre 9,5 milliards.

Au niveau de la bourse de Casablanca, l'indice de référence a terminé l'année 2024 avec une hausse de 22,2% et le volume de transactions s'est accru de 52,3% à 99,1 milliards, dont 61 milliards sur le marché central et 28,8 milliards sur celui de blocs. Dans ce contexte, la capitalisation boursière s'est accrue de 20,2% pour atteindre 752,4 milliards à fin 2024. Les dernières données disponibles font ressortir une poursuite de cette tendance avec une progression mensuelle du MASI de 5,2% en février, après celle de 10% en janvier, portant ainsi sa performance depuis le début de l'année à 15,7%. Quant au volume des transactions, il est revenu à 8,9 milliards de dirhams en février, dont 91% réalisé sur le marché central, après 12,7 milliards en janvier et une moyenne mensuelle de 8,3 milliards en 2024.

Sur le marché immobilier, les prix ont affiché une progression trimestrielle de 1,1% au quatrième trimestre 2024, recouvrant des accroissements de 1,7% des biens à usage professionnel, de 1,4% des terrains et de 1,3% du résidentiel. Pour sa part, le nombre des transactions a augmenté de 43,9% globalement, de 79,9% pour les biens à usage professionnel, de 42,7% pour les biens résidentiels et de 35,2% pour les terrains.

Dans ce contexte, après une sensible baisse en 2024 à 0,9% en moyenne, **l'inflation** s'est accélérée en janvier 2025, s'établissant à 2%. Par composante, l'inflation sous-jacente s'est stabilisée à 2,3%. Pour les prix des produits alimentaires à prix volatils, ils ont connu une hausse en glissement annuel de 3,1% en janvier, au lieu d'une baisse de 2,9% en moyenne en 2024, et les tarifs réglementés ont progressé de 2,6%, après 1,2%. Dans le même sens, le repli des prix des carburants et lubrifiants s'est atténué à 10,9% en janvier contre 3,4% en moyenne en 2024. Pour ce qui est des anticipations d'inflation des experts du secteur financier au titre du premier trimestre 2025, elles se sont établies à 2,2%, au lieu de 2,3% un trimestre auparavant, à l'horizon de huit trimestres, et se sont stabilisées à 2,4% à l'horizon des 12 prochains trimestres.

En termes de perspectives, l'économie mondiale devrait poursuivre son ralentissement dans un contexte de fortes incertitudes liées notamment à l'orientation des politiques économiques, en particulier commerciales. Sa croissance devrait ainsi revenir de 3,2% en 2024 à 3% cette année puis à 2,8% en 2026. Aux Etats-Unis, l'activité aurait été résiliente en 2024, avec une croissance estimée à 2,8%, portée notamment par la robustesse de la consommation privée, mais devrait ralentir à 2% en 2025 puis à 1,7% en 2026. Dans la zone euro, elle aurait été limitée à 0,7% en 2024, freinée principalement par les difficultés persistantes du secteur manufacturier et une faible demande intérieure. Elle devrait continuer d'évoluer à un rythme faible, quoiqu'en légère accélération, pour se situer à 1% en 2025 puis à 1,3% en 2026, soutenue notamment par la reprise de la consommation privée et de l'investissement à la faveur d'une politique monétaire moins restrictive. Au Royaume-Uni, la croissance devrait augmenter légèrement de 0,9% en 2024 à 1% cette année, stimulée en particulier par la dynamique de la consommation publique et privée, puis s'établirait à 1,2% en 2026, tandis qu'au Japon, et après une légère hausse de 0,1% en 2024, le PIB devrait croître en termes réels de 1,2% en 2025, puis de 0,5% en 2026.

Dans les principaux pays émergents, l'économie chinoise a quasiment atteint l'objectif de croissance de 5% fixé par les autorités pour 2024. Son rythme devrait toutefois ralentir à 4,8% en 2025 puis à 4,3% en 2026, pâtissant des défis structurels du pays tels que les difficultés persistantes du secteur immobilier, l'endettement public et les problèmes démographiques, conjugués à l'impact attendu des tensions commerciales avec les États-Unis. En Inde, l'activité resterait vigoureuse, avec une croissance qui devrait passer de 6,6% en 2024 à 7,2% en 2025 et ce, à la faveur du dynamisme des investissements publics dans l'infrastructure, avant de revenir à 6,7% en 2026. Au Brésil, la croissance décélérerait de 3,2% en 2024 à 2,4% en 2025, puis à 0,7% en 2026, en raison notamment d'une consolidation budgétaire attendue et d'une politique monétaire restrictive. En Russie, l'économie a enregistré une croissance de 4,1% en 2024, soutenue par une forte demande intérieure. Elle devrait toutefois ralentir à 1,6% en 2025 puis à 0,2% en 2026, en raison notamment de la dissipation de l'effet de l'impulsion budgétaire et du resserrement des conditions monétaires.

Sur **les marchés des matières premières**, les cours du pétrole devraient maintenir leur tendance baissière à la faveur en particulier d'une offre abondante dans les pays non-membres de l'OPEP+, notamment les Etats-Unis. Le cours du Brent en particulier devrait revenir de 79,8 dollars en 2024 à 75,5 dollars en 2025 puis à 69,1 dollars en 2026. Pour ce qui est du phosphate et dérivés marocains, le prix du DAP devrait, selon les projections de la Commodities Research Unit, augmenter de 586 dollars la tonne en 2024 à 600 dollars cette année puis reviendrait à 591 dollars en 2026. Celui du TSP passerait de 436 dollars la tonne à 460 dollars, puis à 468 dollars en 2026. En revanche, le cours de la roche poursuivrait sa tendance baissière, revenant de 215 dollars la tonne en 2024 à 189 dollars en 2025, puis à 182 dollars en 2026. S'agissant des denrées alimentaires, après le repli de 2,1% enregistré en 2024, l'indice FAO devrait augmenter de 3,1% en 2025 et de 0,9% en 2026.

Dans ces conditions, **l'inflation mondiale** poursuivrait sa décélération pour ressortir à 3,2% cette année, contre 3,7% en 2024, puis se maintiendrait à ce niveau en 2026. Dans la zone euro, elle resterait stable à 2,4% en 2025, avant de décélérer à 2,1% en 2026, et aux **Etats-Unis**, elle se maintiendrait autour de 3% sur l'horizon de prévision.

Au niveau national, la dynamique des échanges extérieurs de biens et services devrait se poursuivre à moyen terme. Les exportations s'amélioreraient de 6,4% en 2025, portées essentiellement par la dynamique prévue des exportations en volume du secteur du phosphate et dérivés, puis de 9,7% en 2026, sous l'effet principalement de la reprise des expéditions du segment de la construction automobile. Les importations devraient, pour leur part, augmenter de 6,8% en 2025 puis de 6% en 2026, reflétant en particulier une progression des acquisitions de biens d'équipement, en lien avec la dynamique prévue de l'investissement. En parallèle, les recettes de voyages devraient poursuivre leur bonne performance avec des accroissements de près de 5,4% annuellement pour atteindre 124,9 milliards de dirhams en 2026. Quant aux transferts des MRE, ils devraient progresser de 1,1% en 2025 puis de 3,4% en 2026 pour s'établir à 123 milliards. Dans ces conditions, le déficit du compte courant devrait s'accroître de 2,2% du PIB en 2024 à 2,9% en 2025 avant de revenir à 2% en 2026. Concernant les IDE, les projections tablent sur un flux de recettes équivalent à 3% du PIB en 2025 et à 3,3% en 2026. Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve se renforceraient à 391,8 milliards de dirhams à fin 2025 puis à 408 milliards à fin 2026, représentant des couvertures de 5 mois et 5 jours puis 5 mois et 11 jours d'importations de biens et services respectivement.

S'agissant des **conditions monétaires**, le besoin de liquidité bancaire continuerait de se creuser pour ressortir à 142,7 milliards de dirhams à fin 2025 et à 161,6 milliards en 2026, après 137,4 milliards en 2024. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte des réalisations, des perspectives de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, son rythme d'évolution s'accroîtrait de 2,6% en 2024 à 5,9% en 2025 puis à 6% en 2026.

Sur le volet des **finances publiques**, au regard des réalisations budgétaires à fin 2024, tenant compte des données de la loi de finances 2025, de la programmation budgétaire triennale 2025-2027 et des nouvelles projections macroéconomiques de BAM, le déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'Etat, devrait s'atténuer graduellement à 3,9% du PIB en 2025 puis à 3,6% en 2026, après une estimation de 4,1% en 2024.

Pour ce qui est de **l'activité économique**, la croissance aurait décéléré de 3,4% en 2023 à 3,2% en 2024, recouvrant une contraction de 4,7% de la valeur ajoutée agricole, après une hausse de 1,4%, et un accroissement de 4,2%, après 3,6%, du PIB non agricole. A moyen terme, elle devrait se consolider à 3,9% en 2025 puis 4,2% en 2026. Cette évolution reflèterait une augmentation de 2,5% de la valeur ajoutée agricole en 2025, tenant compte d'une récolte céréalière autour de 35 millions de quintaux (MQx) selon les prévisions de BAM, suivie d'une hausse de 6,1% en 2026, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne de 50 MQx. Pour les activités non agricoles, ils devraient poursuivre leur amélioration, avec une progression de 4% en 2025 et en 2026.

Dans ces conditions, après la forte décélération à 0,9% en 2024, **l'inflation** devrait s'accroître pour se situer à près de 2% en moyenne sur l'horizon de prévision. Sa composante sous-jacente évoluerait également autour de ce niveau.

Les incertitudes entourant les perspectives de l'économie mondiale demeurent élevées, en lien avec les tensions commerciales qui risquent de freiner les échanges internationaux, de perturber les chaînes d'approvisionnement et de peser sur les investissements, tout en accentuant les pressions inflationnistes. À cela s'ajoutent la crise immobilière persistante en Chine et les difficultés de l'économie allemande, qui orientent les risques vers une croissance plus faible. Par ailleurs, une intensification des conflits régionaux, notamment au Moyen-Orient et en Ukraine, pourrait fragiliser davantage l'activité économique mondiale et perturber les chaînes d'approvisionnement, notamment énergétiques et alimentaires.

Au niveau national, les principaux risques pour l'activité économique sont liés à la récurrence des sécheresses et à l'aggravation du stress hydrique à moyen terme. Toutefois, les efforts du Royaume pour stimuler l'investissement renforcent l'optimisme quant à un rythme plus rapide de la croissance à moyen et long termes. En ce qui concerne l'inflation, les risques restent orientés à la hausse. Outre les pressions externes, des conditions climatiques défavorables pourraient entraîner une flambée des prix des denrées alimentaires, exacerbant ainsi les pressions inflationnistes. Toutefois, l'appel récent de Sa Majesté le Roi à s'abstenir d'accomplir le rite du sacrifice de l'Aïd de cette année peut se traduire par une baisse des prix des viandes rouges, et par conséquent l'inflation, dans les mois à venir.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

En dépit de vives tensions géopolitiques et de conditions monétaires restrictives, l'économie mondiale a fait preuve d'une relative résilience en 2024. Cette évolution recouvre toutefois, des trajectoires hétérogènes d'une économie à l'autre. Sur les marchés du travail, malgré une relative détente, les conditions sont demeurées globalement favorables dans les économies avancées, avec des taux de chômage évoluant à des niveaux bas. Pour sa part, l'inflation est ressortie en 2024, en net recul dans les grandes économies avancées et dans de nombreuses économies émergentes, résultat notamment des politiques monétaires restrictives adoptées au cours des deux années précédentes par les banques centrales et de la baisse des prix des produits énergétiques. Ces évolutions semblent se poursuivre sur les deux premiers mois de l'année en cours, avec toutefois un niveau élevé d'incertitudes lié notamment aux orientations de la nouvelle administration américaine concernant sa politique commerciale. Celles-ci se sont, d'ailleurs, traduites au cours des deux premiers mois de l'année, par une montée de la volatilité notamment des marchés boursiers américain et européen, ainsi que par un renforcement du dollar, en tant que valeur refuge. Les marchés financiers se sont également caractérisés sur le début d'année par une hausse des rendements souverains à long terme des principaux pays avancés.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

L'économie mondiale a fait preuve d'une relative résilience en 2024 et ce, en dépit d'un contexte peu favorable caractérisé par la persistance de l'incertitude liée notamment aux vives tensions géopolitiques et à la tenue d'élections dans de nombreux pays (Etats-Unis, Union européenne, Royaume-Uni, etc.), ainsi que par des conditions monétaires toujours restrictives. Cette évolution masque toutefois, des performances hétérogènes d'un pays à l'autre.

Ainsi, la croissance est revenue à 2,5% au quatrième trimestre après 2,7% le trimestre précédent aux Etats-Unis. A l'inverse, elle a augmenté dans la zone euro à 1,2% contre 1%, avec toutefois des divergences marquées entre les pays membres. En effet, le rythme de la croissance s'est stabilisé à 3,5% en Espagne et à 0,6% en Italie, tandis qu'il a connu un ralentissement à 0,6% en France et une

nouvelle contraction de 0,2% a été enregistrée en Allemagne. Dans les autres économies avancées, les PIB britannique et japonais ont progressé de 1,4% contre 1% et 0,6% respectivement le trimestre précédent.

Les économies émergentes ont connu des développements tout aussi contrastés. En Chine, la croissance s'est accélérée à 5,4% au quatrième trimestre après 4,6% au trimestre précédent, tirée par les exportations. De même, le rythme de l'activité est resté vigoureux en Inde à 6,2% contre 5,6% un trimestre auparavant, a accéléré de 2,2% à 3% en Turquie et a fléchi de 4% à 3,6% au Brésil. En Russie, les données relatives au troisième trimestre indiquent un repli de la croissance à 3,1% contre 4,1% le trimestre précédent.

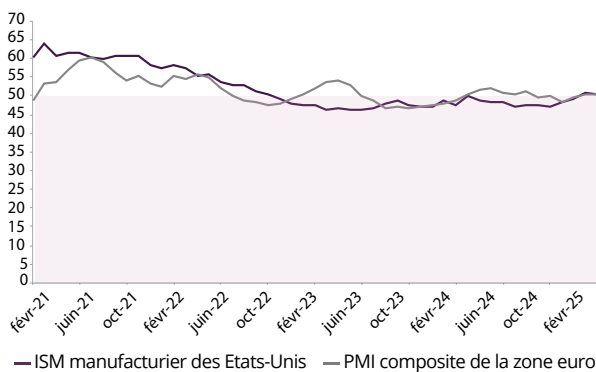
Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel (en %)

	2022		2023			2024			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Pays avancés									
Etats-Unis	1,3	2,3	2,8	3,2	3,2	2,9	3,0	2,7	2,5
Zone Euro	1,9	1,4	0,6	0,0	0,2	0,5	0,5	1,0	1,2
France	0,9	1,0	1,3	0,9	1,3	1,4	1,0	1,2	0,6
Allemagne	0,2	0,2	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2
Italie	2,3	2,1	0,4	0,2	0,5	0,3	0,6	0,6	0,6
Espagne	4,6	3,9	2,4	2,2	2,3	2,7	3,3	3,5	3,5
Royaume-Uni	1,5	0,9	0,6	0,3	-0,3	0,5	0,9	1,0	1,4
Japon	0,4	2,3	1,7	1,1	0,9	-0,9	-0,8	0,6	1,4
Pays émergents									
Chine	2,9	4,5	6,3	4,9	5,2	5,3	4,7	4,6	5,4
Inde	4,8	6,2	9,7	9,3	9,5	7,8	6,5	5,6	6,2
Brésil	2,7	4,4	3,9	2,4	2,4	2,6	3,3	4,0	3,6
Turquie	3,3	4,5	4,6	6,5	4,6	5,4	2,4	2,2	3,0
Russie	-1,8	-1,6	5,1	5,7	4,9	5,4	4,1	3,1	N.D

Source : Thomson Reuters Eikon et Eurostat.

Concernant les indicateurs avancés de l'activité, l'indice PMI composite de la zone euro s'est stabilisé à 50,2 en février par rapport au mois précédent, tandis que l'ISM manufacturier américain s'est replié de 50,9 à 50,3 sur la même période.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

1.1.2 Marché de l'emploi

Malgré une relative détente, les conditions sont demeurées, en 2024, globalement favorables sur les marchés du travail des économies avancées, les taux de chômage ayant globalement continué d'évoluer à des niveaux bas. Cette tendance semble se poursuivre en 2025, les données de février faisant ressortir une légère hausse du taux de chômage aux Etats-Unis à 4,1%, parallèlement à une augmentation des créations d'emplois à 151 mille après 125 mille le mois précédent. Dans la zone euro, le taux de chômage s'est stabilisé en janvier à 6,2%, avec des évolutions variées entre les pays membres. Il s'est maintenu inchangé à 3,5% en Allemagne et à 7,3% en France, tandis qu'il a reculé à 6,3% en Italie et à 10,4% en Espagne. Au Royaume-Uni, les données de décembre indiquent une stabilisation à 4,4%.

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

(en %)	2022	2023	2024		2025
			Déc.	Janv.	Fév.
Etats-Unis	3,6	3,6	4,1	4,0	4,1
Zone euro	6,8	6,6	6,2	6,2	N.D
France	7,3	7,3	7,3	7,3	N.D
Allemagne	3,2	3,1	3,5	3,5	N.D
Italie	8,1	7,7	6,4	6,3	N.D
Espagne	13,0	12,2	10,6	10,4	N.D
Royaume-Uni	3,9	4,0	4,4	N.D	N.D

Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

1.2.1 Décisions de politiques monétaires

Après trois baisses consécutives d'un total de 100 pb en 2024, la Fed a décidé lors de sa réunion des 28 et 29 janvier, de faire une pause dans son cycle d'assouplissement monétaire en maintenant inchangée la fourchette cible du taux des fonds

fédéraux à [4,25%-4,50%] dans un contexte caractérisé par un rythme soutenu de l'activité économique, un marché du travail solide et une inflation quelque peu élevée. En parallèle, elle a annoncé qu'elle continuera à réduire les avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires.

Pour sa part, la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 6 mars, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de 25 points de base, soit la cinquième baisse d'affilée et la sixième depuis juin 2024, indiquant que le processus de désinflation est en bonne voie. En conséquence, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont été ramenés à 2,50%, 2,65% et 2,90% respectivement. Elle a, de plus, indiqué que le portefeuille du programme d'achats d'actifs (APP) et le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), se contractent à un rythme mesuré et prévisible, car l'Eurosystème ne réinvestit plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

De même, la Banque d'Angleterre a décidé lors de sa réunion du 6 février de réduire son taux directeur de 25 pb à 4,5%, soulignant que les pressions inflationnistes intérieures s'atténuent, tout en restant quelque peu élevées. A l'opposé, la Banque du Japon a décidé, à l'issue de sa réunion du 24 janvier de relever son taux directeur de 25pb à 0,5%, soit son plus haut niveau depuis 2008, dans un contexte marqué par une hausse de l'inflation.

Au sein des principales économies émergentes, la banque centrale de Chine a maintenu inchangé son principal taux directeur à 3,1% à l'issue de sa réunion du 20 février. Il en est de même de la Banque centrale de Russie, dont le taux est

demeuré stable à 21% suite à sa réunion du 14 février. En parallèle, la banque centrale du Brésil a décidé de relever son taux directeur à 13,25% lors de sa réunion du 29 janvier, dans un contexte de recrudescence des pressions inflationnistes. A l'inverse, les banques centrales de l'Inde, de la Turquie ainsi que de l'Afrique du Sud ont diminué leurs taux directeurs lors de leurs dernières réunions.

1.2.2 Marchés financiers

Après une quasi-stagnation en 2024 à 1,08 dollar en moyenne, l'euro s'est déprécié de 0,7%, sur les deux premiers mois de l'année en cours. Cette évolution traduit essentiellement la divergence des orientations des politiques monétaires de la FED et la BCE et un contexte fortement incertain qui renforce la demande sur le dollar en tant que valeur refuge. L'euro a également reculé de 0,7% vis-à-vis du yen japonais et s'est, par contre, apprécié de 0,8% face à la livre sterling. Concernant les monnaies des principales économies émergentes, elles ont connu des évolutions disparates par rapport au dollar au cours des deux premiers mois de 2025, avec une quasi-stagnation pour le renminbi chinois, une appréciation de la roupie indienne (+1,9%) et de la lire turque (+2,4%), alors que le real brésilien a connu une dépréciation sensible (-3,4%).

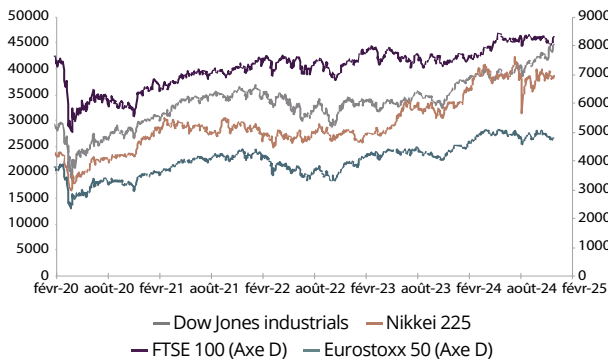
Graphique 1.2 : Evolution du taux de change euro/dollar



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés boursiers des principales économies avancées, la bonne performance enregistrée en 2024 s'est globalement poursuivie au cours des deux premiers mois de 2025. Ainsi, des gains de 6,7% pour ont été enregistrés pour l'Eurostoxx, de 3,9% pour le FTSE 100 et de 0,4% Dow Jones Industrials, alors que le Nikkei 225 a affiché un recul de 0,6%.

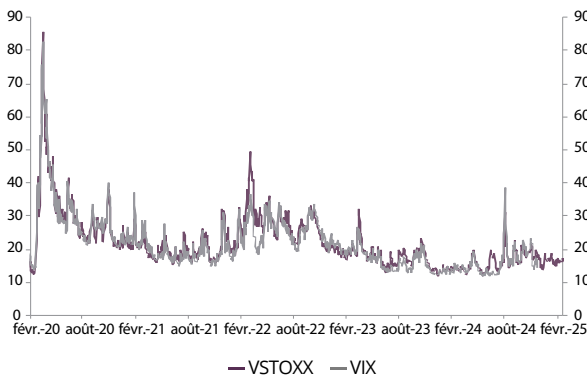
Graphique 1.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Thomson Reuters Eikon.

Ces évolutions se sont accompagnées d'une augmentation de l'aversion au risque sur les marchés financiers américains, avec une hausse de l'indice VIX à 19,6 à fin février, et européens, avec un accroissement du VSTOXX à 16,6. Concernant les économies émergentes, le MSCI EM a enregistré, sur les deux premiers mois de l'année en cours, une légère augmentation de 0,1%, liée notamment à la hausse du sous-indice chinois (+3,3%).

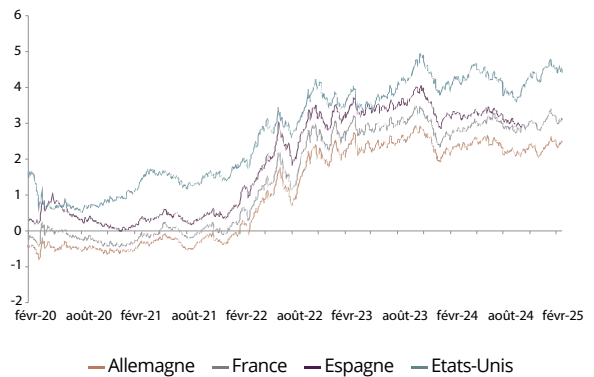
Graphique 1.4 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Source : Thomson Reuters Eikon.

Concernant les marchés obligataires souverains, la hausse des rendements enregistrée en 2024 s'est poursuivie au cours des deux premiers mois de cette année. Ainsi, le taux à 10 ans a augmenté de 14 pb pour les Etats-Unis à 4,5%, de 23 pb à 2,5% pour l'Allemagne, de 19 pb à 3,1% pour la France, de 24 pb à 3,1% pour l'Espagne et de 22 pb à 3,5% pour l'Italie. Pour les principales économies émergentes, ce taux a enregistré des reculs de 14 pb à 1,7% pour la Chine, de 29 pb à 14,9% au Brésil, de 2 pb à 6,7% pour l'Inde et de 182 pb à 26,2% pour la Turquie.

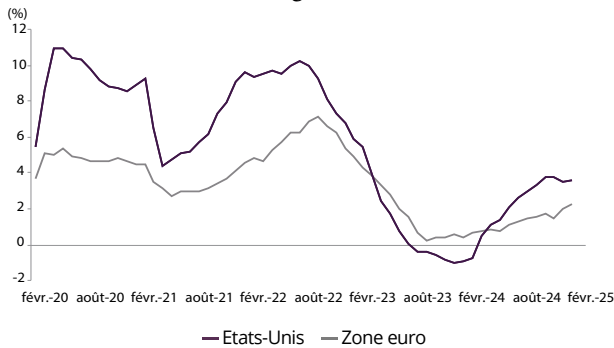
Graphique 1.5 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés monétaires, l'EURIBOR à 3 mois a reculé sur les deux premiers mois de 2025, de 20 pb pour s'établir à 2,6%, à l'instar du SOFR de même maturité qui a diminué de 26 pb à 4,5%. S'agissant du crédit bancaire, sa croissance s'est de nouveau accélérée en janvier dans la zone euro, à un rythme annuel de 2,3%, et a connu une reprise aux Etats-Unis avec une hausse de 3,6%.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

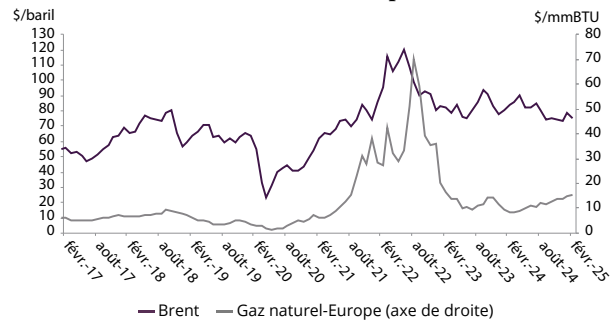
Sur le marché des matières premières, l'année 2024 a été marquée par des hausses de 5,1% de l'indice des produits énergétiques et de 1,9% de celui des produits hors énergie.

Sur le marché pétrolier, après être ressorti en baisse de 2,3% en moyenne sur l'année 2024, le cours du Brent a enregistré au cours des deux premiers mois de 2025 une hausse de 4,5% à 77,2 dollars le baril, favorisée par les tensions sur le marché pétrolier en début d'année, notamment une baisse des stocks de pétrole aux États-Unis, une vague de froid sévère sur la côte Est, ainsi qu'une révision à la baisse des prévisions d'excédent pétrolier pour 2025 publiées dans le dernier rapport de l'Agence Internationale de l'Énergie. En glissement annuel, il a affiché un repli de 5,9%. Dans ces conditions, les pays de l'OPEP+ ont convenu, à l'issue de leur réunion du 3 mars, d'une hausse progressive de leur production de pétrole, à partir du 1^{er} avril 2025.

Pour sa part, le cours du gaz naturel sur le marché européen s'est inscrit en hausse de 8,3% sur les deux premiers mois de l'année en cours, pour

s'établir en moyenne à 15 \$/mmBTU, marquant une progression de 69,4% en glissement annuel.

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

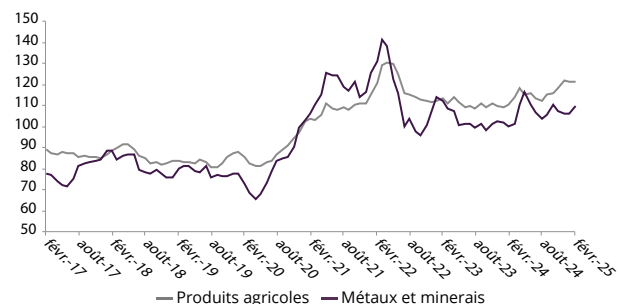


Source : Banque Mondiale.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Hors énergie, l'indice des prix de la Banque mondiale a légèrement augmenté de 0,4% sur les deux premiers mois de l'année, résultat notamment d'une hausse de 1,8% des cours des métaux et minerais. En glissement annuel, les prix ressortent en progression de 9,3%, reflétant principalement une hausse de 10,5% de ceux des produits agricoles. Pour sa part, bénéficiant de son statut de valeur refuge, l'or a enregistré des hausses de 5,8% sur les deux premiers mois de l'année et de 38,1% en glissement annuel.

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

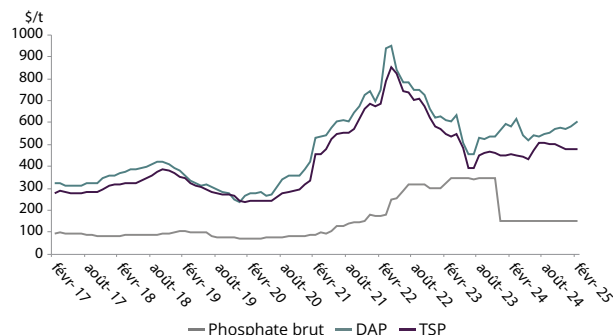


Source : Banque Mondiale.

S'agissant du phosphate et dérivés, les cours ont suivi des trajectoires différenciées sur les deux premiers mois de 2025. Ainsi, les prix ont

augmenté de 44% en moyenne à 593,2 \$/t pour le DAP et de 0,4% à 479,3 \$/t pour le TSP, alors qu'ils sont restés stables à 152,5 \$/t pour le phosphate brut. En glissement annuel, les cours ressortent en hausse de 0,5% pour le DAP et de 5,9% pour le TSP, tandis que ceux du phosphate brut sont restés stables.

Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés



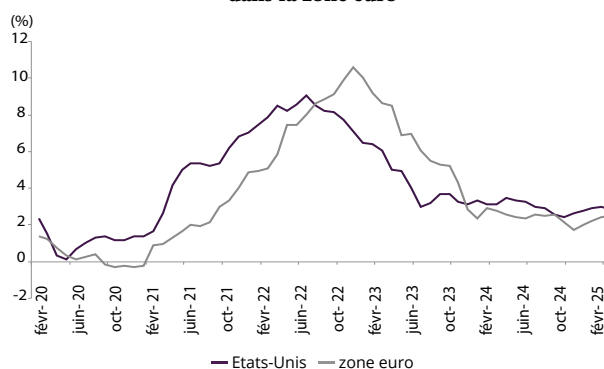
Source : Banque Mondiale.

1.3.3 Inflation

L'inflation de la zone euro a légèrement décéléré en février à 2,4%, reflétant notamment une nette modération à 0,9% en France et des stagnations à 2,8% pour l'Allemagne, à 2,9% pour l'Espagne et à 1,7% pour l'Italie. De même, aux Etats-Unis, l'inflation a marqué une légère baisse passant de 3% en janvier à 2,8% en février. A l'inverse, elle s'est accélérée de 2,5% en décembre à 3% en janvier au Royaume-Uni, et de 3,7% à 4% au Japon.

Quant aux principales économies émergentes, en Chine l'inflation est, pour la première fois depuis janvier 2024, entrée en territoire négatif, s'établissant à -0,7% en février contre 0,5% le mois précédent. Elle a également décéléré en Inde, revenant de 4,3% en janvier à 3,6% en février. En revanche, elle s'est accélérée en Russie, passant de 9,9% en janvier à 10,1% en février, ainsi qu'au Brésil avec une hausse des prix de 5,1% en février, contre 4,6% un mois auparavant.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

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

	2022	2023	2024		2025
			Déc.	Jan.	Fév.
Etats-Unis	8,0	4,1	2,9	3,0	2,8
Zone Euro	8,4	5,5	2,4	2,5	2,4
Allemagne	8,6	6,1	2,8	2,8	2,8
France	5,9	5,7	1,8	1,8	0,9
Espagne	8,3	3,4	2,8	2,9	2,9
Italie	8,7	6,0	1,4	1,7	1,7
Royaume-Uni	9,0	7,4	2,5	3,0	N.D
Japon	2,5	3,3	3,7	4,0	N.D

Sources : Thomson Reuters Eikon, Eurostat & FMI.

2. Comptes extérieurs

L'année 2024 a été marquée par une augmentation des échanges de biens et services, une poursuite de la bonne performance des recettes de voyages et des transferts des MRE ainsi que par une hausse significative du flux net des investissements directs étrangers au Maroc.

Les exportations de biens ont progressé de 5,8% à 455 milliards et les importations de 6,4% à 761,4 milliards. En conséquence, le déficit commercial s'est creusé de 7,3% pour s'établir à 306,5 milliards de dirhams, tandis que le taux de couverture est revenu à 59,8%, en recul de 0,4 point de pourcentage par rapport à 2023. En parallèle, les recettes de voyages ont poursuivi leur dynamique atteignant 112,5 milliards de dirhams, en hausse de 7,5%, et les transferts des MRE se sont accrus de 2,1% à 117,7 milliards. Pour ce qui est des principales opérations financières, les recettes d'IDE ont connu une amélioration de 24,7% pour se situer à 43,2 milliards, tandis que les investissements directs marocains ont, après un rebond de 25% en 2023, accusé une baisse de 5% à 24,3 milliards. Dans ces conditions, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est établi, à fin 2024, à 375,4 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 7 jours d'importations de biens et services.

En janvier 2025, le déficit commercial s'est creusé de 13,3%, comparativement au même mois une année auparavant, pour se situer à 24,5 milliards de dirhams, résultat d'une baisse de 2,4% des exportations et d'une hausse de 3,4% des importations. En parallèle, les recettes de voyages ont connu une augmentation de 10,1% à 8,8 milliards et les transferts des MRE se sont élevés à 9,5 milliards, en légère amélioration par rapport à janvier 2024. S'agissant des investissements directs, les recettes d'IDE ont progressé de 24,1% à 4,9 milliards et les investissements marocains à l'étranger de 60% à 2,2 milliards. Au total, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib ont atteint 369,8 milliards de dirhams à fin janvier 2025, représentant l'équivalent de 5 mois et 5 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

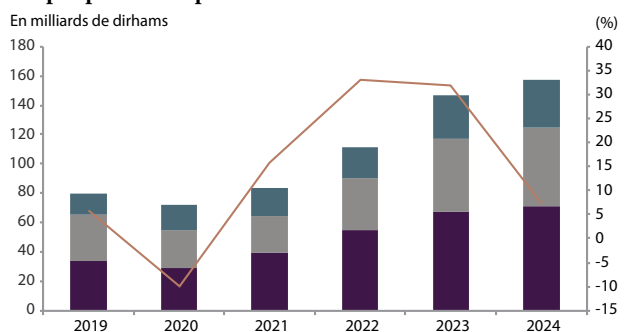
2.1.1 Exportations

L'amélioration des exportations reflète la dynamique de la majorité des principaux secteurs. Sous l'effet essentiellement des hausses des quantités expédiées, les ventes du phosphate et de ses dérivés ont progressé en valeur de 13,1% à 86,8 milliards, résultat d'augmentations de 13,9% pour les engrais, de 11,4% pour l'acide phosphorique et de 10,1% pour le phosphate brut. De même, les expéditions du secteur automobile ont atteint 157,6 milliards de dirhams, en expansion de 6,3%, avec des accroissements de 4,9% à 71 milliards pour le segment de la « construction » et de 6,5% à 53,7 milliards pour celui du « câblage ». En parallèle, les exportations du secteur aéronautique poursuivent leur tendance haussière, avec un

accroissement de 14,9% à 26,4 milliards, soutenues par l'augmentation de 23,6% à 17,2 milliards du segment de l'« assemblage ».

Malgré les conditions climatiques défavorables, les ventes de l'« agriculture et agro-alimentaire » ont enregistré une amélioration de 3,1%, tirées par celle de 6,8% à 39,9 milliards des exportations de produits agricoles, alors que les ventes de l'industrie alimentaire ont affiché une quasi-stagnation à près de 43 milliards de dirhams. Les ventes du secteur « électronique et électricité » se sont, pour leur part, quasiment stabilisées à 18,3 milliards.

Graphique 2.1 : Exportations du secteur automobile à fin 2024



■ Construction automobile ■ Câblage ■ Autres — Variation du secteur automobile
Source : Office des Changes.

A l'inverse, les expéditions du secteur du « textile et cuir » ont accusé une légère baisse de 0,5% à 45,9 milliards, reflétant particulièrement une diminution de 7,2% à 3 milliards pour la branche des « chaussures », celle des « vêtements confectionnés » ayant affiché une quasi-stagnation à 29,6 milliards.

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

Secteurs/Segments	Année		Variations	
	2024	2023	en valeur	en %
Exportations	454 976	430 209	24 767	5,8
Phosphates et dérivés	86 759	76 695	10 064	13,1
Engrais naturels et chimiques	63 822	56 019	7 803	13,9
Acide phosphorique	14 412	12 933	1 479	11,4
Phosphates	8 525	7 743	782	10,1
Automobile	157 602	148 196	9 406	6,3
Construction	70 955	67 629	3 326	4,9
Câblage	53 650	50 365	3 285	6,5
Intérieur véhicules et sièges	9 050	7 660	1 390	18,1
Aéronautique	26 447	23 008	3 439	14,9
Assemblage	17 233	13 944	3 289	23,6
Système d'interconnexion de câblage électrique	9 100	8 969	131	1,5
Agriculture et Agro-alimentaire	85 810	83 212	2 598	3,1
Agriculture, sylviculture et chasse	39 853	37 312	2 541	6,8
Industrie du tabac	1 299	1 068	231	21,6
Industrie alimentaire	42 981	43 017	-36	-0,1
Autres extractions minières	5 570	5 446	124	2,3
Fluorine spath fluor	382	267	115	43,1
Minerai de cuivre	1 659	1 589	70	4,4
Sulfate de baryum	1 046	1 130	-84	-7,4
Electronique et Electricité	18 345	18 323	22	0,1
Fils et câbles	5 615	5 245	370	7,1
Appareils pr coupure ou connexion des circuits électr. et résistances	2 085	1 716	369	21,5
Composants électroniques	7 735	8 444	-709	-8,4
Textile et Cuir	45 880	46 093	-213	-0,5
Chaussures	3 020	3 253	-233	-7,2
Vêtements confectionnés	29 617	29 530	87	0,3
Articles de bonneterie	9 125	8 937	188	2,1
Autres industries	28 564	29 235	-671	-2,3
Métallurgie et travail des métaux	7 675	8 459	-784	-9,3
Industrie du plastique et du caoutchouc	1 542	1 643	-101	-6,1
Industrie pharmaceutique	1 510	1 586	-76	-4,8

Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

L'augmentation des importations a concerné l'ensemble des principaux produits, à l'exception de ceux énergétiques. En effet, les acquisitions de biens d'équipement ont progressé de 12,9% à 180,2 milliards de dirhams, avec notamment une hausse de 36,8% des achats de « voitures utilitaires » et de 14,9% des « appareils pour coupure ou connexion des circuits électriques ». Quant aux importations de biens de consommation, elles se sont accrues de 10,7% à 177,5 milliards, en lien particulièrement avec des accroissements des achats de 8,4% de « voitures de tourisme », de 9% de leurs parties et pièces et de 17,9% des achats de « médicaments et autres produits pharmaceutiques ». En parallèle, les acquisitions de demi-produits ont connu une hausse de 8% à 164 milliards, en relation notamment avec les importations de « produits chimiques » qui se sont accrues de 18,6% à 16,3 milliards et celles de « demi-produits en fer ou en aciers non alliés » qui ont atteint 5 milliards après 3,2 milliards en 2023. De même, les importations de produits bruts ont affiché une augmentation de 4,3% à 33,3 milliards, en lien essentiellement avec celle des quantités importées en « soufres bruts et non raffinés ».

S'agissant des acquisitions de produits alimentaires, elles se sont élevées à 91,6 milliards, en progression de 2,2%, tirées principalement par celle de 95,2% à 5,6 milliards des achats d'animaux vivants, les approvisionnements en blé ayant reculé de 7,9% à 17,8 milliards sous l'effet d'un repli de 14,1% de son prix à l'importation.

A l'inverse, en lien avec la baisse des cours internationaux, la facture énergétique s'est allégée de 6,5% pour revenir à 114 milliards de dirhams, avec des contractions de 23,2% des importations d'« houilles, cokes et combustibles solides similaires », de 11,2% de celles de « gaz de pétrole et autres hydrocarbures » et de 2% pour le « gas-oils et fuel-oils ».

Tableau 2.2 : Importations par principaux produits
(en millions de dirhams)

Principaux produits	Année		Variations	
	2024	2023	En valeur	En %
Importations	761 448	715 752	45 696	6,4
Biens d'équipement	180 211	159 570	20 641	12,9
Voitures utilitaires	11 041	8 069	2 972	36,8
Appareils pour coup. ou connex. des circuits électr.	16 567	14 422	2 145	14,9
Machines pour le travail du caoutchouc ou des plastiques	2 775	1 091	1 684	154,4
Produits finis de consommation	177 449	160 278	17 171	10,7
Parties et pièces pour voitures de tourisme	33 608	30 834	2 774	9,0
Voitures de tourisme	24 058	22 189	1 869	8,4
Médicaments et autres produits pharmaceutiques	10 842	9 198	1 644	17,9
Demi produits	163 970	151 768	12 202	8,0
Produits chimiques	16 273	13 722	2 551	18,6
Demi-produits en fer ou en aciers non alliés	5 015	3 192	1 823	57,1
Accessoires de tuyauterie et construction métallique	4 846	3 145	1 701	54,1
Produits alimentaires	91 576	89 620	1 956	2,2
Animaux vivants	5 576	2 857	2 719	95,2
Café	2 605	1 498	1 107	73,9
Blé	17 832	19 357	-1 525	-7,9
Tourteaux	6 977	8 975	-1 998	-22,3
Produits bruts	33 261	31 898	1 363	4,3
Soufres bruts et non raffinés	9 108	8 007	1 101	13,8
Graines et fruits oléagineux	1 396	887	509	57,4
Huile de soja brute ou raffinée	5 456	6 108	-652	-10,7
Produits énergétiques	114 043	121 997	-7 954	-6,5
Houilles, cokes et combustibles solides similaires	12 674	16 504	-3 830	-23,2
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	21 253	23 936	-2 683	-11,2
Gas-oils et fuel-oils	57 015	58 162	-1 147	-2,0

Source : Office des Changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

Concernant la balance des services, la progression de son solde excédentaire s'est limitée à 1,2%, après la forte hausse enregistrée en 2023, résultat d'un accroissement de 12,9% des importations plus important que celui de 6,9% des exportations.

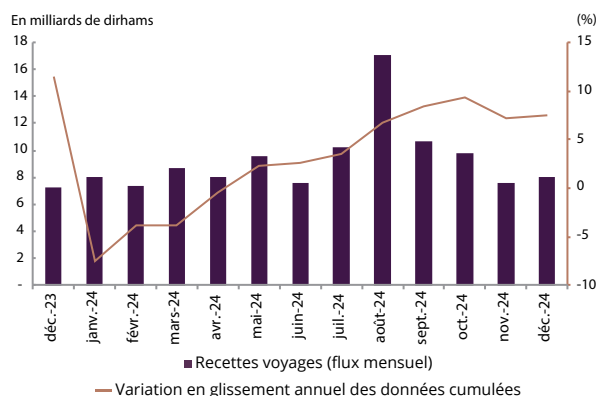
Tableau 2.3 : Balance des services (en millions de dirhams)

	Année		Variation	
	2024	2023	en valeur	en %
Importations	141 188	125 102	16 086	12,9
Exportations	275 401	257 697	17 704	6,9
Solde	134 213	132 595	1 618	1,2

Source : Office des Changes.

En particulier, les recettes de voyages se sont renforcées de 7,5%, par rapport à 2023, pour se situer à 112,5 milliards. Les dépenses au même titre ont également poursuivi leur tendance haussière, enregistrant une nouvelle hausse de 22,9% à 29,4 milliards.

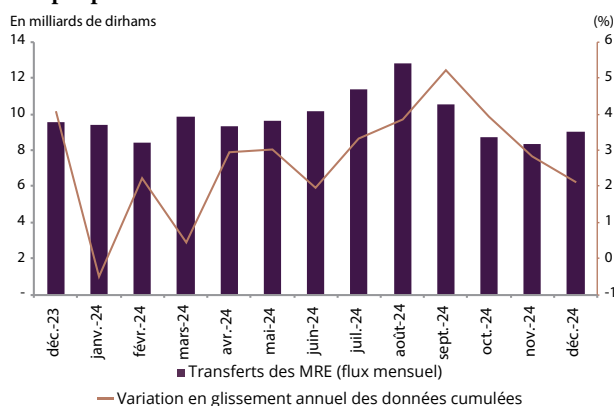
Graphique 2.2 : Evolution mensuelle des recettes de voyages



Source : Office des Changes.

Quoiqu'en décélération, les transferts des MRE ont progressé de 2,1% à 117,7 milliards de dirhams.

Graphique 2.3 : Evolution mensuelle des transferts des MRE



Source : Office des Changes.

2.3 Compte financier

Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux net d'IDE a augmenté de 55,4% à 17,2 milliards de dirhams, tiré par une amélioration de 24,7% des recettes à 43,2 milliards, plus importante que celles de 10,3% des cessions à 26 milliards. Quant aux investissements directs marocains à l'étranger, leur flux net s'est contracté de 23,2% pour revenir à 6,5 milliards, reflétant une diminution de 5% des flux sortants à 24,3 milliards.

A fin 2024, l'encours des avoirs officiels de réserves s'est établi à 375,4 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 7 jours d'importations de biens et services.

Tableau 2.4 : Investissements directs (en millions de dirhams)

	Année		Variation	
	2024	2023	en valeur	en %
Investissements directs étrangers	17 237	11 090	6 147	55,4
Recettes	43 195	34 629	8 566	24,7
Dépenses	25 958	23 539	2 419	10,3
Investissements directs marocains à l'étranger	6 507	8 470	-1 963	-23,2
Dépenses	24 288	25 561	-1 273	-5,0
Recettes	17 781	17 091	690	4,0

Source : Office des Changes.

Les données relatives au mois de janvier 2025 montrent un creusement du déficit commercial à 24,5 milliards contre 21,6 milliards un an auparavant. Cette évolution résulte d'une baisse des exportations de 2,4% à 35,4 milliards et d'une hausse des importations de 3,4% à 59,8 milliards. Le taux de couverture est ainsi passé de 62,6% à fin janvier 2024 à 59,1%.

La diminution des exportations reflète essentiellement celles de 10,9% des ventes du secteur automobile à 10,3 milliards, tirée par un recul de 36,2% du segment de la « construction », et de 10,7% des expéditions du phosphate et ses dérivés à 5,6 milliards. Cette évolution résulte de contractions du volume des expéditions d'engrais de 21,4% et de celles du phosphate brut de 17,4%. De même, les exportations de l'« agriculture et l'agroalimentaire » ont accusé un repli de 2,3% à 8,7 milliards, en lien principalement avec un repli de 9% des ventes de l'industrie alimentaire.

A l'inverse, les exportations du secteur aéronautique ont enregistré une progression de 14,2% à 2,2 milliards et celles du secteur « textile et cuir » se sont améliorées de 5% à 3,8 milliards.

S'agissant de l'augmentation des importations, elle a concerné l'ensemble des principaux produits, à l'exception de ceux énergétiques qui ont accusé un repli de 11,6%. En effet, les achats de biens d'équipement et ceux de produit finis de consommation ont connu des hausses respectives de 10,8% et 6,4%. De même, les achats de produits bruts se sont accrus de 17,8%, tirés par une progression de 32,2% de ceux du « soufres bruts et non raffinés ». Les acquisitions de demi-produits ont, pour leur part, augmenté de 1,7% à 13 milliards et celles de produits alimentaires ont atteint 8,2 milliards, en accroissement de 3,1% comparativement à janvier 2024.

En parallèle, les recettes de voyages se sont améliorées de 10,1% pour atteindre 8,8 milliards, et les transferts des MRE ont connu une légère hausse à 9,5 milliards. Concernant les principales opérations financières, les recettes d'IDE se sont élevées à 4,9 milliards de dirhams, après 4 milliards en janvier 2024, et les investissements directs marocains à l'étranger ont progressé de 60% à 2,2 milliards.

A fin janvier 2025, l'encours des avoirs officiels de réserve a atteint 369,8 milliards de dirhams, représentant ainsi l'équivalent de 5 mois et 5 jours d'importations de biens et services.

Tableau 2.5 : Evolution des principales rubriques de la balance des paiements (en millions de dirhams)

Principaux produits	Janvier		Variations	
	2025	2024	en valeur	en %
Exportations de biens	35 359	36 245	-886	-2,4
Automobile	10 286	11 543	-1 257	-10,9
Agriculture et Agro-alimentaire	8 698	8 899	-201	-2,3
Phosphates et dérivés	5 634	6 307	-673	-10,7
Textile et Cuir	3 753	3 572	180	5,0
Aéronautique	2 239	1 962	278	14,2
Importations de biens	59 844	57 854	1 990	3,4
Produits énergétiques	8 535	9 658	-1 122	-11,6
Biens d'équipement	14 152	12 770	1 383	10,8
Produits alimentaires	8 213	7 962	250	3,1
Produits finis de consommation	12 831	12 064	767	6,4
Recettes voyages	8 787	7 979	808	10,1
Transferts des MRE	9 452	9 408	44	0,5
Recettes des investissements directs étrangers	4 948	3 988	960	24,1
Dépenses des investissements des marocains à l'étranger	2 235	1 398	837	59,9

Source : Office des Changes.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHE DES ACTIFS

Au cours du quatrième trimestre de 2024, le taux débiteur moyen global a accusé une baisse de 13 points de base et le taux de change effectif réel s'est apprécié de 0,6%. S'agissant du crédit bancaire au secteur non financier, son rythme annuel a décéléré à 2,6% après 3,3% un trimestre auparavant, reflétant essentiellement le ralentissement des prêts octroyés aux entreprises aussi bien publiques que privées. Les dernières données disponibles relatives au mois de janvier 2025 indiquent une croissance annuelle du crédit bancaire de 4,1%, reflétant des hausses de 3,3% des prêts accordés au secteur non financier et de 8,3% de ceux destinés aux sociétés financières. Concernant les autres contreparties de la masse monétaire, les avoirs officiels de réserve ont connu un accroissement de 4,4% après 3,6% et le rythme de progression des créances nettes sur l'administration centrale s'est stabilisé à 8,7%. Au total, la masse monétaire est ressortie en hausse de 8% après 6,6% au troisième trimestre.

Sur le marché immobilier, les prix ont affiché une progression trimestrielle de 1,1% au quatrième trimestre 2024, recouvrant des accroissements de 1,7% des biens à usage professionnel, de 1,4% des terrains et de 1,3% du résidentiel. Pour sa part, le nombre des transactions a augmenté de 43,9% globalement, de 79,9% pour les biens à usage professionnel, de 42,7% pour les biens résidentiels et de 35,2% pour les terrains.

Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI s'est apprécié de 2,8% au quatrième trimestre de l'année et le volume des transactions est passé, d'un trimestre à l'autre, de 14,8 milliards de dirhams à 43 milliards. Dans ces conditions, la capitalisation boursière a progressé sur l'ensemble de l'année de 20,2% à 752,4 milliards de dirhams.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Le besoin en liquidité des banques s'est accentué de 131,6 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire au troisième trimestre de 2024 à 137,9 milliards au quatrième trimestre.

Ainsi, Bank Al-Maghrib a porté le montant de ses injections à 151,4 milliards de dirhams, après 145,4 milliards, dont 63,3 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 51,5 milliards à travers les opérations de pensions livrées et 36,6 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME.

Dans ces conditions, la durée moyenne des interventions de la Banque est passée de

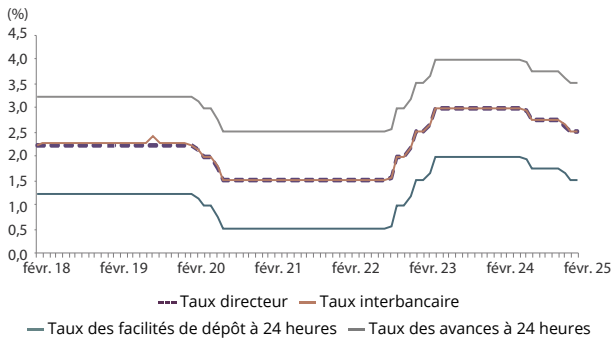
47,9 jours à 34,6 jours et le taux interbancaire est revenu de 2,75% à 2,71% en moyenne, suite à la décision du Conseil de la Banque, prise lors de sa réunion du 17 décembre 2024, de réduire le taux directeur de 25 points de base (pb) à 2,50%.

Pour l'ensemble de l'année 2024, le déficit de liquidité s'est creusé à 123,7 milliards en moyenne hebdomadaire, contre 83,3 milliards une année auparavant.

Les dernières données disponibles indiquent une atténuation du besoin de liquidité bancaire à 128,7 milliards en moyenne en janvier et février 2025, en lien notamment avec le reflux de la circulation fiduciaire qui traduit l'effet de

l'opération de régularisation volontaire de la situation fiscale des personnes physiques, et une baisse du taux interbancaire à 2,50% au cours des mois de janvier et février.

Graphique 3.1 : Taux interbancaire (données quotidiennes)

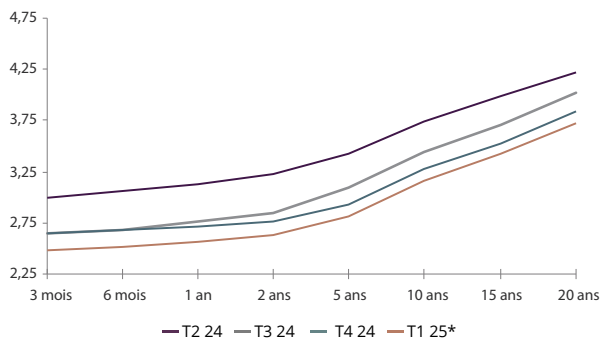


Au niveau du marché des bons du Trésor, les taux ont connu de nouvelles baisses au quatrième trimestre de 2024 aussi bien sur le marché primaire que secondaire, une tendance qui s'est maintenue durant les mois de janvier et février 2025 en moyenne.

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

	2023		2024				2025	
	T4	T1	T2	T3	T4	Janv.	Févr.	
26 semaines	2,98	2,86	2,85	2,70	2,58	2,54	2,43	
2 ans	3,38	3,25	3,24	2,85	2,71	2,60	2,62	
5 ans	3,72	3,42	3,43	2,11	2,94	2,82	2,84	
10 ans	4,14	3,79	3,75	3,48	3,25	3,20	3,15	
15 ans	4,51	4,05	4,03	3,74	3,54	3,45	-	

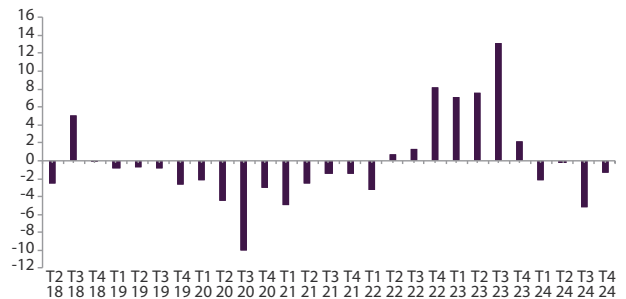
Graphique 3.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire (en %)



*Moyenne observée en janvier et février 2025.

Sur le marché de la dette privée, les taux des émissions des certificats de dépôt ont légèrement reculé au quatrième trimestre de 2024. Pour ce qui est des taux créditeurs, ceux appliqués aux dépôts à 6 mois ont enregistré, en moyenne, une baisse trimestrielle de 32 pb à 2,45%, tandis que ceux à un an ont augmenté de 28 pb à 2,88%. En ce qui concerne le taux minimum de rémunération des comptes sur carnet, il a été fixé pour le deuxième semestre de l'année 2024 à 2,48%, en repli de 25 pb par rapport au semestre précédent. Dans ces conditions, le coût de financement des banques¹ est demeuré quasi-stable d'un trimestre à l'autre.

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



Les dernières données disponibles relatives au mois de janvier indiquent des baisses des taux créditeurs, par rapport au quatrième trimestre, de 22 pb à 2,23% pour les dépôts à 6 mois et de 21 pb à 2,67% pour ceux à 12 mois. Concernant le taux minimum de rémunération des comptes sur carnet, il a été fixé pour le premier semestre de l'année 2025 à 2,21%, en repli de 27 pb par rapport au semestre précédent.

Tableau 3.2 : Taux créditeurs (en %)

	2023		2024				2025
	T4	T1	T2	T3	T4	Janv.	
6 mois	2,47	2,54	2,56	2,77	2,45	2,23	
12 mois	2,86	2,86	3,06	2,60	2,88	2,67	

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

Pour ce qui est des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghib auprès des banques relatifs au quatrième trimestre de 2024 indiquent une diminution de 13 pb du taux moyen global à 5,08%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les crédits aux entreprises ont baissé de 12 pb à 5%, avec des replis de 50 pb à 5,18% pour les prêts à la promotion immobilière, de 26 pb à 4,98% pour les crédits à l'équipement et de 7 pb à près de 5% pour les facilités de trésorerie. Par taille d'entreprises, les taux appliqués aux grandes entreprises et aux TPME ont accusé des reculs respectifs de 6 pb et 4 pb à 5,08% et 5,70%. De même, les taux appliqués aux crédits aux particuliers ressortent en recul de 12 pb à 5,79%, recouvrant une diminution de 7 pb à 6,99% pour les prêts à la consommation et une quasi-stabilité à 4,75% de ceux à l'habitat.

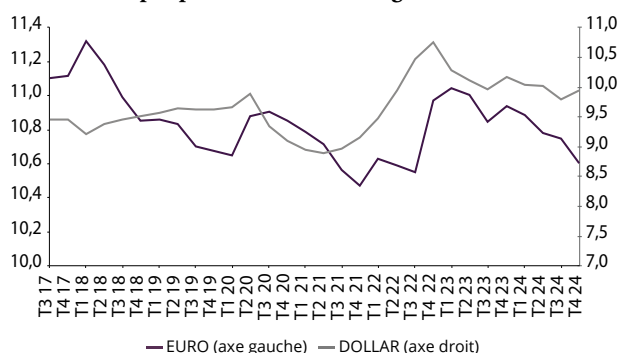
Tableau 3.3 : Taux débiteurs (en %)

	2023		2024			
	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Taux global	5,36	5,36	5,40	5,43	5,21	5,08
Particuliers	5,94	5,94	6,09	5,89	5,91	5,79
Crédits immobiliers	4,74	4,83	4,81	4,79	4,76	4,75
Crédits à la consommation	7,25	7,18	7,22	7,03	7,06	6,99
Entreprises	5,32	5,30	5,26	5,37	5,12	5,00
Crédits de trésorerie	5,31	5,35	5,30	5,38	5,06	4,99
Crédits à l'équipement	5,09	4,90	5,11	4,99	5,24	4,98
Crédits immobiliers	5,71	5,49	5,19	5,69	5,68	5,18

3.1.2 Marché des changes

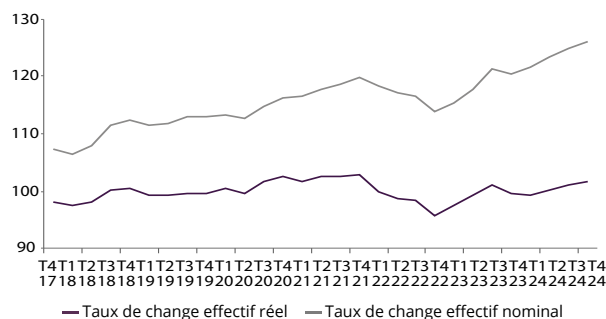
Durant le quatrième trimestre de 2024, l'euro s'est déprécié de 2,83% par rapport au dollar américain. Dans ce contexte, la valeur du dirham a connu une appréciation de 1,39% vis-à-vis de l'euro et une dépréciation de 1,49% face au dollar américain.

Graphique 3.4 : Taux de change du dirham



Comparativement aux devises des principaux pays émergents, la monnaie nationale s'est appréciée de 3,81% par rapport au réal brésilien, de 1,53% face à la livre turque et s'est déprécié de 1,12% contre le yuan chinois. En conséquence, et tenant compte du différentiel d'inflation par rapport aux principaux partenaires et concurrents commerciaux du Maroc, le taux de change effectif s'est apprécié de 0,9% en termes nominaux et de 0,6% en termes réels.

Graphique 3.5 : Taux de change effectifs nominal et réel (Base 100 en 2010)



En ce qui concerne le volume des transactions, le montant mensuel moyen des échanges de devises contre dirhams sur le marché interbancaire a marqué un recul annuel de 37,7% au quatrième trimestre à 42,3 milliards de dirhams. Concernant

les opérations au comptant des banques avec leur clientèle, elles ont enregistré des augmentations de 8,7% à 38,3 milliards de dirhams pour les ventes et de 9,4% à 38,6 milliards pour les achats. S'agissant des opérations à terme, elles ont baissé de 16,9% à 16,6 milliards pour les achats et de 48,8% à 2,3 milliards pour les ventes.

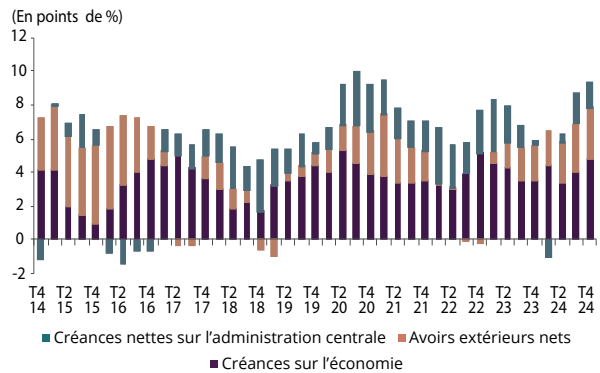
3.1.3 Situation monétaire²

L'agrégat M3 ressort en accroissement de 8% au quatrième trimestre de 2024 après 6,6% un trimestre auparavant. Par principales composantes, cette évolution traduit une expansion des titres d'OPCVM monétaires de 21% après un repli de 16,5%. Elle reflète également des accélérations des rythmes de croissance des dépôts à vue auprès des banques de 10,1% à 11,5%, et de ceux à terme de 1,6% à 3,4%, tirés en particulier par des améliorations des dépôts des ménages. En revanche, la progression de la monnaie fiduciaire a ralenti de 10,2% à 5,2%. L'ensemble de ces évolutions serait en lien avec l'opération ponctuelle de régularisation volontaire de la situation fiscale des personnes physiques.

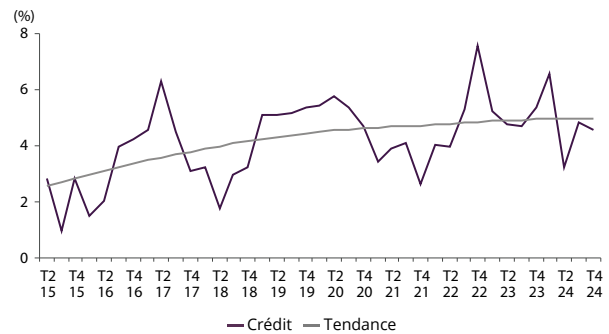
Sur l'ensemble de l'année, le rythme de croissance de l'agrégat M3 s'est accéléré à 8% au lieu de 4% à fin 2023, reflétant notamment la forte expansion des dépôts bancaires de 9,1% après 2,9% et une hausse de 21% des titres d'OPCVM monétaires après une baisse de 7,6%.

Par contreparties, l'accélération de la masse monétaire est le résultat d'une hausse de 4,4%, après 3,6% au troisième trimestre, des avoirs officiels de réserve, d'une stabilité du rythme d'accroissement des créances nettes sur l'administration centrale à 8,7% et d'une décélération de 4,8% à 4,4% de celui du crédit bancaire.

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



Graphique 3.7 : Crédit bancaire (variation en glissement annuel)



En particulier, le crédit au secteur non financier a connu une décélération de 3,3% à 2,6%, recouvrant des ralentissements des progressions des prêts octroyés aux entreprises publiques à 7,3%, au lieu de 14,5%, et de ceux accordés aux entreprises privées à 0,6%, après 1,4%, ainsi qu'une quasi-stabilité de l'accroissement de ceux destinés aux ménages à 1,7%.

L'évolution des concours aux entreprises publiques traduit principalement le ralentissement de 55,4% à 30,9% des facilités de trésorerie et l'accentuation des replis des prêts à l'équipement de 9% à 10,4%, et de ceux à la promotion immobilière de 7% à 11,2%.

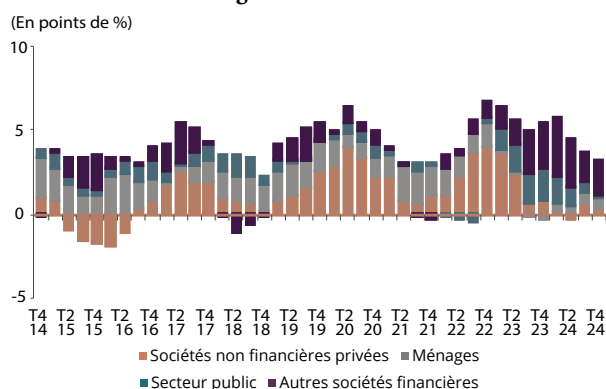
² Les données trimestrielles représentent les encours en fin de période.

Concernant les prêts aux sociétés non financières privées, leur décélération est le résultat d'un recul des facilités de trésorerie de 3,9%, après une hausse de 0,1%, d'un ralentissement de 8,4% à 6,9% de ceux à la promotion immobilière et d'une hausse de 10,7% après 7,1% de ceux à l'équipement.

Pour ce qui est des crédits aux ménages, leur évolution recouvre une accentuation du repli des prêts aux entrepreneurs individuels de 1,2% à 3,8%, et une stabilité du rythme de croissance de ceux aux particuliers à 2,1%, avec des hausses de 1,5% des crédits à la consommation et de 1,6% de ceux à l'habitat.

Par branche d'activité, les prêts ont connu des progressions de 12,2% pour les « Industries extractives », de 6,7% pour le secteur de l'« Electricité, gaz et eau » et de 3,6% pour les entreprises du « Bâtiment et travaux publics ». A l'inverse, les crédits ont reculé de 12,9% pour la branche « Hôtels et restaurants », de 2,7% pour celle du « Commerce, réparations automobiles et d'articles domestiques » et de 14,1% pour les « Industries textiles, de l'habillement et du cuir ».

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



S'agissant des créances en souffrance, elles se sont accrues de 2,4% et leur ratio à l'encours du crédit bancaire est revenu à 8,3%. Elles ont augmenté de 5,9% pour les ménages et se sont quasi stabilisées

pour les entreprises non financières privées avec des ratios respectifs de 10,4% et 12,5%.

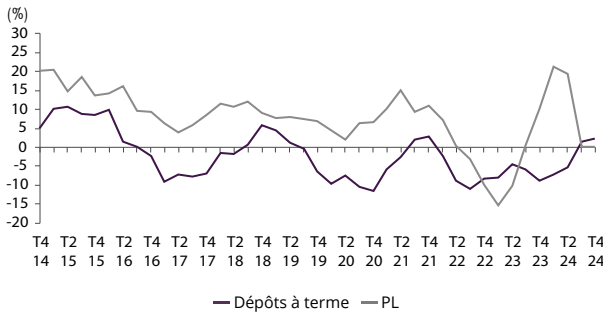
En comparaison annuelle, la croissance du crédit bancaire au secteur non financier ressort en légère décélération à 2,6% après 2,8% en 2023, reflétant les ralentissements des rythmes de progression des crédits aux entreprises publiques de 29,6% à 7,3%, et de ceux aux entreprises privées de 2% à 0,6%, alors que les prêts destinés aux ménages ont augmenté de 1,7% après un repli de 0,7%.

Les dernières données disponibles relatives au mois de janvier 2025 indiquent une croissance annuelle du crédit bancaire de 4,1%, reflétant des hausses de 3,3% des prêts accordés au secteur non financier et de 8,3% de ceux destinés aux sociétés financières.

Concernant les prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils se sont accrues de 6% au quatrième trimestre reflétant des augmentations de 8,1% des prêts accordés par les sociétés de financement et de 8,6% des concours des associations de micro-crédit alors que ceux distribués par les banques offshores ont reculé de 17,5%.

Pour ce qui est des agrégats de placements liquides, ils ont progressé de 10,1% après 14,8% un trimestre auparavant, reflétant des ralentissements du rythme d'accroissement de 25,2% à 12,7% des titres des OPCVM obligataires et de 8,1% à 5% des bons du Trésor. En revanche, les titres OPCVM actions et diversifiés ont poursuivi leur amélioration avec une augmentation de 26,5% au lieu de 25,1%.

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



3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

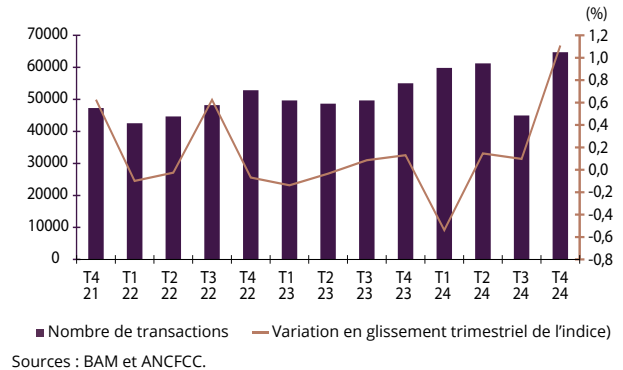
Au quatrième trimestre de 2024, l'indice des prix des actifs immobiliers a progressé de 1,1%, recouvrant des accroissements de 1,7% de prix des biens à usage professionnel, de 1,4% des prix des terrains et de 1,3% des prix du résidentiel. Pour leur part, les transactions ont augmenté de 43,9% globalement, de 79,9% pour les biens à usage professionnel, de 42,7% pour les biens résidentiels et de 35,2% pour les terrains.

A l'exception d'Agadir qui vu son indice des prix stagner par rapport au trimestre précédent et de Meknès, et Oujda qui ont connu des replis trimestriels de 0,2% et de 1% respectivement, les autres grandes villes ont enregistré des progressions allant de 1% à Fès et à Kénitra, à 2,7% à Marrakech. S'agissant des ventes, l'ensemble des principales villes ont affiché des hausses à des taux variant de 16,5% à Oujda à 130,7% à Marrakech.

Sur l'ensemble de l'année 2024, l'indice des prix des actifs s'est replié de 0,1%, recouvrant des reculs de 0,2% des prix des biens résidentiels, une stagnation de ceux des terrains et une hausse de 0,1% de ceux des biens à usage professionnel. Pour ce qui est du nombre de transactions, il a augmenté de 5%, avec des progressions de 5,2%

pour le résidentiel, de 1,9% pour les biens à usage professionnel et un recul de 5,8% pour les terrains.

Graphique 3.10 : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières



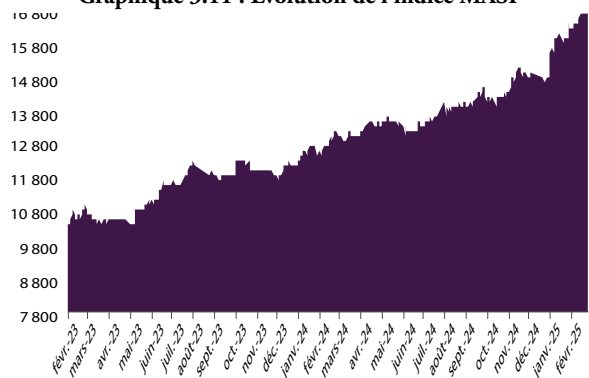
Sources : BAM et ANCFCC.

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

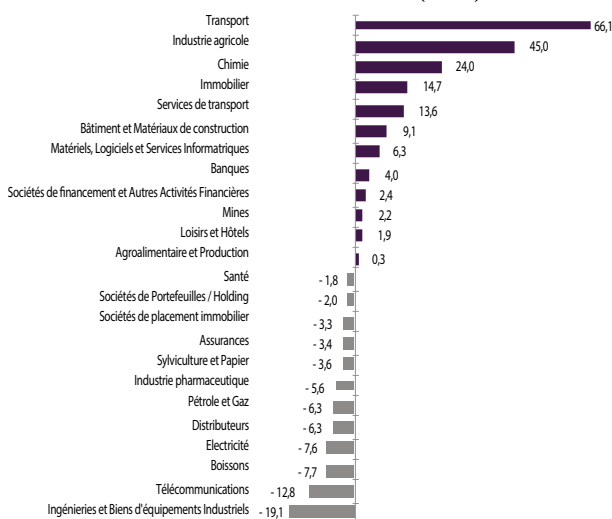
Au cours du quatrième trimestre de 2024, le MASI s'est apprécié de 2,8%. Cette évolution reflète principalement les progressions des indices sectoriels de 4% pour les Banques, de 9,1% pour les « Bâtiments et Matériaux de Construction » et de 13,6% pour les « Services de Transport ». A l'inverse celui des « Télécommunications » a accusé un repli de 12,8%.

Graphique 3.11 : Evolution de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

Graphique 3.12 : Evolution des indices sectoriels au troisième trimestre 2025 (en %)



Source : Bourse de Casablanca.

Pour ce qui est du volume des échanges, il a fortement progressé, passant, d'un trimestre à l'autre, de 14,8 milliards de dirhams à 43 milliards. Cette évolution reflète la dynamique des échanges aussi bien sur le marché central que sur celui des blocs, dans lesquels les volumes de transactions ont atteint 20,2 et 19,8 milliards après 12,9 milliards et 234,4 millions respectivement au troisième trimestre. Elle est liée également à l'opération d'introduction en Bourse de CMGP Group, d'un montant de 1,1 milliard de dirhams ainsi que l'offre publique de vente d'actions de Crédit du Maroc lancée par « Holmarcom Finance Company » pour un montant total de 1 milliard de dirhams. Dans ce contexte, la capitalisation boursière s'est accrue de 20,2% depuis le début de l'année, pour s'établir à 752,4 milliards de dirhams.

Les dernières données disponibles font ressortir une poursuite de la tendance haussière du MASI avec une progression mensuelle de 5,2% en février³, après celle de 10% en janvier, portant ainsi sa performance depuis le début de l'année à 15,7%. Cet accroissement mensuel reflète les hausses des

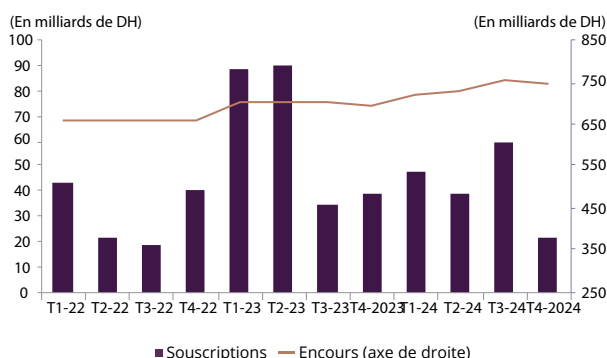
³ Données arrêtées au 26 février 2025.

indices des secteurs des « Services de Transport » de 22,6%, des « Bâtiments et matériaux de construction » de 5,5%, des « Télécommunications » de 9,1% et des « Banques » de 1,9%. S'agissant du volume des transactions, il est revenu de 12,7 milliards de dirhams en janvier à 8,9 milliards en février, dont 91% réalisé sur le marché central. Pour sa part, la capitalisation boursière s'est élevée à 876,4 milliards, en amélioration de 16,5% depuis décembre 2024.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Au quatrième trimestre 2024, les émissions du Trésor sur le marché intérieur se sont élevées à 22,6 milliards de dirhams contre 60,6 milliards le trimestre précédent. Ces levées ont porté à hauteur de 49% sur des maturités moyennes, de 38% sur celles longues et de 13% sur les courtes. Tenant compte des remboursements, d'un montant de 26,4 milliards, l'encours des bons du Trésor a atteint 753,6 milliards, en léger repli de 0,5% d'un trimestre à l'autre.

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



Source : BAM.

Les données relatives au mois de janvier font ressortir une hausse des émissions de bons du Trésor en janvier 2025 à 19,1 milliards contre 2,5 milliards de dirhams un mois auparavant. Celles-ci ont porté essentiellement sur des maturités moyennes à hauteur de 50% et celles longues

pour 48%. Compte tenu des remboursements d'un montant de 2,9 milliards, l'encours des bons du Trésor a atteint 769,7 milliards à fin janvier, en accroissement mensuel de 2,1%.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions ont progressé au quatrième trimestre 2024 de 23,7% à 28,9 milliards de dirhams. Les sociétés financières ont levé un montant de 18,5 milliards au lieu de 16,2 milliards le trimestre précédent et les sociétés non financières, 10,4 milliards après 7,1 milliards.

Par instrument, les émissions des titres de créances négociables se sont repliées de 13,4% à 16,9 milliards, dont 9,5 milliards sous forme de certificats de dépôts et 7,4 milliards équitablement réparti entre les bons de sociétés de financement et les billets de trésorerie. Pour leur part, les émissions des obligations se sont chiffrées à 12 milliards, réalisées à hauteur de 55,8% par les sociétés non financières.

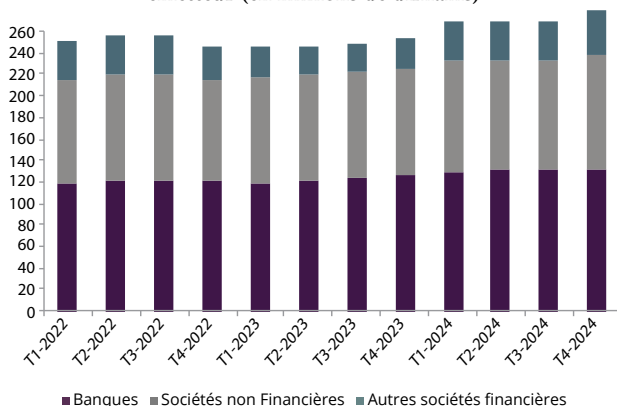
Les données relatives au mois de janvier indiquent un accroissement des émissions des titres de créances de 5,7 millions de dirhams à 12,1 millions. Compte tenu des remboursements, l'encours de ces titres ressort en quasi-stagnation 99 millions de dirhams.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Durant le quatrième trimestre 2024, les souscriptions aux titres des OPCVM ont augmenté de 30% à 369,2 milliards et les rachats de 35% à 360,8 milliards, soit une collecte nette de 8,4 milliards de dirhams. S'agissant des indices de performance, ils ont connu une progression trimestrielle pour l'ensemble des fonds, avec des taux allant de 0,8% pour les OPCVM monétaires à 1,7% pour ceux diversifiés.

Les données du mois de janvier indiquent une augmentation mensuelle de 6,3% de l'actif net des OPCVM à 694,6 milliards de dirhams, en lien avec les hausses de 20,8% pour les fonds obligataires à court terme, de 17,1% pour les OPCVM actions, de 9,1% pour les diversifiés et de 3,3% pour ceux obligataires à moyen et long terme. En revanche, l'encours net a diminué de 13,8% pour les OPCVM contractuels et de 0,3% pour les monétaires. S'agissant des indices de performance, ils ont connu une progression trimestrielle pour l'ensemble des fonds, avec des taux allant de 0,8% pour les OPCVM monétaires à 1,7% pour ceux diversifiés.

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



Source : Maroclear et calculs BAM.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exécution budgétaire au titre de l'année 2024 s'est caractérisée par la poursuite de la consolidation budgétaire. Ainsi, le déficit, hors produit de cession des participations de l'Etat, s'est établi à 62,6 milliards de dirhams, contre 65,8 milliards un an auparavant. Les recettes ordinaires ont enregistré une progression de 15,3%, reflétant des hausses de 14,5% des rentrées fiscales et de 19,9% de celles non fiscales. Ces dernières intègrent notamment l'encaissement de ressources issues des mécanismes de financement innovants pour un montant de 35,3 milliards. En regard, les dépenses globales se sont accrues de 6,5%, résultat d'augmentations de 7,9% des dépenses de biens et services et de 6% de celles d'investissement, alors que les charges de compensation se sont allégées de 15,3%.

A fin janvier 2025, l'exécution budgétaire s'est soldée par un déficit de 6,9 milliards de dirhams, en creusement de 5,1 milliards comparativement à la même période de 2024. Les recettes ordinaires se sont renforcées de 19,9% à 37 milliards, traduisant une progression de 24,6% des rentrées fiscales et une baisse de 44,5% de celles non fiscales. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 56,3% à 46,7 milliards, en raison notamment d'une augmentation de 79,8% des charges de biens et services, alors que celles en intérêts de la dette et de compensation ont diminuées de 26,1% et 34,5% respectivement. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti déficitaire à 9,6 milliards, au lieu d'un excédent d'un milliard à fin janvier 2024. De leur côté, les dépenses d'investissement ont affiché une hausse de 6,1% à 13 milliards, portant ainsi celles globales à 59,7 milliards, en accroissement de 41,7%. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il est ressorti excédentaire de 15,8 milliards contre 9,5 milliards un an auparavant.

Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance à hauteur de 19,3 milliards de dirhams, le déficit de caisse s'est accru à 26,2 milliards, au lieu de 11,3 milliards un an auparavant. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 26,2 milliards. Ainsi l'encours de la dette directe, aurait progressé de 1,2% à fin janvier 2024 par rapport à son niveau à fin décembre 2024. S'agissant des conditions de financement du Trésor, elles se sont améliorées comparativement à la même période en 2024.

4.1 Recettes ordinaires

L'exécution budgétaire à fin janvier 2025 fait ressortir une amélioration de 19,9% à 37 milliards des recettes ordinaires, avec une progression de 24,6% à 35,4 milliards des rentrées fiscales, tirées principalement par les produits de l'IR et de la TVA, et une baisse de 44,5% à 1,1 milliard de celles non fiscales.

Les recettes des impôts directs ont augmenté de 56,9% à 12,8 milliards de dirhams, recouvrant des accroissements de 78,2% à 10,1 milliards du produit de l'IR et de 2,4% à 2,2 milliards des rentrées de l'IS.

L'évolution de l'IR incorpore essentiellement des rentrées de 3,8 milliards issues de la régularisation fiscale volontaire, ainsi que des améliorations de 0,4 milliard des recettes générées par l'IR sur les salaires et de 0,2 milliard de celles issues des actions de l'administration fiscale.

Pour ce qui est des recettes des impôts indirects, elles ont atteint 16,8 milliards, en progression de 13,5%, traduisant celle de 16,7% à 14,2 milliards des rentrées de la TVA et un repli de 1,7% à 2,57 milliards de celles de la TIC. L'évolution de

cette dernière taxe reflète en particulier une baisse de 10,9% à 1,4 milliard des TIC sur les produits énergétiques. L'amélioration de la TVA résulte des rebonds de 19,5% à 7,5 milliards des rentrées de celle à l'intérieur et de 13,8% à 6,8 milliards des recettes de celle à l'importation.

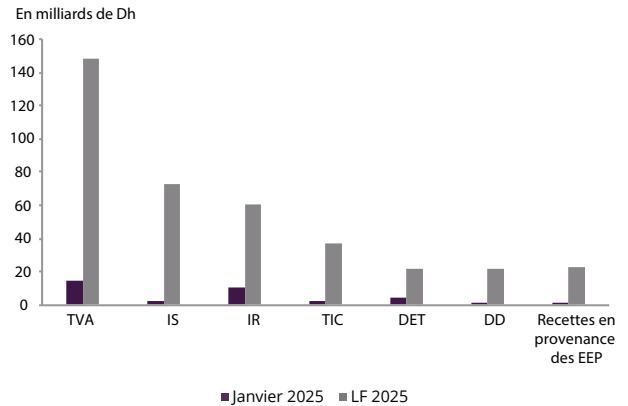
De leur côté, les rentrées des droits de douane se sont accrues de 21,3% à 1,4 milliards et celles des droits d'enregistrement et de timbre de 2,5% à 4,4 milliards.

Tableau 4.1 : Recettes ordinaires (en milliards de dirhams)*

	Jan. 2024	Jan. 2025	Var. en %	LF 2025	Réalisation par rapport à la LF (en %)
Recettes ordinaires	30,9	37,0	19,9	436,7	8,5
Recettes fiscales	28,4	35,4	24,6	367,6	9,6
- Impôts directs	8,1	12,8	56,9	139,3	9,2
Dont IS	2,1	2,2	2,4	73,0	3,0
IR	5,7	10,1	78,2	60,9	16,6
- Impôts indirects	14,8	16,8	13,5	185,3	9,1
TVA*	12,2	14,2	16,7	148,4	9,6
TIC	2,61	2,57	-1,7	36,9	7,0
- Droits de douane	1,2	1,4	21,3	21,3	6,6
- Enregistrement et timbre	4,3	4,4	2,5	21,7	20,1
Recettes non fiscales	1,9	1,1	-44,5	65,6	1,6
- Recettes en provenance des EEP	0,2	0,1	-58,4	22,6	0,3
- Autres recettes	1,7	1,0	-43,2	43,0	2,3
Mécanismes de financement innovants	0,0	0,0	0,0	35,0	0,0
Recettes des CST	0,6	0,6	3,2	3,6	16,9

* Compte tenu des 30% de la TVA transférée aux collectivités territoriales (CT) en 2024 et 32% en 2025.
Sources : Données MEF (DTFE) et retraitement TVA par BAM.

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



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

Note :

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

Quant aux recettes non fiscales, leur évolution reflète des encaissements d'un milliard au titre de la rubrique des autres recettes, contre 1,7 milliard à fin janvier 2024. Les recettes provenant des établissements et entreprises publics (EEP) ont totalisé pour leur part 72 millions (versés par Bank Al-Maghrib) au lieu de 173 millions à fin janvier 2024.

4.2 Dépenses

Les dépenses globales se sont alourdies de 41,7% à 59,7 milliards à fin janvier 2025, avec des progressions de 56,3% à 46,7 milliards de celles ordinaires et de 6,1% à 13 milliards de celles d'investissement. Les charges de biens et services ont atteint 39,1 milliards, en augmentation de 79,8%, résultat des hausses de 10,4% à 13,3 milliards des dépenses de personnel et de 165,5% à 25,8 milliards des dépenses au titre des autres biens et services. Celles-ci tiennent compte des transferts d'un montant de 12,4 milliards aux comptes spéciaux du Trésor, au lieu de 245 millions un an auparavant, et de 8,2 milliards aux EEP, en accroissement de 82,2%. Concernant l'évolution de la masse salariale, la partie servie par la Direction

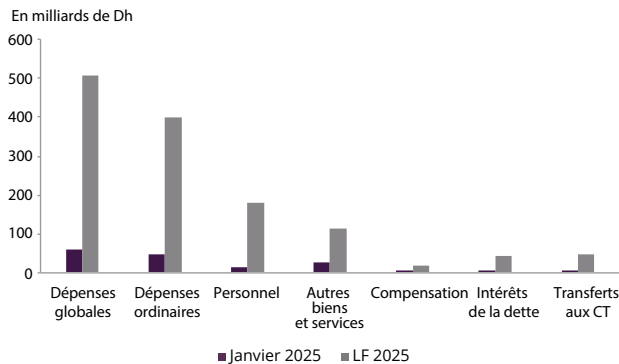
des Dépenses de Personnel s'est accrue de 14,7% à 11,8 milliards, recouvrant la progression de 15% de la composante structurelle et la diminution de 10,1% des rappels.

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

	Jan. 2024	Jan. 2025	Var. en %	LF 2025	Exécution par rapport à la LF (en %)
Dépenses globales	42,1	59,7	41,7	507,0	11,8
Dépenses ordinaires	29,9	46,7	56,3	401,4	11,6
Biens et services	21,7	39,1	79,8	294,2	13,3
Personnel	12,0	13,3	10,4	180,3	7,4
Autres biens et services	9,7	25,8	165,5	113,9	22,7
Intérêts de la dette	1,3	1,0	-26,1	42,6	2,2
Compensation	3,2	2,1	-34,5	17,1	12,1
Transferts aux CT	3,7	4,6	24,5	47,5	9,6
Investissement	12,3	13,0	6,1	105,6	12,3

* Compte tenu des 30% de la TVA transférés aux collectivités territoriales (CT) en 2024 et 32% en 2025.
Sources : Données MEF (DTFE) et retraitement TVA par BAM.

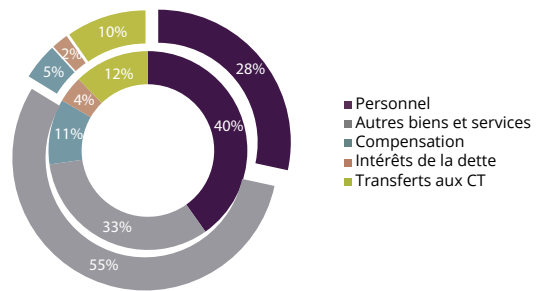
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

S'agissant des paiements d'intérêts de la dette, ils se sont repliés de 26,1% à 957 millions, reflétant les baisses de 45,5% à 300 millions de ceux sur la dette intérieure et de 11,9% à 657 millions de ceux sur la dette extérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires



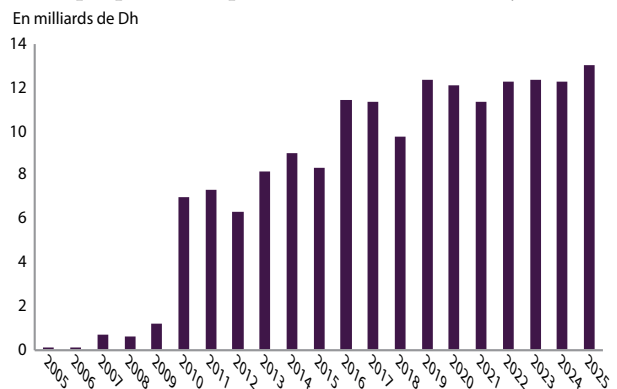
Anneau intérieur : Janvier 2024
Anneau extérieur : Janvier 2025

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

De même, les charges de compensation ont reculé de 34,5% à 2,1 milliards reflétant principalement des baisses de 0,2 milliard à 1,3 milliard de la charge allouée au gaz butane, de 0,2 milliard à 0,2 milliard de celle de la farine nationale de blé tendre et de 0,2 milliard à 0,6 milliard des subventions du sucre. De plus, aucune dépense n'a été constatée en matière de soutien aux professionnels du secteur du transport routier, contre un montant de 0,5 milliard accordé en janvier 2024.

De leur côté, les dépenses d'investissement ont progressé de 6,1% à 13 milliards, soit un taux d'exécution de 12,3% par rapport aux prévisions d'émissions de la LF. Elles incorporent une régression de 10,3% à 1,6 milliard des dépenses des Ministères.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin janvier

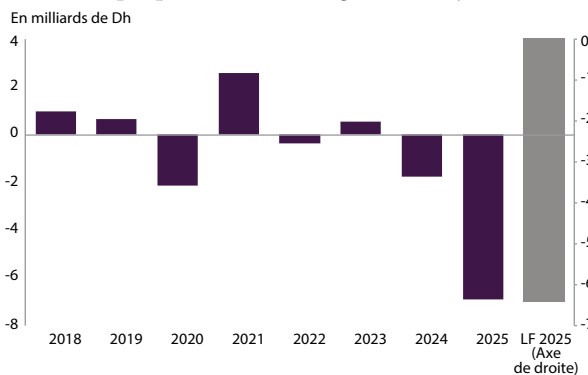


Source : MEF (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

Tenant compte de l'évolution des recettes et des dépenses ainsi que du solde des comptes spéciaux du Trésor, la situation des charges et ressources du Trésor s'est soldée par un creusement du déficit budgétaire, passant d'une année à l'autre de 1,7 milliard à 6,9 milliards. En outre, le Trésor a réduit de 19,3 milliards, contre 9,5 milliards, son stock des opérations en instance ramenant ainsi son besoin de financement à 26,2 milliards, au lieu de 11,3 milliards à fin janvier 2024.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin janvier



Source : MEF (DTFE).

Le besoin de financement du Trésor et le flux net extérieur négatif de 35 millions de dirhams ont été couverts par des ressources intérieures nettes de 26,2 milliards. En particulier, le recours au marché des adjudications a permis de mobiliser un montant net de 16,1 milliards, contre 13,1 milliards à fin janvier 2024. Les souscriptions nettes ont porté notamment sur les bons à 2 ans pour un montant de 6,4 milliards, ceux à 10 ans à hauteur de 4,9 milliards, les bons à 5 ans pour un montant de 3,2 milliards, ceux à 15 ans pour 1,9 milliard et sur ceux à 30 ans pour 1,7 milliard.

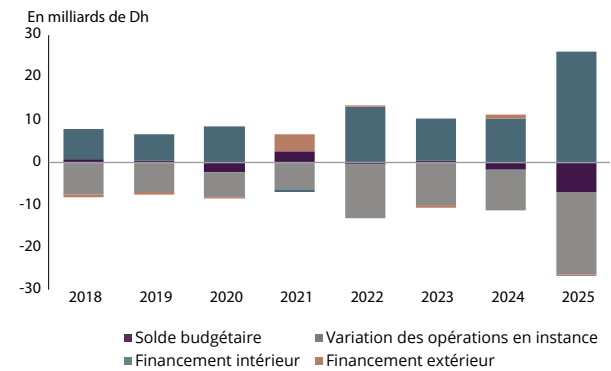
En parallèle, les principaux remboursements nets ont été réalisés sur les bons à 52 semaines pour un montant de 2,2 milliards.

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

	Jan. 2024	Jan. 2025	LF 2025
Solde ordinaire	1,0	-9,7	35,4
Solde des CST	9,5	15,8	6,0
Solde primaire	-0,5	-5,9	-21,6
Solde budgétaire	-1,7	-6,9	-64,2
Variation des opérations en instance	-9,5	-19,3	
Besoin de financement	-11,3	-26,2	-64,2
Financement intérieur	10,3	26,2	58,2
Financement extérieur	1,0	0,0	51,5
Cession des participations de l'Etat	0,0	0,0	6,0

Sources : MEF (DTFE).

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin janvier*



Source : MEF (DTFE).

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

S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, les données arrêtées à fin janvier indiquent une diminution des taux moyens pondérés par rapport à la même période en 2024. Pour les maturités moyennes et courtes, les baisses ont atteint 62 pb à 2,6% pour les bons à 2 ans, 58 pb à 2,82% pour ceux de 5 ans, 57 pb à 2,28% pour les bons à 13 semaines, 55 pb à 2,48% pour ceux de 52 semaines et 33 pb à 2,54% pour les bons à 26 semaines. De même, pour les maturités longues, les taux ont reculé de 93 pb à 4,22% pour les bons de 30 ans, de 83 pb à 3,75% pour ceux à 20 ans, de 66 pb à 3,20% pour les bons de 10 ans et de 63 pb à 3,45% pour ceux de 15 ans.

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

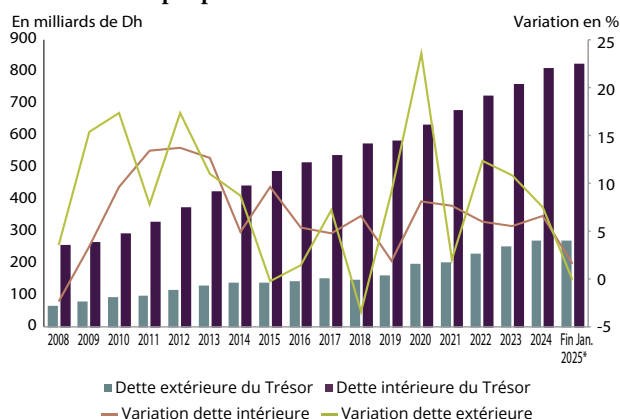
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Fin jan. 2025*
Dettes extérieures du Trésor	161,6	199,7	203,8	228,9	253,6	272,6	272,6
Var en %	9,2	23,6	2,0	12,3	10,8	7,5	0,0
Dettes intérieures du Trésor	585,7	632,9	681,5	722,9	763,0	813,3	826,6
Var en %	1,9	8,1	7,7	6,1	5,6	6,6	1,6
Encours de la dette directe	747,3	832,6	885,3	951,8	1016,7	1085,8	1099,1
Var en %	3,4	11,4	6,3	7,5	6,8	6,8	1,2

Source : MEF (DTFE).

* Pour la dette à fin janvier 2025, elle est estimée sur la base des flux de financement générateurs de dettes.

Dans ces conditions, la dette publique directe se serait accrue de 1,2% à fin janvier 2025 comparativement à son niveau à fin décembre 2024, tirée par la hausse de 1,6% de sa composante intérieure, celle extérieure ayant été quasi-stable.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



* Estimations BAM.

Sources : Données MEF (DTFE).

Encadré 4.1 : Exécution budgétaire au titre de l'année 2024

La situation budgétaire au titre de l'année 2024 fait ressortir un déficit, hors produit de cession des participations de l'Etat, de 62,6 milliards au lieu de 65,8 milliards un an auparavant. Rapporté au PIB*, ce déficit se serait élevé à 4,1% au lieu de 4,5% en 2023. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 15,3% à 409,1 milliards, reflétant des accroissements de 14,5% des rentrées fiscales et de 19,9% de celles non fiscales, dont 35,3 milliards au titre des recettes des mécanismes de financement innovants. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 6,7% à 348 milliards, résultat des hausses de 7,9% des dépenses de biens et services et de 8,6% des charges en intérêts de la dette, tandis que celles de la compensation se sont allégées de 15,3%. Le solde ordinaire ressort ainsi excédentaire à 61,2 milliards, au lieu de 28,6 milliards un an auparavant. De leur côté, les dépenses d'investissement ont progressé de 6% à 117,4 milliards, portant ainsi les dépenses globales à 465,3 milliards, en accroissement de 6,5%. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il est ressorti négatif à 6,4 milliards, après un solde positif de 16,4 milliards à fin 2023. Les ressources des comptes spéciaux du Trésor tiennent compte d'un montant de 3,4 milliards de dirhams au titre des recettes du Fonds spécial pour la gestion des effets du tremblement de terre et de 24,1 milliards de dirhams du Fonds d'appui à la protection sociale et à la cohésion sociale (contre 15,2 milliards de dirhams en 2023).

Au niveau des rentrées fiscales, celles des impôts directs se sont accrues de 15,9% à 135,1 milliards, en liaison principalement avec les renforcements de 13,5% à 70,3 milliards du produit de l'IS et de 18,7% à 60,1 milliards de celui de l'IR. Celui-ci tient compte notamment de l'amélioration des recettes de l'IR sur les salaires, de celles de l'IR sur les particuliers ainsi que, des rentrées de 2,7 milliards issues de la contribution libératoire relative à la régularisation fiscale volontaire et de 2,1 milliards provenant de l'effort de l'administration en matière de recouvrement. Réalisées à hauteur de 105,1%, les rentrées des impôts indirects ont drainé 164 milliards, en hausse de 15%, tirées par les augmentations de 16,2% à 127,6 milliards des rentrées de la TVA et de 11,2% à 36,5 milliards de celles de la TIC. L'évolution de cette dernière traduit notamment

* Sur la base de la prévision de BAM de mars 2025 du PIB nominal.

des accroissements de 11,8% à 18,1 milliards de la TIC sur les produits énergétiques et de 8,3% à 14,8 milliards sur les tabacs. L'amélioration du produit de la TVA recouvre des rebonds de 25,6% à 42,7 milliards des recettes de la TVA à l'intérieur et de 11,9% à 84,9 milliards de celles de la TVA à l'importation. Pour ce qui est des recettes des droits de douane et des droits d'enregistrement et de timbre, elles se sont accrues de 8,4% à 17,8 milliards et de 7,6% à 21,5 milliards respectivement.

S'agissant des recettes non fiscales, leur évolution est marquée principalement par les encaissements de 35,3 milliards des rentrées des mécanismes de financement innovants, réalisées à hauteur de 101,7% par rapport à la programmation de la LF, et de 16,6 milliards des recettes provenant des monopoles, contre 14 milliards un an auparavant et 19,5 milliards prévus dans la LF. Ces rentrées proviennent principalement de l'Agence de la Conservation Foncière à hauteur de 6 milliards, de l'OCF pour un montant de 5,8 milliards et de Bank Al-Maghrib à hauteur de 2,9 milliards.

En regard, les dépenses de biens et services ont atteint 250,3 milliards, en alourdissement de 7,9%, avec des accroissements de 8,5% à 164,6 milliards de la masse salariale et de 6,8% à 85,7 milliards des dépenses au titre des autres biens et services. De leur côté, les charges en intérêts de la dette ont augmenté de 8,6% à 33,9 milliards, tirées principalement par les rebonds de 26,6% à 10,5 milliards de celles sur la dette extérieure et de 2% à 23,4 milliards de celles sur la dette intérieure. Pour leur part, les charges de compensation se sont allégées de 15,3% à 25,5 milliards, sous l'effet notamment de la baisse de la charge allouée au gaz butane, en lien avec la décompensation partielle du gaz butane qui a été opérée à partir du 20 mai 2024 et a porté sur une réduction de 2,5 dirhams pour la bonbonne de 3 kg et 10 dirhams pour celle de 12 kg.

Compte tenu de la reconstitution du stock des opérations en instance de 5,2 milliards, le déficit de caisse s'est situé à 57,4 milliards, en amélioration de 17,5 milliards d'une année à l'autre. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 36,7 milliards et par des ressources extérieures nettes de 19 milliards.

Tableau E.4.1.1 : Exécutions budgétaires de 2023 et 2024, en milliards de dirhams

	2023	2024	Ecart		Exécution /LF 2024
			en %	en valeur	
Recettes ordinaires	354,8	409,1	15,3	54,3	110,1
Recettes fiscales*	295,5	338,4	14,5	42,9	109,9
- Impôts directs	116,5	135,1	15,9	18,6	115,5
Dont : IS	62,0	70,3	13,5	8,4	117,4
IR	50,7	60,1	18,7	9,5	114,0
- Impôts indirects	142,6	164,0	15,0	21,4	105,1
TVA	109,8	127,6	16,2	17,8	102,7
TIC	32,8	36,5	11,2	3,7	114,1
- Droits de douane	16,4	17,8	8,4	1,4	113,3
- Enregistrement et timbre	20,0	21,5	7,6	1,5	111,6
Recettes non fiscales	55,2	66,1	19,9	11,0	109,8
- Monopoles	14,0	16,6	18,7	2,6	85,3
- Autres recettes	41,2	49,5	20,3	8,3	121,5
Y.c. Recettes a/t mécanismes innovants	25,4	35,3	38,7	9,8	100,8
Recettes de certains CST	4,1	4,6	10,9	0,5	132,3
Dépenses globales	437,0	465,3	6,5	28,4	104,6
Dépenses ordinaires	326,2	348,0	6,7	21,7	101,1
Biens et services	232,0	250,3	7,9	18,3	99,0
Personnel	151,8	164,6	8,5	12,9	101,9
Autres biens et services	80,2	85,7	6,8	5,5	93,9
Dette publique	31,2	33,9	8,6	2,7	91,0
Compensation	30,1	25,5	-15,3	-4,6	150,2
Transferts aux CT	32,9	38,3	16,2	5,3	102,7
Solde ordinaire	28,6	61,2	114,0	32,6	
Investissement	110,7	117,4	6,0	6,6	116,9
Solde des CST	16,4	-6,4	-139,2	-22,8	
Solde budgétaire	-65,8	-62,6	-4,8	3,1	
En points du PIB	4,5	4,1			
Solde primaire	-34,5	-28,7			
Variation des opérations en instance	-9,2	5,2			
Solde de financement	-74,9	-57,4	-23,4	17,5	
Financement intérieur	38,4	36,7			
Financement extérieur	35,0	19,0			
Produit de cessions de participations de l'Etat	1,6	1,7			

* Compte tenu des 30% de la TVA transférée aux collectivités territoriales.
Sources : MEF (DTFE), retraitement TVA par BAM.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Au troisième trimestre 2024, la croissance économique s'est accélérée à 4,3% après 3% au même trimestre un an auparavant. Cette évolution recouvre une augmentation de 5,1%, au lieu de 3,1%, de la valeur ajoutée des activités non agricoles et une baisse de 5,2%, après une hausse de 0,9%, de celle agricole. La demande intérieure a soutenu la croissance avec une contribution de 6,9 points de pourcentage, tandis que la participation des échanges extérieurs est ressortie négative de 2,5 points.

Sur l'ensemble de l'année, le rythme de progression du PIB aurait décéléré à 3,2% en 2024 après 3,4% en 2023. Cette évolution refléterait un repli de 4,7%, contre un accroissement de 1,4%, de la valeur ajoutée agricole et une progression de 4%, après 3,5%, de celle des activités non agricoles. Au premier trimestre 2025, la croissance économique devrait s'accélérer à 3,9%, traduisant une hausse de 1% de la valeur ajoutée agricole, tenant compte d'une récolte céréalière estimée par BAM à près de 35 millions de quintaux, et un raffermissement de 4,1% de celle non agricole.

Sur le marché du travail, l'économie nationale a créé 82 mille emplois en 2024, après une perte de 157 mille un an auparavant. A l'exception de l'agriculture qui a accusé une nouvelle diminution de 137 mille emplois, les autres secteurs ont connu des augmentations de 13 mille dans le BTP, de 46 mille dans l'industrie et de 160 mille dans les services. Tenant compte d'une entrée nette de 140 mille actifs, le taux d'activité a enregistré une légère baisse de 0,1 point à 43,5% et le taux de chômage s'est accru de 13% à 13,3% globalement, de 16,8% à 16,9% en milieu urbain et de 6,3% à 6,8% en zones rurales.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

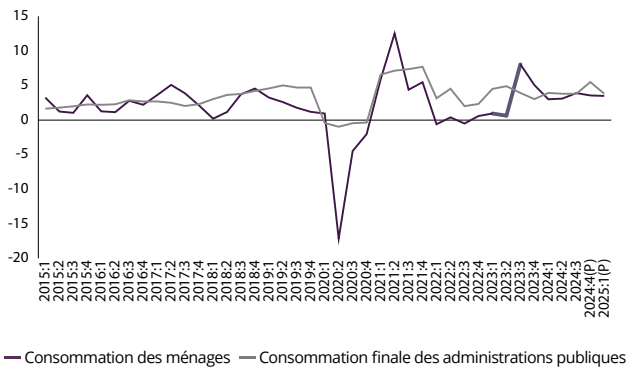
Au troisième trimestre 2024, le rythme de la consommation finale des ménages a progressé de 3,9% après 8,1% au même trimestre un an auparavant, contribuant à hauteur de 2,4 points de pourcentage à la croissance économique.

Cette dynamique se serait maintenue au quatrième trimestre 2024, avec une hausse de 3,6%, soutenue par la modération de l'inflation et la consolidation des revenus non agricoles. Ainsi, sur l'ensemble de l'année 2024, la consommation finale des ménages se serait améliorée de 3,4% après 3,7% en 2023.

Au premier trimestre de 2025, elle devrait s'accroître de 3,5%, après 3% à la même période de l'année précédente, en lien avec les mesures prises par le Gouvernement pour préserver le pouvoir d'achat des ménages et le maintien des transferts MRE à des niveaux élevés.

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, elle s'est accrue de 3,8% au troisième trimestre 2024, après 3,9% un an auparavant, et sa participation à la croissance est ressortie à 0,7 point.

Au dernier trimestre 2024, elle se serait raffermie de 5,5%, après 3% au même trimestre de l'année précédente, en lien avec l'augmentation des dépenses de fonctionnement, portant ainsi sa croissance sur l'ensemble de l'année à 4,3%. Au premier trimestre de 2025, elle devrait croître de 3,8%, soit un rythme quasi similaire à celui enregistré à la même période une année auparavant.

Graphique 5.1 : Dépenses de consommation (variation en %)

Sources : Données HCP et prévisions BAM.

5.1.2 Investissement

Au troisième trimestre 2024, l'investissement a affiché un rebond de 13,5% contre une contraction de 3,5% un an auparavant, et sa contribution à la croissance est ressortie à 3,7 points de pourcentage au lieu d'une participation négative de 1,2 point.

Au quatrième trimestre 2024, il aurait progressé de 11,1%, dans un environnement marqué par le lancement et la poursuite de la réalisation de plusieurs projets importants d'infrastructure. Les indicateurs infra-annuels disponibles corroborent cette prévision avec notamment l'amélioration des ventes de ciments, la hausse des importations des biens d'équipement ainsi que le niveau élevé des dépenses d'investissement du Trésor.

Par ailleurs, selon les résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib au titre du quatrième trimestre 2024, le climat des affaires a été qualifié de « normal » par 78% des entreprises et de « défavorable » par 14% d'entre elles.

Sur l'ensemble de l'année 2024, le rythme de l'investissement se serait accéléré à 9,5%, après 1,5% en 2023, une dynamique qui devrait se poursuivre au premier trimestre 2025 avec une hausse prévue de 9,9% au lieu de 4,6% au même trimestre un an auparavant.

5.2 Demande extérieure

Au troisième trimestre 2024, les exportations de biens et services, en volume, ont augmenté de 9,8%, après 7,2% au même trimestre en 2023, et les importations de 12,9% au lieu de 8,6%. Dans ce contexte, les exportations nettes de biens et services ont contribué négativement à la croissance économique à hauteur de 2,5 points.

Au dernier trimestre 2024, le rythme des exportations se serait situé à 7,1%, contre 5,5% un an auparavant, résultat notamment de la hausse des ventes des phosphates et dérivées. Parallèlement, celui des importations aurait ralenti, revenant de 12,5% à 11,2%, en relation essentiellement avec l'allègement de la facture énergétique.

Sur l'ensemble de l'année 2024, la progression des exportations aurait ainsi décéléré de 8,8% à 8% et celle des importations se serait accélérée de 7,4% à 11,6%. Dans ce contexte, les échanges extérieurs auraient de nouveau contribué négativement à la croissance à hauteur de 2,6 points après 0,2 point un an auparavant.

Au premier trimestre de 2025, les exportations en volume devraient progresser de 8,3% après 7,3% et les importations de 10% au lieu de 9,5%.

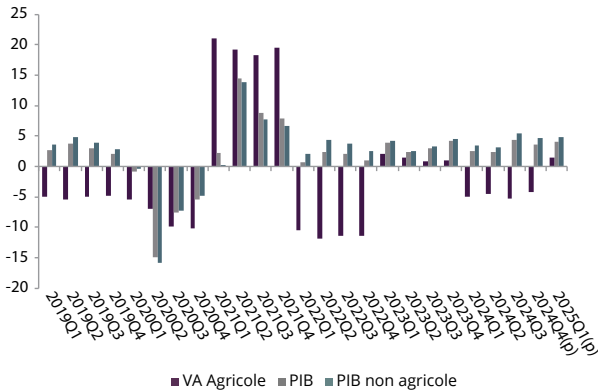
5.3 Offre globale

Au troisième trimestre 2024, la hausse du PIB s'est accélérée à 4,3%, après 3% à la même période de l'année précédente, recouvrant une contraction de 5,2%, après un accroissement de 0,9%, de la valeur ajoutée agricole et une augmentation de 5,1%, au lieu de 3,1%, de celle non agricole.

Au cours du quatrième trimestre 2024, la croissance économique aurait décéléré à 3,6%, après 4,2% un an auparavant. La valeur ajoutée agricole aurait baissé de 4,2%, après une progression de 1%, et

celle des activités non agricoles se serait raffermie de 4,3%, soit le même rythme enregistré un an auparavant.

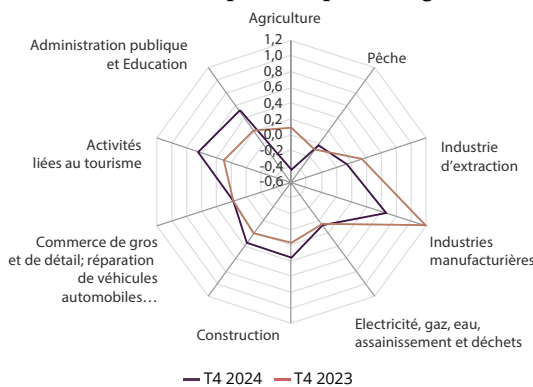
Graphique 5.2 : PIB par composante (aux prix de l'année précédente, variation en %, en glissement annuel, base 2014)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

La valeur ajoutée du secteur secondaire aurait affiché une hausse de 5% après 6,9%, reflétant notamment une progression de 4,5%, au lieu de 7,4%, dans les industries de transformation et de 6%, après 2,9% dans le BTP en lien avec la réalisation de plusieurs chantiers d'infrastructure d'envergure.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Pour ce qui est du secteur tertiaire, l'activité aurait enregistré un accroissement de 4,2%, au lieu de 3,3% à la même période de l'année précédente. En particulier, la valeur ajoutée aurait augmenté

de 3,3%, au lieu de 1,8%, pour le commerce et de 16% après 8,2%, pour les activités d'hébergement et de restauration. De même, elle se serait améliorée dans les branches « Administration publique et défense, sécurité sociale obligatoire » et « Education, santé humaine et activités d'action sociale » en lien avec les revalorisations salariales décidées dans le cadre du dialogue social.

Sur l'ensemble de l'année 2024, l'accroissement du PIB se serait situé à 3,2% après 3,4% en 2023, résultat d'une contraction de 4,7%, après une hausse de 1,4%, de la valeur ajoutée agricole et d'une augmentation de 4%, au lieu de 3,5%, de celle des activités non agricoles.

Au premier trimestre de 2025, la croissance économique devrait s'établir à 3,9% au lieu de 2,5% un an auparavant. La valeur ajoutée agricole progresserait de 1%, tenant compte d'une récolte céréalière estimée par BAM à près de 35 millions de quintaux. Pour sa part, l'activité dans les secteurs non agricoles poursuivrait sa hausse, reflétant notamment une poursuite du dynamisme observé dans le BTP et les activités liées au tourisme ainsi qu'une amélioration dans les secteurs non marchands.

5.4 Marché du travail et capacités de production

5.4.1 Activité et emploi

En 2024, la population active a augmenté de 1,2% à 12,3 millions de personnes avec un accroissement de 2,6% dans les villes et un recul de 1,5% dans les campagnes. Compte tenu de l'évolution de la population en âge de travailler, le taux d'activité a enregistré une baisse de 0,1 point à 43,5% au niveau national et de 0,8 point à 46,5% en zones rurales, alors qu'il marqué une progression de 0,2% à 42% en milieu urbain.

En parallèle, l'économie nationale a créé 82 mille emplois, après une perte de 157 mille un an auparavant, et la population active occupée s'est accrue ainsi de 0,8% à près de 10,7 millions de personnes.

A l'exception de l'agriculture qui a accusé une diminution de 137 mille emplois, les autres secteurs ont connu des augmentations de leur volume d'emploi, atteignant 13 mille dans le BTP, 46 mille dans l'industrie et 160 mille dans les services. Ces derniers reflètent essentiellement une création de 51 mille postes dans le commerce, 44 mille dans les « services sociaux fournis aux collectivités » et 39 mille dans les « activités financières, d'assurance, immobilières, scientifiques, techniques, de services administratifs et de soutien ».

5.4.2 Chômage et sous-emploi

Les créations d'emploi ont été largement inférieures aux entrées nettes sur le marché du travail, induisant ainsi une hausse de la population au chômage de 3,7% à 1,6 million de personnes, et un accroissement du taux de chômage de 13% à 13,3% globalement, de 16,8% à 16,9% en milieu urbain et de 6,3% à 6,8% en zones rurales. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux a poursuivi sa progression, avec une augmentation de 0,9 point à 36,7% globalement, de 0,1 point à 48,4% dans les villes et de 0,7 point à 21,3% dans les campagnes. L'aggravation du chômage s'est accompagnée d'une progression du sous-emploi¹ dont le taux est passé de 9,8% à 10,1% au niveau national, de 8,7% à 8,9% en milieu urbain et de 11,6% à 12,2% dans les zones rurales.

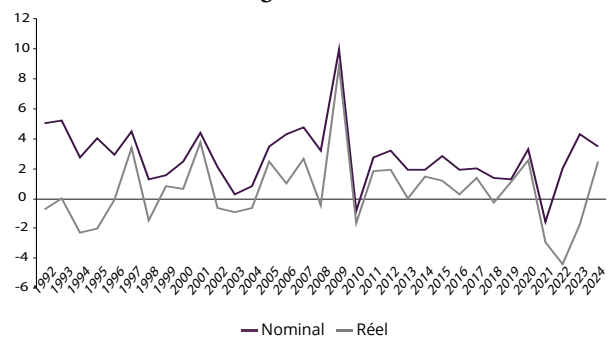
¹ La population en situation de sous-emploi est constituée des personnes ayant travaillé : i) au cours de la semaine de référence moins de 48 heures mais sont disposées à faire des heures complémentaires et disponibles pour les faire ou ii) plus que le seuil fixé et qui sont à la recherche d'un autre emploi ou disposées à changer d'emploi en raison de l'inadéquation avec leur formation ou leur qualification ou l'insuffisance du revenu procuré.

5.4.3 Productivité et salaires

La productivité apparente du travail dans les secteurs non agricoles, appréhendée par le ratio de la valeur ajoutée à l'emploi, aurait marqué en 2024 une amélioration de 1,1% après 2,9% une année auparavant. Cette évolution refléterait des augmentations de 4%, au lieu de 3,5%, de la valeur ajoutée et de 2,9%, après 0,5%, des effectifs employés.

Pour sa part, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS en rapportant la masse salariale aux effectifs employés, a affiché en 2024 une hausse, en termes nominaux, de 3,5%, au lieu de 4,3% un an auparavant, et un accroissement, en termes réels, de 2,5% après un recul de 1,8%.

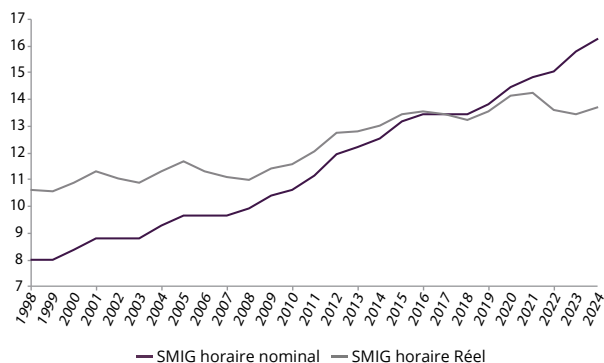
Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)



Sources : Données CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il s'est établi, en termes nominaux, à 16,29 dirhams en 2024, en hausse de 3,1% d'une année à l'autre. Tenant compte d'une progression de 0,9% de l'indice des prix à la consommation, il aura marqué une augmentation de 2,2% en termes réels.

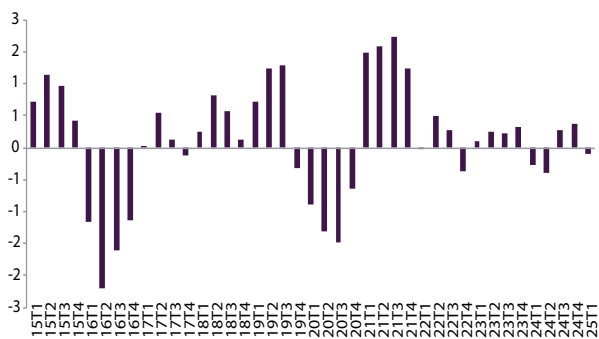
Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)



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

Au total, l'output-gap serait resté positif au cours du dernier trimestre 2024, mais devrait redevenir légèrement négatif au premier trimestre 2025.

Graphique 5.6 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	2023	2024
Taux d'activité (en %)	43,6	43,5
Urbain	41,8	42
Rural	47,3	46,5
Taux de chômage (en %)	13	13,3
Jeunes âgés de 15 à 25 ans	35,8	36,7
Urbain	16,8	16,9
Jeunes âgés de 15 à 25 ans	48,3	48,4
Rural	6,3	6,8
Créations d'emplois (en milliers)	-157	82
Urbain	41	162
Rural	-198	-80
Secteurs		
- Agriculture, forêt et pêche	-202	-137
- Industrie y compris l'artisanat	7	46
- BTP	19	13
- Services	15	160
Productivité apparente non agricole (variation en %)	2,9	1,1
Indice des salaires moyens (variation en %)		
Nominal	4,3	3,5
Réel	-1,8	2,5

Source HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

En ligne avec les prévisions publiées dans le RPM de décembre dernier, l'inflation est revenue de 1,3% au troisième trimestre à 0,7% au dernier trimestre de l'année 2024, ramenant sa moyenne au titre de l'ensemble de l'année à 0,9%. Cette tendance s'est inversée en janvier 2025 où l'inflation est passée à 2%. Hormis l'inflation sous-jacente qui s'est stabilisée à 2,3%, l'accélération a concerné l'ensemble des autres composantes. En effet, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont connu une hausse de 3,1% en janvier au lieu d'une baisse de 4,1% au quatrième trimestre de l'année 2024 et les tarifs réglementés ont progressé de 2,6% après une hausse de 1,9%. Dans le même sens, le repli des prix des carburants et lubrifiants s'est atténué à 10,9% en janvier contre 14,7% le trimestre précédent.

Au premier trimestre 2025, l'inflation devrait s'accélérer à 2,2% alors que sa composante sous-jacente resterait quasi-stable à 2,2%.

6.1 Evolution de l'inflation

L'inflation s'est accélérée en janvier pour s'établir à 2% au lieu de 0,7% en moyenne au quatrième trimestre de l'année 2024. Cette dynamique découle du renchérissement des produits alimentaires à prix volatils et de la hausse des tarifs réglementés, et à moindre mesure, de l'atténuation de la baisse des prix des carburants et lubrifiants. Pour sa part, l'inflation sous-jacente s'est stabilisée à 2,3%.

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

En janvier, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont affiché un accroissement mensuel de 4,1%, tiré principalement par les renchérissements de 6,3% des « légumes frais », de 6,4% des « poissons frais » et de 3% des « volaille et lapin ».

En glissement annuel, les prix de ces produits ont connu une hausse de 3,1%, après un repli de 4,1% en moyenne au quatrième trimestre 2024. En termes de contribution, les prix de ces produits ont participé à hauteur de 0,4 point de pourcentage à l'inflation au lieu d'une contribution de -0,6 point le trimestre précédent.

Tableau 6.1 : Inflation et ses composantes

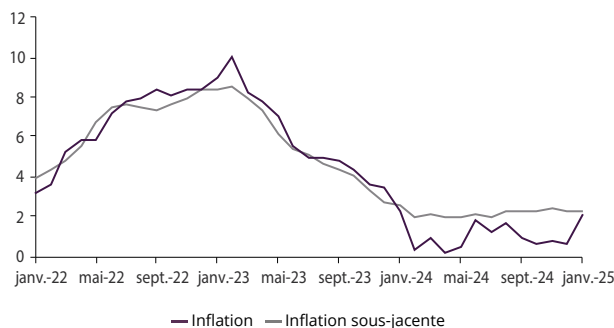
(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	nov. 24	déc. 24	janv. 25	nov. 24	déc. 24	janv. 25
Inflation	-0,2	-0,2	0,8	0,8	0,7	2
- Produits alimentaires à prix volatils	-1,9	-0,7	4,1	-4,4	-4,4	3,1
- Produits réglementés	0	0	0,2	1,9	1,9	2,6
- Carburants et lubrifiants	-1,5	0,3	0	-15,6	-13,1	-10,9
Inflation sous-jacente	0,3	0	0,2	2,5	2,3	2,3
Produits alimentaires	0,6	0	0,5	3,6	3,3	3,6
- Articles d'habillement et chaussures	-0,1	-0,1	-0,1	1,7	1,3	0,9
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,2	0,2	0	1	1	1
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0	0,1	-0,1	0,3	0,3	0,3
- Santé ¹	-0,5	-0,1	-0,1	0,1	-0,3	-1,1
- Transport ²	0	-0,6	-0,2	3,6	2,6	1,9
- Communication	0,1	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0
- Loisirs et cultures ¹	0,1	-0,1	-0,1	0,1	0,4	0,2
- Enseignement	0	0	0	2,3	2,3	2,3
- Restaurants et hôtels	-0,1	0,3	0,3	3,5	3,8	3,5
- Biens et services divers ¹	0,1	0,1	0	2,4	2,3	2,1

¹ Hors produits réglementés.

² Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

Sources : Données HCP et calculs BAM.

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

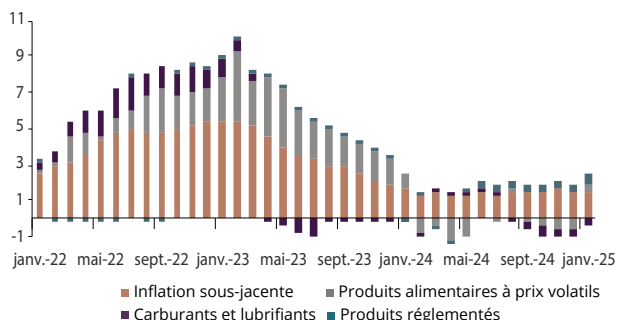


Sources : HCP et calculs BAM.

Quant aux tarifs réglementés, ils ont connu une augmentation mensuelle de 0,2% en janvier, traduisant essentiellement l'accroissement de 2,8% des prix des tabacs, consécutif à l'application du quatrième relèvement prévu par la Loi de Finances de 2022 de la TIC sur ces produits. L'effet de cette mesure a plus que compensé celui de la baisse de 0,1% des prix des « produits pharmaceutiques ».

En comparaison annuelle, les tarifs réglementés ont progressé de 2,6% en janvier au lieu de 1,9% en moyenne au quatrième trimestre 2024. Leur contribution à l'inflation s'est établie à 0,5 point de pourcentage, niveau quasi-inchangé par rapport au trimestre précédent.

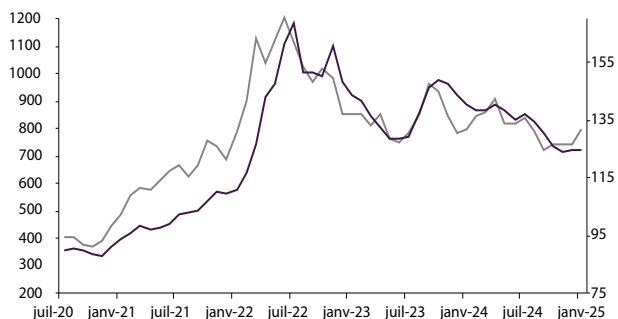
Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation (en points de pourcentage)



Sources : Données HCP et calculs BAM.

Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants ont vu leur repli s'atténuer, passant de 14,7% au quatrième trimestre de l'année 2024 à 10,9% en janvier. Cette évolution s'inscrit dans un contexte marqué par le renchérissement des produits pétroliers, le cours du Brent en particulier ayant progressé de 6,2% entre les deux périodes, ainsi que par la dépréciation de 1,4% du dirham vis-à-vis du dollar américain. Ainsi, la contribution des prix de ces produits à l'inflation ressort à -0,4 point de pourcentage au lieu de -0,5 point le trimestre précédent.

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



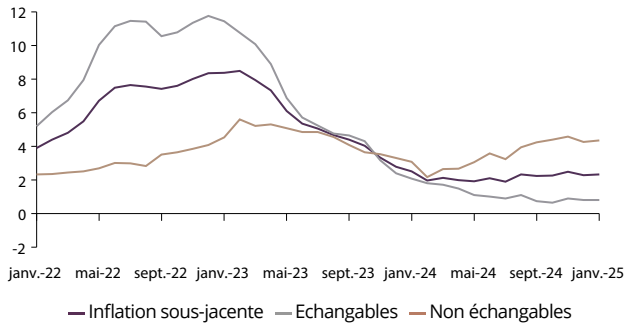
— Brent (en dirhams/bl) — Indice des prix des carburants et lubrifiants (axe de droite)
Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

6.1.2. Inflation sous-jacente

L'indicateur de l'inflation sous-jacente a connu un accroissement mensuel de 0,2% en janvier, porté principalement par la hausse de 0,5% des prix des produits alimentaires qui y sont inclus avec notamment une hausse de 1,5% des prix des « viandes fraîches ». Hors produits alimentaires, les prix ont augmenté de 0,3% pour les « restaurants et hôtels ».

En glissement annuel, l'inflation sous-jacente est ressortie à 2,3% en janvier, un rythme inchangé par rapport à celui enregistré au quatrième trimestre de 2024.

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



Sources : Données HCP et calculs BAM.

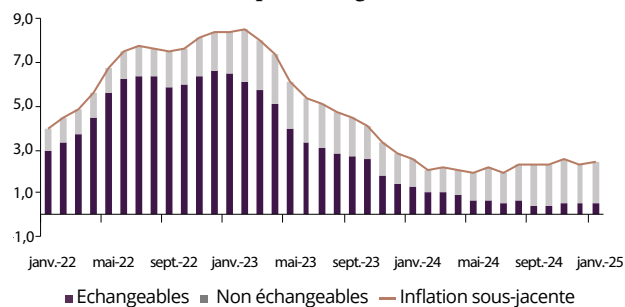
Le niveau de l'inflation sous-jacente reste porté par les prix des biens et services non échangeables, qui ont augmenté de 4,3% après 4,5% au trimestre précédent, alors que les prix des produits échangeables ont affiché une progression limitée à 0,8%.

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

	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	nov. 24	déc. 24	janv. 25	nov. 24	déc. 24	janv. 25
Biens échangeables	0,2	0,1	0,1	0,9	0,8	0,8
Biens non échangeables	0,3	-0,2	0,3	4,6	4,3	4,3
Inflation sous-jacente	0,3	0	0,2	2,5	2,3	2,3

Sources : Données HCP et calculs BAM.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

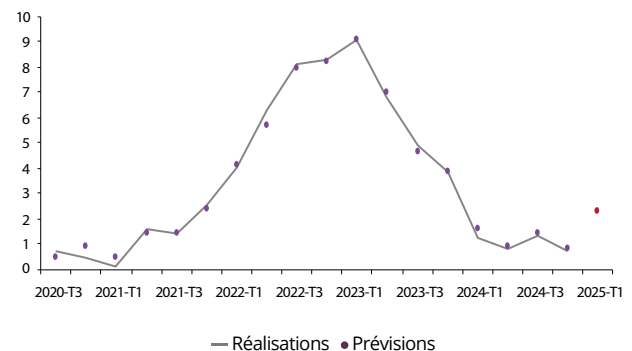
A court terme, l'inflation devrait s'accélérer à 2,2% au premier trimestre au lieu de 0,7% au quatrième trimestre 2024, portée principalement par le renchérissement prévu des produits alimentaires à prix volatils, qui ressortiraient en hausse de 5,2% après une baisse de 4,1%. Cette évolution refléterait notamment l'impact des conditions climatiques défavorables marquant la campagne agricole et les pressions de la demande durant la période entourant le mois de Ramadan.

Dans le même sens, les tarifs réglementés devraient progresser de 2,6% en moyenne sur les trois premiers mois après 1,9% au quatrième trimestre 2024 en lien principalement avec l'accroissement de 2,8% des prix des tabacs.

Pour leur part, le repli des prix des carburants et lubrifiants devrait s'atténuer à 9,5% au cours du premier trimestre contre 14,7% le trimestre précédent, orienté par l'évolution des cours internationaux des produits pétroliers.

A l'opposé, l'inflation sous-jacente devrait se maintenir quasi-stable à 2,2%.

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



Source : Données HCP et prévisions BAM.

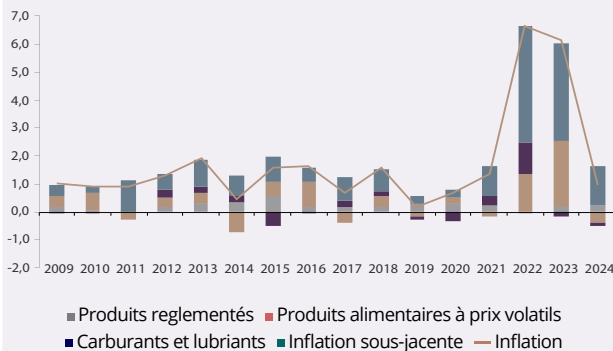
Encadré 6.1 : Evolution de l'inflation en 2024

Après le resserrement monétaire opéré par Bank Al-Maghrib en 2022 et 2023, l'inflation a sensiblement reculé en 2024 à 0,9% en moyenne. Cette évolution, a été favorisée au niveau externe par la baisse des cours internationaux des produits de base, en particulier énergétiques et alimentaires, et au niveau interne par les mesures prises par le Gouvernement et par l'amélioration de la production de certaines filières agricoles, notamment celles des cultures maraichères et arboricoles.

Par composante, la décélération de l'inflation reflète le recul de 2,9%, après une montée de 18,8% en 2023 des prix des produits alimentaires à prix volatils et le ralentissement de l'inflation sous-jacente de 5,6% à 2,2%, tiré à hauteur de 78% par le reflux des prix des produits alimentaires qui y sont inclus.

A l'inverse, les tarifs réglementés se sont accrus de 1,2% au lieu de 0,8%, en lien principalement avec la hausse du prix du gaz butane suite à sa décompensation partielle opérée le 20 mai 2024. Pour sa part, le repli des prix des carburants et lubrifiants, s'est légèrement atténué passant de 4,1% à 3,4%.

Graphique E.6.1.1 : Contributions à l'inflation (en points de %)

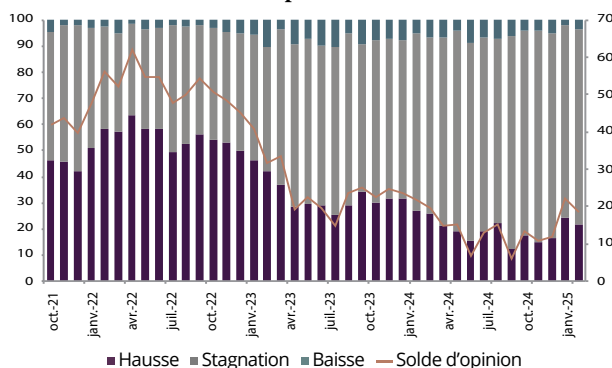


Sources : Données HCP et calculs BAM.

6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib auprès des industriels pour le mois de janvier 2025 montrent que 75% des enquêtés s'attendent à une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 22% anticipent une hausse, tandis que 3% d'entre eux tablent sur une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à 11%.

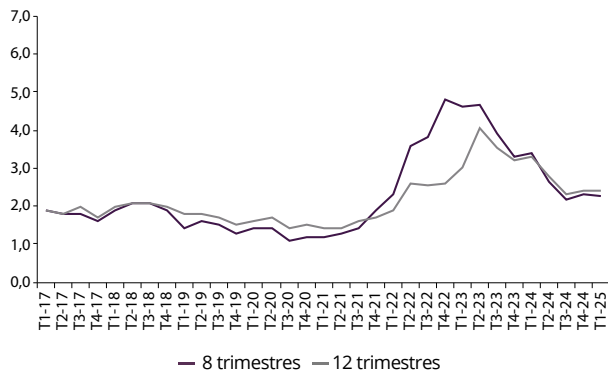
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises (en %)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib sur les anticipations d'inflation, conduite auprès des experts du secteur financier au titre du premier trimestre 2025, font ressortir une quasi-stabilité des attentes de ces derniers. Ils tablent, en effet, sur une inflation moyenne de 2,2% à l'horizon des huit prochains trimestres au lieu de 2,3% un trimestre auparavant. De même, sur l'horizon des 12 prochains trimestres, ils anticipent 2,4%, soit le même taux que le trimestre précédent.

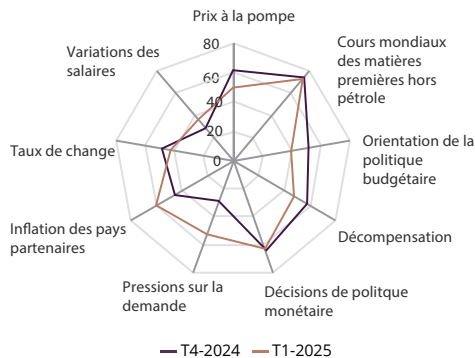
Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres (en%)



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

Les répondants estiment que l'évolution de l'inflation au cours des huit prochains trimestres dépendrait essentiellement des cours mondiaux des matières premières hors pétrole, des décisions de la politique monétaire, de l'inflation dans les pays partenaires et des pressions sur la demande.

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



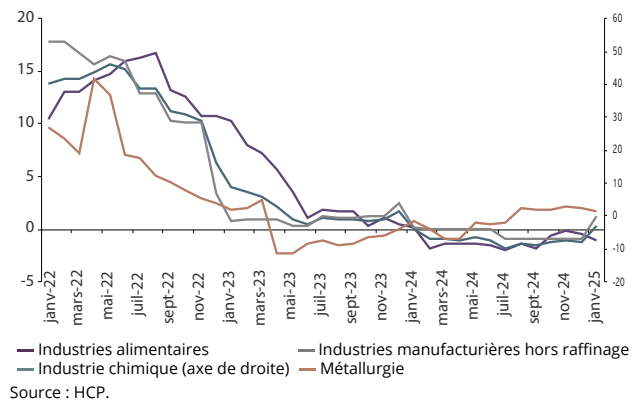
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4 Prix à la production

Les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole ont enregistré une progression mensuelle de 0,1% en janvier. Cette augmentation a été portée principalement par des hausses de 0,2% pour l'« industrie chimique », de 0,3% pour l'« industrie d'habillement » et de 0,5% pour la branche « métallurgie ».

En comparaison annuelle, les prix à la production hors raffinage se sont accrus de 0,3% en janvier au lieu d'une baisse de 1,2% en moyenne au quatrième trimestre 2024.

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



Source : HCP.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

Après une relative résilience, l'économie mondiale devrait poursuivre son ralentissement dans un contexte de fortes incertitudes liées notamment à l'orientation des politiques économiques, en particulier commerciales. Sa croissance devrait ainsi revenir de 3,2% en 2024 à 3% cette année puis à 2,8% en 2026. Aux Etats-Unis, après un taux estimé à 2,8% en 2024, portée notamment par la robustesse de la consommation privée, la croissance devrait ralentir à 2% en 2025 puis à 1,7% en 2026. Dans la zone euro, elle aurait été limitée à 0,7% en 2024, freinée principalement par les difficultés persistantes du secteur manufacturier et une faible demande intérieure. Elle devrait continuer d'évoluer à un rythme faible, quoiqu'en légère accélération, pour se situer à 1% en 2025 puis à 1,3% en 2026, soutenue notamment par la reprise de la consommation privée et de l'investissement à la faveur d'une politique monétaire moins restrictive. Au Royaume-Uni, la croissance devrait augmenter légèrement de 0,9% en 2024 à 1% cette année, stimulée en particulier par la dynamique de la consommation publique et privée, puis s'établirait à 1,2% en 2026, tandis qu'au Japon, et après une légère hausse de 0,1% en 2024, le PIB devrait croître en termes réels de 1,2% en 2025, puis de 0,5% en 2026.

Dans les principaux pays émergents, l'économie chinoise a quasiment atteint l'objectif de croissance de près de 5% fixé par les autorités pour 2024. Elle devrait toutefois ralentir à 4,8% en 2025 puis à 4,3% en 2026, les perspectives à moyen terme pâtissant des défis structurels du pays tels que les difficultés persistantes du secteur immobilier, l'endettement public et les problèmes démographiques, conjugués à l'impact attendu des tensions commerciales avec les États-Unis. En Inde, l'activité resterait vigoureuse, avec une croissance qui devrait passer de 6,6% en 2024 à 7,2% en 2025 et ce, à la faveur du dynamisme des investissements publics dans l'infrastructure, avant de se situer à 6,7% en 2026. Au Brésil, la croissance décélérerait de 3,2% en 2024 à 2,4% en 2025, puis à 0,7% en 2026, en raison d'une consolidation budgétaire et d'une politique monétaire restrictive. En Russie, l'économie a enregistré une croissance de 4,1% en 2024, soutenue par une forte demande intérieure. Elle devrait toutefois ralentir à 1,6% en 2025 puis à 0,2% en 2026, en raison notamment de la dissipation de l'effet de l'impulsion budgétaire et du resserrement des conditions monétaires.

Sur les marchés des matières premières, les cours du pétrole devraient maintenir leur tendance baissière à la faveur en particulier d'une offre abondante dans les pays non-membres de l'OPEP+, notamment les Etats-Unis. Le cours du Brent en particulier devrait revenir de 79,8 dollars en 2024 à 75,5 dollars en 2025 puis à 69,1 dollars en 2026. Pour ce qui est du phosphate et dérivés marocains, le prix du DAP devrait, selon les projections de la Commodities Research Unit, augmenter de 586 dollars la tonne en 2024 à 591 dollars en 2026, et celui du TSP passerait de 436 dollars la tonne à 468 dollars. En revanche, le cours de la roche poursuivrait sa tendance baissière, revenant de 215 dollars la tonne en 2024 à 182 dollars en 2026. S'agissant des denrées alimentaires, après le repli de 2,1% enregistré en 2024, l'indice FAO devrait augmenter de 3,1% en 2025 et de 0,9% en 2026.

Dans ces conditions, l'inflation mondiale poursuivrait sa décélération pour ressortir à 3,2% cette année, après 3,7% en 2024, puis se maintiendrait à ce niveau en 2026. Dans la zone euro, elle resterait stable à 2,4% en 2025, avant de décélérer à 2,1% en 2026. Aux Etats-Unis, elle se maintiendrait autour de 3% sur l'horizon de prévision.

Dans ce contexte, la Fed a décidé, lors de sa réunion des 28 et 29 janvier, de maintenir la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [4,25%-4,50%]. Pour sa part, la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 6 mars, de réduire ses trois taux directeurs de 25 points de base (pb), soit la cinquième baisse consécutive et la sixième depuis juin 2024. De même, la Banque d'Angleterre a décidé, lors de sa réunion du 6 février, d'abaisser son taux directeur de 25 pb à 4,5%, soulignant que les pressions inflationnistes intérieures s'atténuent tout en restant quelque peu élevées. De son côté, la Banque du Japon a rehaussé son taux directeur de 25 pb, à l'issue de sa réunion du 24 janvier, pour le porter à 0,5%, soit son plus haut niveau depuis 2008.

Au niveau national, l'année 2024 a été marquée par une augmentation des échanges extérieurs de biens, avec des hausses de 5,8% des exportations et de 6,4% des importations, et par la poursuite de la bonne performance des recettes de voyages et des transferts des MRE qui ont atteint 112,5 milliards de dirhams et 117,7 milliards respectivement. Le déficit du compte courant aurait ainsi terminé l'année à près de 2% du PIB, après 0,6% en 2023. Par ailleurs, le flux des recettes d'IDE a connu une hausse significative à 43,2 milliards après 34,6 milliards en 2023. Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserve se sont situés à 375,4 milliards de dirhams à fin 2024, soit l'équivalent de 5 mois et 7 jours d'importations.

Sur l'horizon de prévision, la dynamique des échanges extérieurs de biens et services devrait se poursuivre. Les exportations s'amélioreraient de 6,4% en 2025, portées essentiellement par la progression prévue des exportations en volume du secteur du phosphate et dérivés, puis de 9,7% en 2026, sous l'effet essentiellement de la reprise des expéditions du segment de la construction automobile. Les importations devraient, pour leur part, augmenter de 6,8% en 2025 puis de 6% en 2026, reflétant en particulier une forte progression des acquisitions de biens d'équipement, en lien avec la dynamique prévue de l'investissement. En parallèle, les recettes de voyages devraient poursuivre leur dynamique avec des accroissements de près de 5,4% annuellement pour atteindre 124,9 milliards de dirhams au terme de 2026. Quant aux transferts des MRE, ils devraient progresser de 1,1% en 2025 puis de 3,4% en 2026 pour s'établir à 123 milliards. Dans ces conditions, le déficit du compte courant devrait se situer à 2,9% du PIB en 2025 avant de revenir à 2% en 2026. Concernant les IDE, les projections tablent sur un flux de recettes équivalent à 3% du PIB en 2025 et à 3,3% en 2026.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve se renforceraient à 391,8 milliards de dirhams à fin 2025 puis à 408 milliards à fin 2026, représentant des couvertures de 5 mois et 5 jours puis 5 mois et 11 jours d'importations de biens et services respectivement.

S'agissant des conditions monétaires, après son ralentissement à 2,6% en 2024, le crédit bancaire au secteur non financier devrait marquer une hausse de 5,9% en 2025 puis de 6% en 2026. Pour sa part, le taux de change effectif réel poursuivrait son appréciation en 2025 avant de se quasi-stabiliser en 2026.

Sur le volet des finances publiques, au regard des réalisations budgétaires à fin 2024, tenant compte des données de la loi de finances 2025, de la programmation budgétaire triennale 2025-2027 et des nouvelles projections macroéconomiques de BAM, le déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'Etat, devrait s'atténuer graduellement à 3,9% du PIB en 2025 puis à 3,6% en 2026, après une estimation de 4,1% en 2024.

Pour ce qui est de la croissance économique, elle aurait décéléré de 3,4% en 2023 à 3,2% en 2024, recouvrant une contraction de 4,7% de la valeur ajoutée agricole, après une hausse de 1,4%, et une accélération de 3,6% à 4,2% de la croissance non agricole. A moyen terme, la croissance devrait se consolider à 3,9% en 2025 puis à 4,2% en 2026. Cette évolution reflèterait une augmentation de 2,5% de la valeur ajoutée agricole en 2025, tenant compte d'une récolte céréalière autour de 35 millions de quintaux (MQx) selon les prévisions de BAM, suivie d'une hausse de 6,1% en 2026, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne de 50 MQx. Pour les activités non agricoles, elles devraient poursuivre leur amélioration, avec une progression de 4% en 2025 et en 2026.

Dans ce contexte, après la décélération de 0,9% en 2024, l'inflation ainsi que sa composante sous-jacente évolueraient autour de 2% entre 2025 et 2026.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

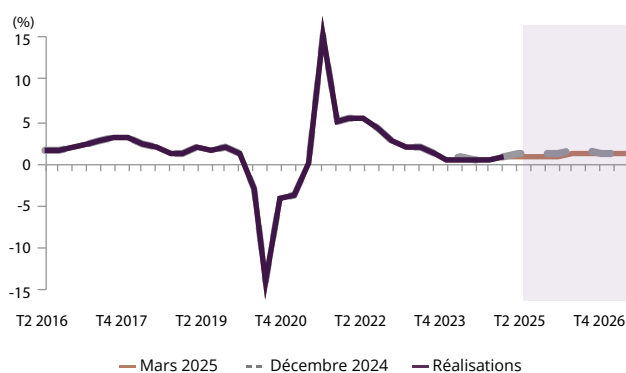
Décélération de l'activité économique mondiale sur l'horizon de prévision

L'économie mondiale a démontré une relative résilience en 2024, mais ses perspectives restent incertaines et globalement orientées vers la décélération. Sa croissance devrait revenir de 3,2% en 2024 à 3% en 2025, puis à 2,8% en 2026.

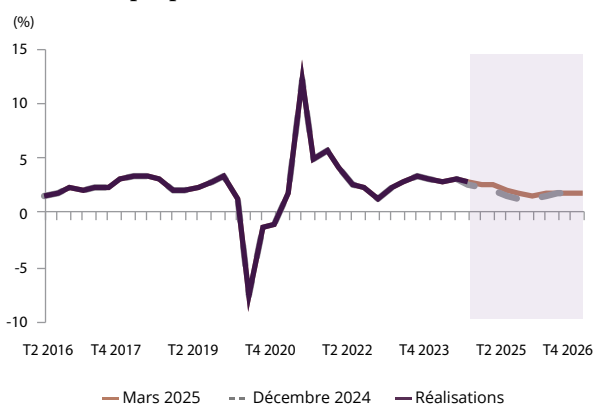
Aux Etats-Unis, la croissance a atteint 2,8% en 2024, grâce à la robustesse de la consommation privée, et devrait ralentir à 2% en 2025 puis à 1,7% en 2026, les incertitudes liées aux politiques commerciales et budgétaires de la nouvelle administration pesant sur ces perspectives. Concernant la zone euro, la croissance s'est limitée à 0,7% en 2024, freinée principalement par les difficultés persistantes du secteur manufacturier et une faible demande intérieure. Elle devrait se situer à 1% en 2025 et à 1,3% en 2026, soutenue notamment par la reprise de la consommation privée et de l'investissement à la faveur d'une politique monétaire moins restrictive. Au Royaume-Uni, la croissance passerait de 0,9% en 2024 à 1% cette année, stimulée notamment par la dynamique de la consommation publique et privée, puis s'établirait à 1,2% en 2026. Quant au Japon, et après une quasi-stagnation en 2024, l'activité économique devrait croître de 1,2% en 2025, bénéficiant de la hausse des salaires et de la consommation des ménages, avant de ralentir à 0,5% en 2026 reflétant les difficultés structurelles, notamment une faible productivité, une population vieillissante et un niveau d'endettement élevé.

Au niveau des principales économies émergentes, soutenue par des mesures monétaires et budgétaires visant à stimuler l'économie, la croissance en Chine se maintiendrait à près de 5% cette année et devrait ralentir à 4,3% en 2026. Les perspectives à moyen terme demeurent entravées par les défis structurels du pays tels que les difficultés persistantes du secteur immobilier, l'endettement et les problèmes démographiques, conjugués à l'impact attendu des mesures commerciales annoncées par les États-Unis. En Inde, l'activité resterait vigoureuse avec une croissance revenant de 6,6% en 2024 à 7,2%, à la faveur du dynamisme des investissements publics, avant de décélérer légèrement à 6,7% en 2026. Quant au Brésil, et après avoir atteint 3,2% en 2024, la croissance devrait revenir à 2,4% cette année, avant de diminuer davantage à 0,7% en 2026, à mesure que l'impulsion budgétaire s'estompe et que les taux d'intérêt élevés pèsent sur l'économie. En Russie, la croissance est restée robuste à 4,1% en 2024, tirée par une forte demande intérieure, mais devrait ralentir à 1,6% en 2025 et à 0,2% en 2026, en raison notamment de la dissipation de l'effet de l'impulsion budgétaire et du resserrement des conditions monétaires.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : GPMN, février 2025.

Orientation baissière des prix du pétrole et tendance globale au ralentissement de l'inflation sur fond d'incertitudes

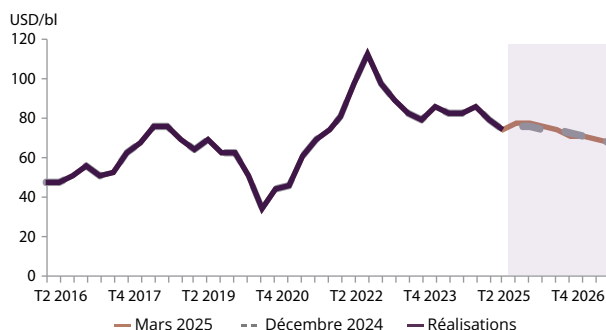
Sur le marché des matières premières, les cours du pétrole maintiendraient leur tendance baissière, le cours du Brent en particulier devant revenir de 79,8 dollars le baril à 75,5 dollars en 2025, puis à 69,1 dollars en 2026, à la faveur d'une offre abondante dans les pays non-membres de l'OPEP+, notamment les Etats-Unis. Concernant le charbon, son cours poursuivrait son orientation à la baisse, passant de 112,2 dollars la tonne en 2024 à 106,1 dollars cette année, en raison de la réduction de la demande et de la hausse de la production d'énergies renouvelables. Il devrait ensuite remonter légèrement à 108,6 dollars/t en 2026. Pour sa part, le prix du gaz naturel sur le marché européen a accusé un repli de 16,4% en 2024 à 11 dollars/mmbtu et devrait, selon les projections de la Banque mondiale d'octobre 2024, osciller autour de ce niveau en 2025 et en 2026.

Concernant les phosphates et dérivés, les cours des dérivés devraient s'orienter à la hausse en 2025, une tendance qui devrait se maintenir l'année suivante, en liaison avec la pénurie d'offre qui devrait s'intensifier du fait des restrictions chinoises sur les exportations. En revanche, le cours de la roche poursuivrait sa tendance baissière en raison essentiellement de l'amélioration de l'offre. Dans ces conditions, et sur la base des données du CRU, les prix des dérivés d'origine marocaine devraient atteindre cette année 600 USD/t pour le DAP et 460 USD/t pour le TSP. En 2026, ils enregistreraient une baisse à 591 USD/t pour le DAP, et devraient, en revanche, augmenter à 468 USD/t pour le TSP. Quant au phosphate brut, son prix diminuerait à 189 dollars la tonne en 2025, puis à 182 dollars en 2026.

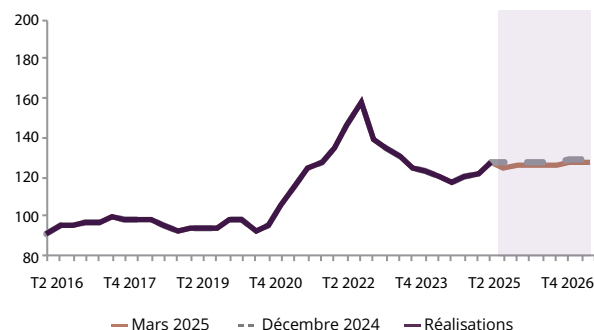
Pour ce qui est des prix des denrées alimentaires, après un recul de 2,1% en 2024, l'indice FAO devrait s'orienter à la hausse avec des augmentations de 3,1% en 2025 et de 0,9% en 2026. S'agissant du blé dur américain en particulier, après une contraction de 20,7% en 2024, son cours afficherait, selon les projections d'octobre 2024 de la Banque mondiale, un nouveau recul de 1,9% en 2025 tiré par une production similaire à celle de l'année précédente et un niveau de stocks relativement confortable. En 2026, il enregistrerait une modeste progression de 1,1% en 2026, avec la hausse de la pression sur les stocks.

Dans ces conditions, l'inflation mondiale poursuivrait sa tendance baissière pour ressortir à 3,2% en 2025, puis se maintiendrait à ce niveau en 2026 grâce au caractère encore restrictif des conditions monétaires, à la détente des marchés du travail et à l'affaiblissement de la demande, ainsi qu'à la baisse attendue des prix de l'énergie. Dans la zone euro, elle resterait stable à 2,4% en 2025, avant de décélérer à 2,1% en 2026. Aux Etats-Unis, elle devrait se maintenir autour de 3% sur l'horizon de prévision, sous la pression de la hausse des tarifs douaniers. En Chine, l'inflation resterait faible à 0,3% en 2025 avant de s'accélérer à 1,5% en 2026, reflétant notamment une reprise progressive de la demande intérieure.

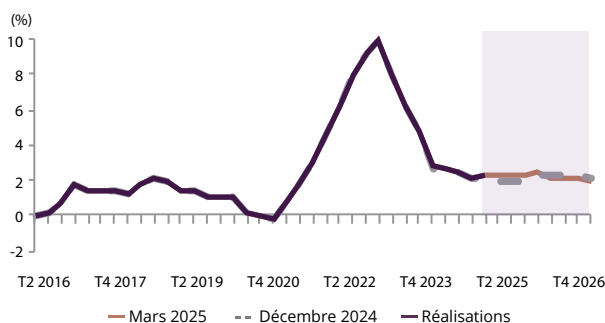
Graphique 7.3 : Prix du Brent



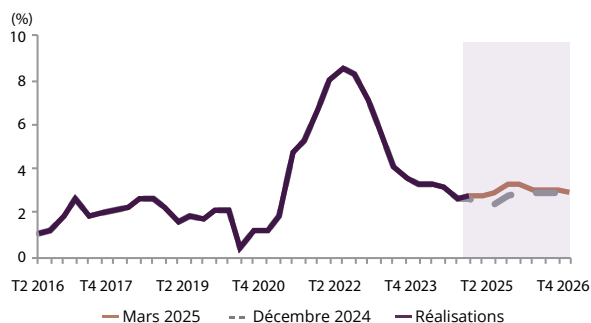
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2014-2016=100)



Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis



Source : GPMN, février 2025.

Poursuite de l'assouplissement monétaire pour la BCE et la BoE et statu quo pour la FED

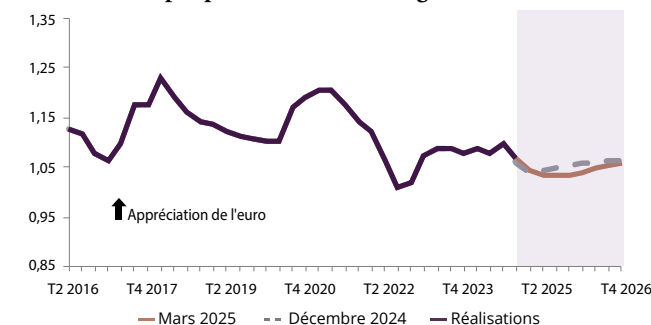
À l'issue de sa réunion des 28 et 29 janvier, la FED a décidé de maintenir inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4,25%-4,50%], dans un contexte caractérisé par un rythme soutenu de l'activité économique, un marché du travail solide et une inflation quelque peu élevée.

En outre, la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 6 mars, d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de 25 points de base, soit la cinquième baisse d'affilée et la sixième depuis juin 2024, indiquant que le processus de désinflation est en bonne voie. En conséquence, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont été ramenés à 2,50%, 2,65% et 2,90% respectivement. Elle a, de plus, indiqué que le portefeuille du programme d'achats d'actifs (APP) et le programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), se contractent à un rythme mesuré et prévisible, car l'Eurosystème ne réinvestit plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

Pour sa part, la Banque d'Angleterre a décidé lors de sa réunion du 6 février de baisser son taux directeur de 25 pb à 4,5%, soulignant que les pressions inflationnistes intérieures s'atténuent, tout en restant quelque peu élevées. Parallèlement, la Banque du Japon a décidé de relever son taux directeur à 0,5% à la suite de sa réunion des 23 et 24 janvier, soulignant que l'inflation augmente graduellement pour atteindre l'objectif à 2% du fait de la progression des salaires.

Au niveau du marché de change international, l'euro a connu une quasi-stagnation en 2024 face au dollar à 1,08 dollar en moyenne, mais devrait se déprécier de 4,3% à 1,04 dollar en 2025, avant de s'apprécier de 1,3% en 2026 à 1,06 dollar en moyenne. Ces évolutions traduisent essentiellement la divergence des orientations des politiques monétaires de la FED et de la BCE, une croissance économique plus robuste aux Etats-Unis, ainsi qu'un niveau élevé d'incertitudes qui renforce la demande sur le dollar en tant que valeur refuge.

Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, février 2025.

Une production céréalière autour de 35 MQx pour la campagne agricole 2024/2025 et une récolte moyenne pour 2025/2026

Le déroulement de la campagne agricole 2024/2025 est marqué par des précipitations précoces et quasi-généralisées durant le mois d'octobre, suivies d'une période de faibles pluies jusqu'à la deuxième décennie de janvier 2025, puis un retour de pluies dans la quasi-totalité des régions durant les cinq décades suivantes. Le cumul pluviométrique a ainsi atteint 180 mm au 10 mars, en hausse de 5,2% par rapport à la campagne précédente et de 0,4% par rapport à la moyenne des cinq dernières années. Pour sa part, le taux de remplissage des barrages, bien qu'en amélioration, reste faible, se situant à 35,6% au 18 mars contre 26,7% un an auparavant. De même, l'analyse de l'état de la végétation, apprécié à travers l'indice de végétation, montre que la situation du couvert végétal au 10 mars est inférieure de 3,4% par rapport à la campagne précédente et de 12,2% comparativement à la moyenne des cinq dernières années. Dans ces conditions, et sur la base d'une superficie emblavée estimée par le Département de l'Agriculture à 2,6 millions d'hectares, la récolte céréalière devrait s'établir, selon les estimations de BAM, autour de 35 MQx.

Tenant compte également des évolutions des cultures hors céréales, la valeur ajoutée agricole devrait marquer une hausse de 2,5% selon les projections de BAM. En 2026, et sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 50 MQx, la valeur ajoutée agricole connaîtrait une progression de 6,1% en 2026 contre 3,6% prévue dans l'exercice précédent.

7.2 Projections macroéconomiques

Poursuite de la dynamique des échanges extérieurs de biens et services et des recettes de voyages sur l'horizon de prévision

Tenant compte des données du commerce extérieur à fin 2024, le déficit du compte courant se serait situé autour de 2% du PIB en 2024, après s'être établi à 0,6% en 2023. Il devrait avoisiner 2,9% du PIB en 2025 avant de revenir à 2% du PIB en 2026.

Sur l'horizon de prévision, les exportations s'accroîtraient de 6,4% en 2025, portées essentiellement par une hausse de 15,2% des ventes du phosphate et dérivés, sous l'hypothèse d'une augmentation du volume d'engrais exportés. Quant aux exportations de l'industrie automobile, impactées notamment par une situation défavorable sur le marché européen, leur progression devrait se limiter à 4,8%. En 2026, elles devraient s'améliorer de 9,7%, sous l'effet d'une part, d'une accélération du rythme de progression des exportations du secteur automobile à 17,9%, sous l'effet d'une reprise du segment de la construction, et d'autre part, d'une poursuite de la bonne performance des ventes de phosphates et dérivés qui devraient atteindre 109 milliards. Quant aux importations, elles augmenteraient de 6,8% en 2025 et de 6% en 2026, reflétant en particulier la progression des acquisitions de biens d'équipement de près de 13,5% annuellement, en lien avec la dynamique prévue de l'investissement. La facture énergétique devrait, pour sa part, s'alléger de 2,6% en 2025 puis de 5,8% en 2026 à 104,6 milliards de dirhams.

S'agissant des recettes de voyages, elles devraient poursuivre leur dynamique, avec des hausses de près de 5,4% annuellement pour atteindre 124,9 milliards. Le rythme de progression des transferts des MRE devrait décélérer à 1,1% en 2025 avant d'augmenter à 3,4% en 2026. S'agissant des recettes d'IDE, les projections tablent sur un niveau équivalent à 3% du PIB en 2025 et 3,3% en 2026.

Tenant compte notamment des tirages extérieurs prévus par le Trésor, les AOR devraient atteindre 391,8 milliards en 2025 et 408 milliards à fin 2026, représentant l'équivalent de 5 mois et 5 jours et 5 mois et 11 jours d'importations de biens et services respectivement.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

Variation (en %), sauf indication contraire	Réalizations							Prévisions		Ecart (mars/déc.)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2025	2026
Exportations de biens (FAB)	10,7	3,3	-7,5	25,2	30,1	0,4	5,8	6,4	9,7	-1,1	0,8
Importations de biens (CAF)	9,9	2,0	-13,9	25,0	39,5	-2,9	6,4	6,8	6,0	-1,0	0,0
Recettes voyages	1,2	7,8	-53,7	-5,1	171,5	11,5	7,5	5,3	5,4	-1,3	0,5
Transferts des MRE	-1,5	0,1	4,8	40,1	16,0	4,1	2,1	1,1	3,4	-1,9	0,2
Solde du compte courant (en % PIB)	-4,9	-3,4	-1,2	-2,3	-3,6	-0,6	-2,2*	-2,9	-2,0	-1,1	-0,5
Avoirs officiels de réserve en mois d'importations de biens et services	5,4	6,9	7,1	5,3	5,4	5,4	5,2	5,2	5,4	0,1	0,1

*Estimation

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

Accélération de la progression du crédit au secteur non financier sur l'horizon de prévision

Le déficit de liquidité bancaire devrait se creuser pour ressortir à 142,7 milliards de dirhams à fin 2025 et à 161,6 milliards en 2026 en lien essentiellement avec la progression de la circulation fiduciaire. Après un accroissement de 7,6% en 2024, celle-ci devrait croître de 8,1% en 2025 et de 7,1% en 2026. Pour ce qui est de la progression du crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte des réalisations, des projections de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, elle s'accélérerait à 5,9% en 2025 et à 6% en 2026. Dans ces conditions, et en ligne avec l'évolution prévue des autres contreparties de la masse monétaire, l'agrégat M3 devrait augmenter de 6,2% en 2025 et de 6,3% en 2026.

Pour sa part, le taux de change effectif réel devrait poursuivre son appréciation en 2025, avec une hausse de 0,8%, en raison de l'appréciation de 1,9% de sa valeur en termes nominaux atténuée par un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux, avant de se quasi-stabiliser en 2026.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations					Prévisions		Ecart (mars/déc.)	
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2025	2026
Crédit bancaire au secteur non financier	4,2	2,9	7,9	2,8	2,6	5,9	6,0	1,8	0,5
M3	8,4	5,1	8,0	4,0	8,0	6,2	6,3	2,3	2,5
Besoin de liquidité, en MMDH	-74,6	-64,4	-86,6	-111,4	-137,4	-142,7	-161,6	21,9	30,7

Atténuation du déficit budgétaire sur l'horizon de prévisions

Après un niveau estimé à 4,1% du PIB en 2024, le déficit budgétaire devrait s'alléger à 3,9% en 2025, en révision à la baisse de 0,3 point par rapport à l'exercice de décembre, et à 3,6% en 2026. Ces projections se basent principalement sur la LF 2025, la programmation budgétaire triennale 2025-2027 et les nouvelles prévisions macroéconomiques de BAM.

En 2025, les recettes fiscales s'amélioreraient de 8,8%, reflétant des accroissements de 11,9% de celles des impôts indirects et de 5% de celles des impôts directs. Les rentrées non fiscales, quant à elles, accuseraient un repli de 0,8% tenant compte notamment des rentrées de 35 milliards au titre des mécanismes de financement innovants. En regard, les dépenses ordinaires devraient s'alourdir de 15,1%, avec en particulier des accroissements de 9,5% des dépenses de personnel, de 32,9% de celles des autres biens et services et de 23,9% des charges en intérêts de la dette. Pour leur part, les dépenses de compensation devraient reculer de 32,7% et celles d'investissement de 10,1% à l'équivalent de 6,5% du PIB.

En 2026, le produit fiscal se raffermirait de 3,8%, avec des hausses de 1,5% des rentrées des impôts directs et de 5,6% de celles des impôts indirects. Les recettes non fiscales régresseraient de 1,2%, avec notamment des rentrées de 35 milliards au titre des mécanismes de financement innovants. En parallèle, les dépenses ordinaires devraient s'alourdir de 3,3%, tirées principalement par les progressions de 5,3% des dépenses de biens et services et de 1% des charges en intérêts de la dette. Les charges de compensation devraient s'alléger de 32,4% et les dépenses d'investissement diminuer de 0,3%, s'établissant à l'équivalent de 6,2% du PIB..

Poursuite de l'amélioration des activités non agricoles à moyen terme

Après une accélération à 3,4% en 2023, la croissance de l'économie nationale aurait légèrement décéléré à 3,2% en 2024, en révision à la hausse de 0,6 point de pourcentage (pp) comparativement aux projections de décembre, en raison de réalisations plus élevées que prévu des activités non agricoles. Cette évolution recouvre un accroissement de 4,2%, au lieu de 3,5% prévu en décembre, de la croissance non agricole et une contraction de 4,7% de la valeur ajoutée agricole tenant compte notamment d'une récolte céréalière de 31,2 MQx au titre de la campagne agricole 2023-2024. Du côté de la demande, sa composante intérieure se serait consolidée, à la faveur notamment d'une dynamique soutenue de l'investissement et de la poursuite de la consolidation de la consommation finale des ménages. En revanche, les exportations nettes devraient y participer négativement, en liaison avec un rebond plus important des importations de biens et services que celui des exportations.

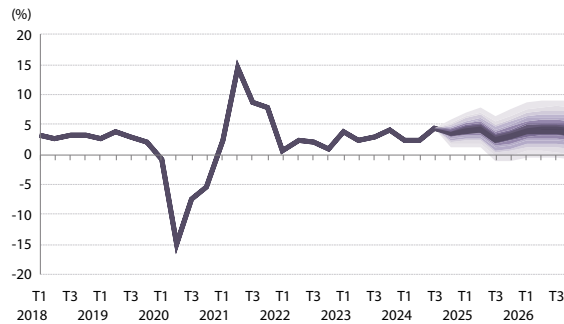
A moyen terme, les activités non agricoles devraient poursuivre leur amélioration, avec une progression de 4% en 2025 et en 2026. Pour sa part, la valeur ajoutée agricole augmenterait de 2,5% en 2025, au lieu de 5,7% attendue en décembre, tenant compte d'une récolte céréalière autour de 35 MQx, selon les prévisions de BAM, suivie d'un accroissement de 6,1% en 2026, sous l'hypothèse d'une récolte céréalière moyenne de 50 MQx. Au total, la croissance globale s'accélérait à 3,9% en 2025, au lieu de 3,9% prévue en décembre, avant de se consolider à 4,2% en 2026. Du côté de la demande, cette évolution devrait être portée principalement par la poursuite de la consolidation de sa composante intérieure, soutenue notamment par les retombées positives attendues des différents chantiers lancés ou programmés, tandis que la contribution négative des exportations nettes devrait s'atténuer.

Tableau 7.3 : Croissance économique

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

Sources : Données du HCP et prévisions BAM.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T4 2024 - T4 2026), en glissement annuel *



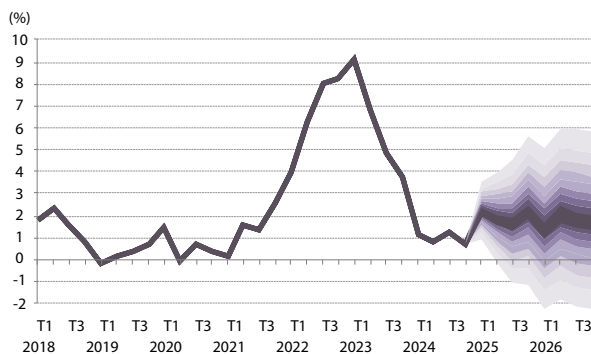
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Inflation modérée sur l'horizon de prévision

L'inflation a sensiblement décéléré en 2024, s'établissant à 0,9% après les taux élevés enregistrés en 2022 et en 2023, soient 6,6% et 6,1% respectivement. Ce ralentissement est attribuable principalement au repli de 2,9% des prix des produits alimentaires à prix volatils après une hausse de 18,8% en 2023, ainsi qu'à la décélération de sa composante sous-jacente de 5,6% à 2,2%. L'inflation devrait ensuite s'accélérer pour atteindre 1,9% en moyenne en 2025 et 2026, et sa composante sous-jacente avoisinerait 2% à moyen terme.

S'agissant des composantes exclues de l'indicateur de l'inflation sous-jacente, les prix des carburants et lubrifiants devraient marquer une baisse sur l'horizon de prévision, en ligne avec le recul prévu des cours mondiaux du Brent, alors que ceux des produits réglementés afficheraient des hausses en 2025 et en 2026, tenant compte essentiellement de la poursuite du processus de décompensation graduel du gaz butane. Quant aux prix des produits alimentaires à prix volatils, une hausse est attendue en 2025, avant une stabilité en 2026.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T1 2025 - T4 2026)*



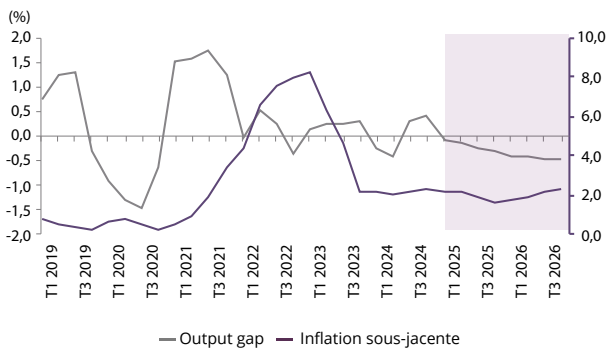
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente

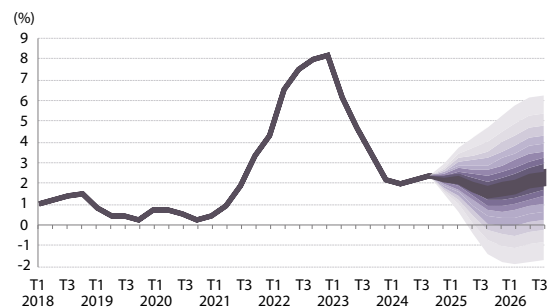
	Réalisations						Prévisions			Ecart (mars/déc.)	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Horizon de prévision T1-2025 - T4-2026	2025	2026
Inflation	0,2	0,7	1,4	6,6	6,1	0,9	2,0	1,8	1,9	-0,4	0,0
Inflation sous-jacente	0,5	0,5	1,7	6,6	5,6	2,2	2,0	2,0	2,0	0,0	0,2

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

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



Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T1 2025 - T4 2026)*



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

7.3 Balance des risques

Les incertitudes entourant les perspectives de l'économie mondiale demeurent élevées, exacerbées par les tensions commerciales, et risquent de freiner les échanges internationaux, de perturber les chaînes d'approvisionnement et de peser sur les investissements, tout en accentuant les pressions inflationnistes. À cela s'ajoutent la crise immobilière persistante en Chine et les difficultés de l'économie allemande. Par ailleurs, une recrudescence des conflits régionaux, notamment au Moyen-Orient et en Ukraine, pourrait fragiliser davantage l'activité économique mondiale et perturber les chaînes d'approvisionnement, en particulier énergétiques et alimentaires.

Au niveau national, les principaux risques pour l'activité économique sont liés à la récurrence des sécheresses et à l'aggravation du stress hydrique à moyen terme. En revanche, les chantiers lancés ou programmés dans le cadre de l'accueil de manifestations sportives internationales peuvent stimuler l'investissement suscitent un optimisme quant à un rythme plus rapide de la croissance. En ce qui concerne l'inflation, les risques restent orientés à la hausse. Outre les pressions externes, des conditions climatiques défavorables pourraient entraîner une flambée des prix des denrées alimentaires, exacerbant ainsi les pressions inflationnistes. Les risques baissiers sont liés notamment à l'impact de l'appel récent de Sa Majesté le Roi à s'abstenir d'accomplir le rite du sacrifice de l'Aïd de cette année, ce qui pourrait impacter à la baisse les prix des viandes rouges.

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

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

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1 : Evolution de quelques indicateurs avancés de l'activité aux Etats-Unis et dans la zone euro.....	18
Graphique 1.2 : Evolution du taux de change euro/dollar	19
Graphique 1.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	20
Graphique 1.4 : Evolution du VIX et du VSTOXX.....	20
Graphique 1.5 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans.....	20
Graphique 1.6 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	21
Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent et du Gaz naturel-Europe.....	21
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie.....	21
Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés	22
Graphique 1.10 : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	22
Graphique 2.1 : Exportations du secteur automobile à fin 2024	24
Graphique 2.2 : Evolution mensuelle des recettes de voyages	26
Graphique 2.3 : Evolution mensuelle des transferts des MRE.....	26
Graphique 3.1 : Taux interbancaire.....	29
Graphique 3.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	29
Graphique 3.3 : Coût de financement des banques	29
Graphique 3.4 : Taux de change du dirham	30
Graphique 3.5 : Taux de change effectifs nominal et réel	30
Graphique 3.6 : Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire en glissement annuel	31
Graphique 3.7 : Crédit bancaire	31
Graphique 3.8 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit	32
Graphique 3.9 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme	33
Graphique 3.10 : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières.....	33
Graphique 3.11 : Evolution de l'indice MASI	33
Graphique 3.12 : Evolution des indices sectoriels au troisième trimestre 2025	34
Graphique 3.13 : Evolution des levées des bons du Trésor	34
Graphique 3.14 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	35
Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances	37
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances	38
Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires	38
Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin janvier	38
Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin janvier.....	39
Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin janvier	39
Graphique 4.7 : Endettement du Trésor	40
Graphique 5.1 : Dépenses de consommation	43
Graphique 5.2 : PIB par composante	44
Graphique 5.3 : Contribution des branches d'activité à la croissance	44
Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé	45
Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels	46

Graphique 5.6 : Output-gap global	46
Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente	48
Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	48
Graphique 6.3 : Cours du Brent et indice des prix des carburants et lubrifiants	48
Graphique 6.4 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables	49
Graphique 6.5 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente.....	49
Graphique 6.6 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	49
Graphique E.6.1.1 : Contributions à l'inflation.....	50
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises	50
Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres.....	51
Graphique 6.9 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier	51
Graphique 6.10 : Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle	51
Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro.....	55
Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis.....	55
Graphique 7.3 : Prix du Brent	57
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires	57
Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro	57
Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis	57
Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR	58
Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision, en glissement annuel	62
Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision	62
Graphique 7.10 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap	63
Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision	63

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel	18
Tableau 1.2 : Evolution du taux de chômage	18
Tableau 1.3 : Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés, en glissement annuel	22
Tableau 2.1 : Exportations par secteur	24
Tableau 2.2 : Importations par principaux produits	25
Tableau 2.3 : Balance des services	26
Tableau 2.4 : Investissements directs	26
Tableau 2.5 : Evolution des principales rubriques de la balance des paiements	27
Tableau 3.1 : Taux des bons du Trésor sur le marché primaire	29
Tableau 3.2 : Taux créditeurs	29
Tableau 3.3 : Taux débiteurs	30
Tableau 4.1 : Recettes ordinaires	37
Tableau 4.2 : Exécution des dépenses publiques	38

Tableau 4.3 : Financement du déficit	39
Tableau 4.4 : Endettement du Trésor	40
Tableau E.4.1.1 : Exécutions budgétaires de 2023 et 2024, en milliards de dirhams.....	41
Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail	46
Tableau 6.1 : Inflation et ses composantes	47
Tableau 6.2 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables	49
Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements	59
Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire.....	60
Tableau 7.3 : Croissance économique.....	61
Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente	63

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 4.1 : Exécution budgétaire au titre de l'année 2024	40
Encadré 6.1 : Evolution de l'inflation en 2024.....	50