



# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 79 / 2026

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR  
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB  
DU 23 JUIN 2026

Dépôt légal : 2025/0033  
e-issn : 3119-6314

BANK AL-MAGHRIB  
Administration Centrale  
277, Avenue Mohammed V - B.P. 445 - Rabat  
Tél. : (212) 5 37 57 41 04 / 05  
Fax : (212) 5 37 57 41 11  
E-mail : [dee@bkam.ma](mailto:dee@bkam.ma)  
[www.bkam.ma](http://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, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS	27
3.1 Conditions monétaires	27
3.2 Prix des actifs	31
4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE	34
4.1 Recettes ordinaires	34
4.2 Dépenses	35
4.3 Déficit et financement du Trésor	36
5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL	38
5.1 Demande intérieure	38
5.2 Demande extérieure	39
5.3 Offre globale	39
5.4 Marché du travail et capacités de production	40
6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION	42
6.1 Evolution de l'inflation	42
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation	44
6.3 Anticipations de l'inflation	44
6.4 Prix à la production	45
7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME	46
Synthèse	46
7.1 Hypothèses sous-jacentes	49
7.2 Projections macroéconomiques	53
7.3 Balance des risques	57
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	60
LISTE DES GRAPHIQUES	62
LISTE DES TABLEAUX	63
LISTE DES ENCADRÉS	64



# PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

Le Wali, Président

Le Directeur Général

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

M. Mounssif ADERKAOUI

Mme Raja CHAKIR

M. Jilali KENZI

M. Mohamed Fouzi MOURJI

Mme Bouchra RAHMOUNI

M. Abdelhak SENHADJI SEMLALI

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

بنك المغرب  
بنك المغرب  
بنك المغرب

# COMMUNIQUÉ DE PRESSE

## REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 23 juin 2026

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 23 juin sa deuxième réunion trimestrielle de l'année 2026.
2. Lors de cette session, il a d'abord examiné et approuvé le rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière du pays, ainsi que sur les activités de la Banque au titre de l'exercice 2025.
3. Il a par la suite analysé l'évolution de la conjoncture internationale, marquée par les implications du conflit au Moyen-Orient qui a fortement perturbé les chaînes d'approvisionnement, accentué les pressions inflationnistes et exacerbé les incertitudes entourant les perspectives de l'économie mondiale. La conclusion récente d'un protocole d'accord entre les Etats-Unis et l'Iran laisserait entrevoir une normalisation progressive du transport maritime, mais l'activité économique continuerait à court terme de pâtir des retombées de cette guerre.
4. Au niveau national, les répercussions de ce conflit sont perceptibles notamment sur la facture énergétique et les prix des carburants qui ont connu un accroissement annuel en mai de 27,6%. Cette augmentation, ainsi que celle de l'inflation importée globalement, devraient se traduire par une nette accélération de l'inflation domestique, qui resterait toutefois modérée à moyen terme. Ainsi, après avoir évolué autour de 0,8% au cours des deux années précédentes, celle-ci atteindrait, selon les prévisions actualisées de Bank Al-Maghrib, 1,5% en moyenne cette année et 2,1% en 2027. Pour sa part, l'inflation sous-jacente serait limitée à 0,2% en 2026, reflétant principalement une contraction des prix de sa composante alimentaire, notamment ceux de l'huile d'olive. En 2027, avec la dissipation de cet effet et la hausse de l'inflation importée, elle s'accélélerait à 2,9%.
5. Dans le même sens, les anticipations d'inflation se sont inscrites en hausse limitée. Les experts du secteur financier, interrogés au cours du deuxième trimestre de 2026 dans le cadre de l'enquête trimestrielle de Bank Al-Maghrib, tablent sur un taux moyen de 2,2%, aussi bien à l'horizon de 8 trimestres qu'à celui de 12 trimestres.
6. Sur le plan de l'activité économique, les données des comptes nationaux annuels au titre de 2025 indiquent une amélioration de la croissance, portée par une nette progression de la production agricole et par une consolidation du rythme des activités non agricoles. Cette dynamique devrait se poursuivre cette année grâce aux conditions climatiques très favorables et au raffermissement, quoiqu'à un rythme moins rapide que prévu précédemment, des activités non agricoles.
7. Au regard (i) de l'évolution prévue de l'inflation à des niveaux en ligne avec l'objectif de stabilité des prix à moyen terme ; (ii) de la consolidation de la dynamique de l'activité économique ; et (iii) de la forte incertitude entourant les perspectives économiques à l'échelle internationale, le Conseil a jugé approprié de maintenir le taux directeur inchangé à 2,25%. Il continuera de suivre de près la conjoncture interne et externe et de fonder ses décisions, réunion par réunion, sur la base des données les plus actualisées.

8. Sur les marchés internationaux des matières premières, les prix du pétrole resteraient élevés, compte tenu des dommages subis par les infrastructures énergétiques et de la diminution rapide des stocks. Le scénario retenu par Bank Al-Maghrib table en effet sur une augmentation du cours du Brent de 68,1 dollars le baril en 2025 à 92,3 dollars en moyenne cette année, avant de reculer à 71,6 dollars en 2027. Pour le phosphate et ses dérivés, portés par l'envolée du coût des intrants, notamment le soufre et l'ammoniac, la persistance des restrictions sur les exportations chinoises et par la vigueur de la demande, les cours de ceux d'origine marocaine devraient, selon les dernières estimations de la Commodities Research Unit, s'accroître de 713 dollars la tonne en 2025 à 912 dollars en 2026, avant de revenir à 766 dollars en 2027 pour le DAP, et, passer respectivement de 529 dollars la tonne à 648 dollars puis à 567 dollars pour le TSP. En revanche, les prix du phosphate brut baisseraient légèrement sur l'horizon de prévision. S'agissant des produits alimentaires, l'indice FAO progresserait de 3,9% cette année et de 0,7% en 2027.
9. En ce qui concerne la croissance de l'économie mondiale, elle devrait ralentir de 3,3% en 2025 à 3% en moyenne cette année et en 2027. Dans les grandes économies avancées, le rythme de l'activité demeurerait stable aux Etats-Unis à 2,1%, soutenu par les investissements liés en particulier à l'intelligence artificielle et par l'appui budgétaire. En revanche, pâtissant fortement des implications des conflits au Moyen-Orient et en Ukraine, il décélérerait dans la zone euro de 1,5% en 2025 à 1,1% en 2026, puis s'établirait à 1,3% en 2027. Dans les principaux pays émergents, après avoir atteint l'objectif de 5% en 2025, la croissance ralentirait graduellement en Chine pour se situer à 4,4% en 2027, freinée par les difficultés du secteur de l'immobilier, la pression budgétaire et la problématique démographique très défavorable. De même, elle reculerait en Inde de 7,5% en 2025 à 6,6% en 2027, le renchérissement des carburants et l'incertitude devant peser sur la consommation privée et l'investissement.
10. Dans ce contexte, l'inflation s'accélérait au niveau mondial de 2,9% en 2025 à 3,6% en 2026, avant de s'atténuer à 3,1% l'année suivante. Dans les grandes économies avancées, elle devrait ressortir dans la zone euro à 3,1% en 2026, alimentée principalement par la flambée des prix de l'énergie, avant de revenir à 2,2% en 2027. Aux Etats-Unis, elle continuerait d'évoluer au-dessus de l'objectif de la FED, s'établissant à 3,7% cette année et à 2,8% en 2027.
11. Concernant les orientations des politiques monétaires dans les principales économies avancées, la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion des 10 et 11 juin, de relever ses taux directeurs de 25 points de base pour la première fois depuis septembre 2023. De son côté, la FED a maintenu, lors de sa réunion des 16 et 17 juin, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [3,50%-3,75%] et ce, pour la quatrième fois consécutive. De même, la Banque d'Angleterre a décidé, lors de sa réunion du 17 juin, de garder son taux inchangé à 3,75% pour la quatrième fois d'affilée.
12. Au niveau national, après un accroissement de 8,2% en 2025, la valeur ajoutée agricole marquerait un rebond de 16% cette année tenant compte d'une récolte céréalière estimée par le Département de l'Agriculture à 90 millions de quintaux. Elle devrait ensuite accuser un recul de 7,6% en 2027 sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne. Pour les activités non agricoles, leur rythme devrait se consolider à 4,2% en moyenne en 2026 et en 2027, après 4,5% en 2025. Au total, la croissance de l'économie nationale ressortirait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, en accélération de 4,9% en 2025 à 5,2% cette année, puis s'établirait, en raison de l'effet de base, à 3,1% en 2027.
13. Sur le marché du travail, les résultats de la nouvelle enquête du HCP sur la main-d'œuvre indiquent au titre du premier trimestre 2026 un taux de chômage de 10,8% globalement, de 13,5% dans les villes et de 6,1% en milieu rural.

14. Sur le volet des comptes extérieurs, la flambée des cours des produits pétroliers et de certains intrants, ainsi que la poursuite de l'effort d'investissement, devraient peser sur le solde commercial. Ainsi, du côté des importations, la facture énergétique s'alourdirait de 26% à 135 milliards de dirhams, avant de revenir à 114,4 milliards en 2027, et les acquisitions de biens d'équipement progresseraient de 12,3% en 2026 puis de 9,3% en 2027 pour avoisiner 245 milliards. Du côté des exportations, après un repli de 1,8% en 2025, les expéditions du secteur automobile augmenteraient graduellement pour atteindre 190,8 milliards en 2027, tandis que pour le phosphate et ses dérivés, les ventes afficheraient une hausse de 8,5% puis de 2,4% à 110,9 milliards en 2027. En parallèle, les recettes de voyages poursuivraient leur dynamique notable, passant de 138,6 milliards de dirhams en 2025 à 161,1 milliards en 2027, et les transferts des MRE se consolideraient au cours de la même période de 122 milliards à près de 130 milliards. Le déficit du compte courant connaîtrait, dans ces conditions, un net creusement, passant de 2,4% du PIB en 2025 à 4% cette année avant de s'atténuer à 3,8% en 2027. S'agissant des recettes d'IDE, leur évolution reste entourée d'une forte incertitude, les projections tablant sur un flux annuel équivalent à 3,5% du PIB. Au total, et tenant compte notamment des financements extérieurs prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve continueraient de se renforcer pour ressortir à 542 milliards de dirhams en 2027, assurant l'équivalent de 6 mois et 9 jours d'importations de biens et services.
15. Pour ce qui est des conditions monétaires, le besoin de liquidité des banques se creuserait davantage, passant de 131,7 milliards en 2025 à 143 milliards de dirhams en 2027, sous l'effet principalement de la progression prévue de la circulation fiduciaire. S'agissant du crédit bancaire au secteur non financier, son rythme devrait, au regard de l'évolution prévue de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, connaître une nette accélération, passant de 4,8% en 2025 à 6,8% cette année avant de revenir à 6,1% en 2027. Quant à la valeur du dirham, les évaluations trimestrielles réalisées par Bank Al-Maghrib indiquent qu'elle reste globalement alignée avec les fondamentaux économiques. Sur le même registre, le taux de change effectif réel devrait, après une appréciation de 2% en 2025, se déprécier de 3,6% cette année et de 0,8% en 2027.
16. Au plan des finances publiques, l'exécution budgétaire au titre des cinq premiers mois de l'année fait ressortir une augmentation de 8% des recettes ordinaires et un alourdissement de 12,2% des dépenses globales, traduisant essentiellement un accroissement de celles au titre des biens et services et des intérêts de la dette. Tenant compte des réalisations, des données de la Loi de Finances 2026 et de la programmation budgétaire triennale 2026-2028 ainsi que de l'ouverture par le Gouvernement de crédits supplémentaires d'un montant de 20 milliards de dirhams, le déficit budgétaire, hors cessions des participations de l'Etat, devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, s'atténuer à 3,4% du PIB cette année et à 3,3% en 2027.

## APERÇU GENERAL

**Le déclenchement, fin février, de la guerre en Iran a engendré des perturbations majeures des chaînes d'approvisionnement mondiales, notamment en produits énergétiques, et a exacerbé les incertitudes entourant les perspectives économiques.**

**La conclusion récente d'un protocole d'accord entre les Etats-Unis et l'Iran laisse entrevoir une normalisation progressive du transport maritime, mais l'activité économique continuerait à court terme de pâtir des retombées de cette guerre.**

**Les dernières données disponibles relatives au premier trimestre 2026 indiquent une activité toujours soutenue aux États-Unis et en Chine, mais en ralentissement dans la zone euro. Parallèlement, les conditions sur les marchés du travail sont demeurées stables, les taux de chômage étant restés quasi inchangés sur les quatre premiers mois de l'année aux Etats-Unis comme dans la zone euro. En revanche, l'inflation a poursuivi son accélération, quoiqu'à des rythmes différenciés d'une économie à l'autre.**

**Sur les marchés financiers, après la correction observée au lendemain du déclenchement du conflit, les principales places boursières internationales ont rebondi en avril et mai. Ce redressement a été soutenu par la résilience de l'activité économique, particulièrement aux Etats-Unis, et par les solides résultats des grandes entreprises au premier trimestre. De même, les rendements des obligations souveraines ont poursuivi leur mouvement haussier, reflétant notamment des anticipations de relèvement des taux.**

Par économie, les dernières données des comptes nationaux relatives au premier trimestre de 2026 font ressortir une accélération de **la croissance** à 2,6%, en glissement annuel, aux Etats-Unis, après 2% le trimestre précédent. Dans la zone euro, le rythme de l'activité a décéléré de 1,2% à 0,3%, avec des évolutions contrastées entre pays membres. Il a ainsi ralenti de 1,1% à 0,9% en France, de 0,4% à 0,3% en Allemagne et de 0,9% à 0,8% en Italie et s'est légèrement accéléré de 2,6% à 2,7% en Espagne. Ailleurs, la croissance s'est quasi-stabilisée à 1,1% au Royaume-Uni et à 0,4% au Japon.

Dans les principaux pays émergents, les trajectoires ont été tout aussi différenciées. Tirée principalement par le dynamisme de ses exportations, la Chine a vu sa croissance s'accélérer de 4,5% à 5%. A l'inverse, l'activité s'est repliée de 0,2% en Russie, après une croissance de 1% le trimestre précédent, tandis qu'elle s'est stabilisée à 1,8% au Brésil et a décéléré de 8% à 7,8% en Inde.

Sur les **marchés du travail** des économies avancées, les données du mois d'avril font ressortir une stabilisation, d'un mois à l'autre, du taux de chômage aux États-Unis à 4,3%, avec une création de 172 mille postes après 179 mille postes. De même, dans la zone euro, ce taux s'est maintenu à 6,3%, recouvrant un léger recul à 5,1% en Italie et des stagnations à 10,3% en Espagne, à 8,2% en France et à 3,8% en Allemagne.

S'agissant des **places boursières** des principales économies avancées, la dynamique haussière observée en 2025 s'est poursuivie au cours des premiers mois de 2026. Après une correction généralisée en mars, ces indices ont enregistré un net rebond en avril et mai, soutenus par la résilience de l'activité

économique, particulièrement aux Etats-Unis, ainsi que par les solides résultats financiers du premier trimestre, notamment dans les secteurs des technologies. Sur les cinq premiers mois de l'année, le Dow Jones Industrials a augmenté de 1,2%, l'Eurostoxx de 2,9%, le FTSE 100 de 5,8% et le Nikkei 225 de 12,4%.

Ces évolutions se sont accompagnées d'une hausse de la volatilité, aussi bien sur les marchés européens qu'américains, le VSTOXX ayant augmenté de 14 à 19,3 entre décembre et mai, et le VIX de 15 à 16 sur la même période. Au niveau des économies émergentes, l'indice MSCI EM a enregistré une progression de 12,4% sur la même période, avec notamment des hausses de 19,5% pour le sous-indice de la Turquie et de 10,6% pour celui du Brésil.

S'agissant des **marchés obligataires souverains**, les rendements à 10 ans se sont inscrits en hausse dans les principales économies avancées au cours des cinq premiers mois de cette année, reflétant notamment des anticipations de hausse de l'inflation et des taux d'intérêt. Le taux à 10 ans a ainsi augmenté de 34,5 points de base (pb) à 4,5% pour les Etats-Unis, de 12 pb à 3,6% pour la France, de 8 pb à 2,9% pour l'Allemagne, de 30 pb à 3,8% pour l'Italie et de 21,3 pb à 3,5% pour l'Espagne. Concernant les principales économies émergentes, ce taux a reculé à 1,8% pour la Chine, tandis qu'il s'est accru à 7% pour l'Inde, à 14,1% pour le Brésil et à 32,3% pour la Turquie.

**Sur les marchés de change**, la parité euro-dollar s'est située en moyenne autour de 1,17 dollar depuis le début de l'année, marquant une relative stabilité par rapport à fin 2025. Celle-ci a toutefois été interrompue en mars par un épisode de dépréciation marquée de l'euro, au plus fort des premières semaines du conflit au Moyen-Orient, ce dernier ayant renforcé l'attrait du dollar en tant que valeur refuge. Par rapport aux autres monnaies, l'euro s'est apprécié de 0,9% à fin mai vis-à-vis du yen japonais, alors qu'il s'est déprécié 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 des dépréciations du renminbi chinois et du real brésilien et des appréciations de la roupie indienne et de la lire turque.

Sur le **marché des matières premières**, les perturbations des chaînes d'approvisionnement de pétrole et de gaz engendrées par la guerre en Iran ont entraîné une forte hausse des cours. Ainsi, le prix du Brent a atteint 93,9 dollars le baril en moyenne en mai, en hausse de 30,8% en comparaison annuelle. De même, le prix du gaz naturel sur le marché européen a augmenté de 52,9% à 14,5 \$/mmBTU, en accroissement annuel de 9%. Toutefois, ces pressions haussières se sont relativement atténuées suite à la conclusion, le 17 juin, d'un protocole d'accord entre les Etats-Unis et l'Iran. Le cours du Brent a ainsi reculé de 16,2% par rapport au début du mois de juin pour se situer à 79,7 dollars le baril, tandis que celui du gaz naturel européen a enregistré une baisse de 17,5% sur la même période.

Hors énergie, les cours ont progressé de 5,4% au cours des cinq premiers mois de l'année, recouvrant notamment des hausses de 11,4% des prix des métaux et minerais et de 0,3% de ceux des produits agricoles. En comparaison annuelle, ils ressortent en accroissement de 6,4%, avec en particulier un bond de 30,7% des prix des métaux et minerais et un repli de 6% de ceux des produits agricoles. Pour l'or en particulier, le cours a poursuivi son ascension, avec une hausse de 11,1% au cours des cinq mois de l'année à 4787,4 dollars l'once en moyenne. S'agissant du phosphate et dérivés, les cours du DAP et du TSP se sont accrus, en glissement mensuel, de 8,3% à 679,7 dollars la tonne et de 11,2% à 599 dollars respectivement, alors que ceux du phosphate brut sont restés stables à 152,5 dollars. En glissement

annuel, les prix ressortent en appréciation de 9,4% pour le DAP et de 21% pour le TSP, tandis que ceux du phosphate brut sont restés inchangés.

Dans ce contexte, **l'inflation** s'est accélérée aux Etats-Unis à 4,2% en mai, après 3,8% un mois auparavant. De même, dans la zone euro, elle a affiché une augmentation de 3,1% à 3,2%, recouvrant notamment des hausses de 2,5% à 2,8% en France, de 3,5% à 3,6% en Espagne et de 2,8% à 3,2% en Italie, tandis qu'une légère décélération de 2,9% à 2,7% a été enregistrée en Allemagne. Dans les autres principales économies avancées, l'inflation s'est accélérée de 1,3% à 1,5% au Japon et est restée stable à 2,8% au Royaume-Uni.

Concernant les **décisions de politique monétaire dans les principales économies avancées**, la **BCE** a relevé, à l'issue de sa réunion des 10 et 11 juin, ses trois taux directeurs de 25 points de base et ce, après sept décisions consécutives de statut quo. Elle a par ailleurs indiqué que les portefeuilles du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) se contractent à un rythme mesuré et prévisible, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance. De son côté, la **FED** a maintenu, lors de sa réunion des 16 et 17 juin, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [3,50%-3,75%] et ce, pour la quatrième fois consécutive. Elle a, par ailleurs, réaffirmé sa politique de maintien de réserves suffisantes dans le système bancaire. De même, la **Banque d'Angleterre** a décidé, lors de sa réunion du 17 juin, de garder son taux inchangé à 3,75% pour la quatrième fois d'affilée.

Au niveau national, la **croissance économique** s'est établie à 4,9% en 2025 après 4,4% un an auparavant, résultat d'une amélioration de 8,2%, après un repli de 5,7%, de la valeur ajoutée agricole, et d'un ralentissement du rythme de progression des activités non agricoles de 5,1% à 3,9%. Du côté de la demande, sa composante intérieure a contribué positivement à la croissance à hauteur de 6,6 points de pourcentage, alors que la participation des échanges extérieurs est restée négative à 1,7 point.

Sur le **marché de travail**, les résultats de la nouvelle enquête sur la main d'œuvre (EMO 2026) du HCP font ressortir, pour le premier trimestre 2026, un taux de chômage au sens strict de 10,8%, de 13,5% en milieu urbain et de 6,1% en zone rurale.

Au niveau des **comptes extérieurs**, les données relatives aux quatre premiers mois de l'année 2025 laissent indiquer une poursuite de la dynamique des échanges de biens, des recettes de voyages et des transferts des MRE. Ainsi, les exportations de biens se sont accrues en glissement annuel de 8,7% à 168,9 milliards de dirhams et les importations de 12,7% à 295,9 milliards. Le déficit commercial s'est, en conséquence, creusé de 18,4% à 127 milliards, et le taux de couverture est revenu à 57,1%, au lieu de 59,1% à fin avril.

Les importations ont été tirées essentiellement par des hausses de 21,8% des acquisitions de biens d'équipements, de 15,2% des produits finis de consommation et de 48,8% des produits bruts. Dans le même sens, et en lien notamment avec la flambée des cours, la facture énergétique s'est alourdie de 12% à 41,8 milliards de dirhams. Quant aux exportations, leur progression reflète principalement celle de 18,6% des ventes du secteur automobile et de 15,9% de celles du secteur aéronautique, les exportations de phosphate et dérivés s'étant, en revanche, contractées de 1,5%. S'agissant des recettes de voyages,

elles se sont élevées à 44,4 milliards à fin avril 2026, en hausse de 21,2% par rapport à la même période un an auparavant, et les dépenses au même titre ont augmenté de 5,4% à 9,8 milliards. Les transferts des MRE ont, pour leur part, progressé de 9,8% à 40 milliards. En ce qui concerne les principales opérations financières, les recettes d'IDE ont accusé un repli de 19,6%, tandis que les investissements directs marocains à l'étranger se sont accrus de 22%.

Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserves se sont renforcés à 469,8 milliards de dirhams à fin avril 2026, représentant l'équivalent de 5 mois et 18 jours d'importations de biens et services.

S'agissant **des conditions monétaires**, le besoin de liquidité des banques s'est creusé à 143,6 milliards en moyenne en avril et mai 2026, et Bank Al-Maghrib a porté le volume de ses injections à 161,5 milliards de dirhams. Concernant le taux de change effectif réel, il s'est déprécié de 0,9% au premier trimestre de 2026 comparativement au trimestre précédent et le taux débiteur moyen global a connu une baisse trimestrielle de 16 points de base à 4,66%, en recul de 77 points depuis le début de l'assouplissement monétaire en juin 2024. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, son rythme a poursuivi son accélération, passant de 6,3% au premier trimestre de 2026 à 8,1% en avril, reflétant principalement l'accroissement des concours aux administrations locales et aux entreprises non financières privées.

Dans ce contexte, **l'inflation** s'est accélérée pour se situer à 1,4% en moyenne en avril et mai, après -0,1% en moyenne au premier trimestre. Cette évolution reflète principalement la hausse des prix des carburants de 28,1%, le renchérissement des produits alimentaires à prix volatils de 6,4%, ainsi que l'atténuation de la baisse de l'inflation sous-jacente à -0,5%. Pour ce qui est des anticipations d'inflation, les experts du secteur financier tablent au deuxième trimestre 2026 sur une hausse à 2,2%, aussi bien pour l'horizon de 8 trimestres que pour celui de 12 trimestres.

**Sur le volet des finances publiques**, l'exécution budgétaire au titre des quatre premiers mois de 2026 s'est soldée par un déficit budgétaire de 19,1 milliards de dirhams, en creusement de 1,6 milliard comparativement à la même période de 2025. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 7,2% à 159,4 milliards, recouvrant principalement une hausse de 8,4% des rentrées fiscales et une baisse de 10,5% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 10,4% à 161,3 milliards, traduisant essentiellement des accroissements de 11,7% de celles de biens et services et de 15,8% de celles en intérêts de la dette, tandis que les charges de compensation se sont repliées de 6,2%. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti déficitaire à 2 milliards, au lieu d'un solde positif de 2,5 milliards à fin avril 2025. Pour sa part, l'investissement a connu une hausse de 24,9% à 43,6 milliards, portant les dépenses globales à 204,9 milliards, en augmentation de 13,2%. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il est ressorti excédentaire de 26,5 milliards contre 14,9 milliards un an auparavant. Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 1,8 milliard, le déficit de caisse s'est allégé de 33,3 milliards à 20,9 milliards. Ce besoin et le flux net négatif du financement extérieur de 2,5 milliards ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant net de 23,4 milliards. Ainsi, l'encours de la dette publique directe se serait accru de 1,5% à fin avril 2026 par rapport à son niveau à fin décembre 2025.

Au niveau de la **Bourse de Casablanca**, le MASI a affiché une progression de 10% en mai, revenant ainsi à un niveau proche de celui enregistré en début d'année. Cette évolution a été portée principalement

par le secteur des « Mines », dont l'indice s'est envolé de 92,8%. Elle est liée dans une moindre mesure aux augmentations de 3,9% de l'indice du secteur des « Bâtiments et Matériaux de Construction », de 7,5% pour celui des « Services de transport » et de 1,6% pour les « Banques ». Dans ces conditions, la capitalisation boursière s'est établie à 1 100,6 milliards de dirhams, en hausse de 14,3% par rapport à fin mars et de 5,8% depuis le début de l'année.

Sur le **marché immobilier**, les prix se sont repliés de 2,4% au premier trimestre 2026, après une quasi-stagnation au trimestre précédent. En parallèle, le volume des transactions s'est contracté de 42,3%, après avoir augmenté de 28,7%, avec des baisses de 47,3% pour le foncier, de 42,6% pour les biens à usage professionnel et de 40,6% pour le résidentiel.

**En termes de perspectives, la croissance de l'économie mondiale** ralentirait de 3,3% en 2025 à 2,9% en 2026, avant de s'établir à 3% en 2027, avec des trajectoires divergentes d'une économie à l'autre. Aux **Etats-Unis**, malgré le conflit au Moyen-Orient et le relèvement des droits de douane, l'activité maintiendrait un rythme de progression de 2,1% en 2026 et en 2027, soutenue par la robustesse des investissements liés à l'IA et les incitations fiscales. Dans la **zone euro**, après avoir atteint 1,5% en 2025, la croissance devrait se modérer à 1,1% en 2026, freinée par la confiance des consommateurs, avant de s'accélérer à 1,3% en 2027.

Au **Royaume-Uni**, le rythme de l'activité ralentirait de 1,4% en 2025 à 1,1% en 2026, pâtissant notamment de la faiblesse persistante de la confiance des investisseurs et des ménages, avant une amélioration à 1,4% en 2027. Au **Japon**, il se modérerait également, revenant de 1,1% en 2025 à 0,6% cette année, puis se redresserait légèrement à 0,9% en 2027, soutenu par une forte demande étrangère en biens liés à l'IA.

Dans les principales économies émergentes, après avoir atteint 5% en 2025, le rythme de l'activité en **Chine** se maintiendrait à 4,9% cette année, tiré principalement par le dynamisme des exportations, sous l'effet notamment de la baisse des droits de douanes américains, les importants stocks stratégiques de pétrole dont dispose le pays et le plafonnement des prix des produits énergétiques. Toutefois, il devrait ralentir à 4,4% en 2027, en raison de la persistance des difficultés du secteur de l'immobilier et des contraintes budgétaires. En **Inde**, la croissance devrait décélérer de 7,5% en 2025 à 6,8% en 2026, sous l'effet principalement du renchérissement des intrants de l'industrie. Elle poursuivrait ensuite sa modération pour se situer à 6,6% en 2027, dans un contexte marqué par un affaiblissement de la consommation intérieure. Au **Brésil**, la croissance ralentirait de 2,6% en 2025 à 1,7% en 2026, en lien principalement avec une production agricole et une demande extérieure faibles et de la persistance de taux d'intérêt élevés, et devrait s'accélérer à 1,9% en 2027. En **Russie**, la progression de l'activité économique resterait contrainte par les effets conjugués des sanctions internationales, des dégradations subies par les infrastructures énergétiques, de la faiblesse persistante de l'investissement hors secteur militaire et d'une dynamique démographique défavorable et ce, en dépit de la hausse des cours des matières premières, notamment énergétiques. Dans ces conditions, la croissance devrait sensiblement ralentir, revenant de 1,1% en 2025 à 0,5% cette année, avant de rebondir à 1,2% en 2027.

Sur les marchés des **matières premières énergétiques**, les perturbations du transport maritime dans le détroit d'Ormuz et les dommages subis par les infrastructures énergétiques continueraient d'exercer de fortes pressions sur les cours. Le baril du **Brent** atteindrait ainsi 92,3 dollars en moyenne en 2026,

avant de revenir à 71,6 dollars en 2027. Pour ce qui est du **phosphate et dérivés marocains**, le cours du DAP devrait, selon les projections de la Commodities Research Unit, augmenter de 713 dollars la tonne en moyenne en 2025 à 912 dollars cette année, avant de baisser à 766 dollars en 2027. Celui du TSP passerait de 529 dollars la tonne en 2025 à 648 dollars en 2026 puis à 567 dollars en 2027. Quant au phosphate brut, son prix diminuerait de 212 dollars la tonne en 2025 à 209 dollars en 2026 puis à 200 dollars en 2027. S'agissant des **denrées alimentaires**, l'indice FAO ressortirait en hausse de 3,9% cette année, sous l'effet notamment du renchérissement des engrais, et de 0,7% en 2027.

Dans ces conditions, **l'inflation mondiale** s'accélérait à 3,6% en 2026, avant de ralentir à 2,9% en 2027. Dans la zone euro, elle augmenterait à 3,1% en 2026 avant de revenir à 2,2% en 2027, alors qu'aux Etats-Unis elle resterait bien au-dessus de la cible de la Fed pour la septième année consécutive, s'établissant à 3,7% en 2026, puis à 2,8% en 2027.

Au **niveau national**, la flambée des cours de pétrole et l'augmentation des coûts des intrants de certaines industries liées aux perturbations de l'approvisionnement provoquées par le conflit au Moyen-Orient, devraient impacter négativement le déficit du compte courant. Ainsi, après s'être établi à 2,4% du PIB en 2025, ce dernier devrait se creuser à 4% du PIB en 2026, avant de s'atténuer légèrement à 3,8% en 2027.

Les importations s'accroîtraient de 11% en 2026, tirées essentiellement par l'alourdissement de 25,9% à 135,3 milliards de dirhams de la facture énergétique, la nette expansion des acquisitions des produits bruts, en relation en particulier avec l'envolée du prix du soufre, ainsi que par la poursuite de la dynamique des acquisitions de biens d'équipement. En 2027, leur rythme de croissance devrait ralentir à 4,1%, reflétant notamment une baisse des importations énergétiques à 114,4 milliards de dirhams et une décélération des achats de biens d'équipement. Les exportations devraient, pour leur part, s'améliorer de 8,5% en 2026 puis de 6,7% en 2027, portées principalement par une augmentation des ventes du secteur automobile qui atteindraient 190,8 milliards en 2027, en lien avec la reprise prévue du segment de la construction. Pour le phosphate et dérivés, les ventes afficheraient une hausse de 8,5% puis de 2,4% à 110,9 milliards en 2027.

En parallèle, les recettes de voyages maintiendraient leur tendance haussière, pour atteindre 161,1 milliards de dirhams en 2027, et les transferts des MRE se consolideraient à 129,8 milliards en 2027. Concernant les IDE, les projections tablent sur un flux de recettes avoisinant l'équivalent de 3,5% du PIB sur l'horizon de prévision.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve se renforceraient à 505,5 milliards à fin 2026 puis à 542 milliards à fin 2027, représentant respectivement l'équivalent de 5 mois et 26 jours et 6 mois et 9 jours d'importations de biens et services.

S'agissant des conditions monétaires, le déficit de liquidité bancaire devrait se creuser à 137,7 milliards de dirhams à fin 2026 et à 143 milliards en 2027, en lien notamment avec la progression des billets et monnaies en circulation. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, son rythme devrait s'accélérer de 4,8% en 2025 à 6,8% en 2026, avant de revenir à 6,1% en 2027. Pour sa part, le taux de change effectif réel devrait se déprécier à moyen terme, après son appréciation en 2025.

Au niveau des **finances publiques**, le déficit budgétaire, hors cessions des participations de l'Etat, s'établirait à 3,4% du PIB en 2026 et à 3,3% en 2027, au lieu de 3,5% en 2025. Outre la LF 2026, la programmation budgétaire triennale 2026-2028 et les nouvelles projections macroéconomiques de BAM, cette prévision tient compte des crédits supplémentaires ouverts au titre du budget général de 20 milliards de dirhams consacrés principalement à la couverture des dépenses de compensation et au soutien de l'investissement des établissements et entreprises publics (EEP). Elle intègre également le relèvement des prévisions des rentrées de certains impôts en raison d'une meilleure performance au titre des réalisations à fin avril 2026.

Pour ce qui est de la **croissance économique**, elle devrait s'accroître de 4,9% en 2025 à 5,2% cette année, puis s'établirait à 3,1% en 2027. Cette évolution reflèterait une augmentation de la valeur ajoutée agricole de 16% en 2026, tenant compte notamment d'une récolte céréalière estimée par le Département de l'Agriculture de 90 millions de quintaux (MQx), suivie d'une baisse de 7,6% en 2027, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne. Pour les activités non agricoles, leur croissance progresserait en moyenne de 4,2% en 2026 et en 2027. Du côté de la demande, la croissance devrait être portée par sa composante intérieure, tandis que la participation des exportations nettes en volume ressortirait négative.

Dans ce contexte, après une quasi-stabilité à 0,8% en 2025, **l'inflation** devrait s'accroître à 1,5% en 2026 et à 2,1% en 2027. Sa composante sous-jacente, quant à elle, ralentirait de 0,6% en 2025 à 0,2% en 2026, avant de remonter à 2,9% en 2027, sous l'effet principalement de l'accélération de l'inflation importée et du renchérissement des produits alimentaires.

Les perspectives macroéconomiques demeurent entourées de fortes incertitudes qui, en cas de leur matérialisation, peuvent affecter les projections du scénario central. Dans ce contexte, la balance des risques est orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation.

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

Pour ce qui est de l'inflation, une prolongation des tensions géopolitiques au Moyen-Orient et leur répercussion sur les marchés des matières premières pourraient entraîner des hausses plus importantes qu'anticipé des prix internationaux de l'énergie. La matérialisation de tels chocs exercerait des pressions inflationnistes additionnelles et renforcerait la diffusion vers les composantes de l'IPC. Par ailleurs, une évolution défavorable des prix des produits alimentaires, exposés aux aléas climatiques dans plusieurs pays et aux fluctuations des marchés internationaux, engendrerait des pressions haussières supplémentaires.

# 1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Le déclenchement, fin février, du conflit au Moyen-Orient a entraîné de fortes perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales induisant en particulier des augmentations significatives des prix de l'énergie, des engrais et d'autres intrants essentiels et ravivant ainsi les pressions inflationnistes. Il a également exacerbé l'incertitude et assombrit les perspectives globales, avec des risques baissiers pesant sur la croissance et haussiers sur l'inflation.

Les dernières données disponibles relatives au premier trimestre 2026 indiquent toujours une activité soutenue aux États-Unis et en Chine, mais un ralentissement dans la zone euro. Parallèlement, les conditions sur les marchés du travail sont demeurées stables, tant aux États-Unis que dans la zone euro où les taux de chômage sont restés quasiment inchangés sur les quatre premiers mois de l'année. Pour sa part, l'inflation a poursuivi son accélération, avec des taux atteignant 4,2% aux États-Unis et 3,2% dans la zone euro au cours du mois de mai. Dans ce contexte, après sept décisions consécutives de statu quo, la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion des 10 et 11 juin, de relever de 25 points de base ses trois taux directeurs, procédant ainsi à sa première hausse depuis septembre 2023.

Sur les marchés financiers, après la correction observée au lendemain du conflit, les principales places boursières internationales ont enregistré un rebond au cours des mois d'avril et de mai, soutenues principalement par la résilience de l'activité économique surtout aux États-Unis et les bons résultats des grandes entreprises au premier trimestre. En revanche, les rendements des obligations souveraines ont poursuivi leur mouvement haussier, reflétant notamment des anticipations de relèvement des taux.

## 1.1 Activité économique et emploi

### 1.1.1 Activité économique

Les dernières données disponibles relatives au premier trimestre de 2026 font ressortir une accélération de la croissance aux États-Unis à 2,6% au premier trimestre 2026 après 2% un trimestre auparavant, principalement soutenue par les investissements dans l'IA et la résilience des dépenses de consommation. En revanche, dans la zone euro, le rythme de l'activité a ralenti de 1,2% à 0,3% sur la même période, avec toutefois des évolutions disparates entre les pays membres. Ainsi, il s'est légèrement accéléré de 2,6% à 2,7% en Espagne, tandis qu'il a ralenti de 1,1% à 0,9% en France, de 0,9% à 0,8% en Italie et de 0,4% à 0,3%

en Allemagne. Dans les autres grandes économies avancées, la croissance s'est quasiment stabilisée à 1,1% au Royaume-Uni et à 0,4% au Japon.

S'agissant des pays émergents, l'économie chinoise a progressé à un rythme de 5% au premier trimestre après 4,5% un trimestre auparavant, tirée principalement par le dynamisme des exportations. À l'inverse, l'activité s'est repliée de 0,2% en Russie, après une croissance de 1% le trimestre précédent. De même, elle a décéléré de 3,4% à 2,5% en Turquie et de 8% à 7,8% en Inde, tandis qu'elle s'est stabilisée à 1,8% au Brésil.

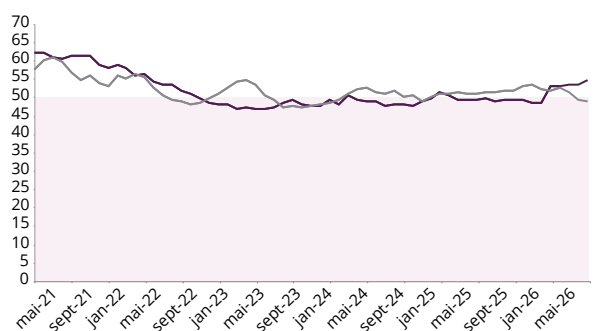
Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel (en %)

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

Sources : Thomson Reuters Eikon et Eurostat.

Concernant les indicateurs avancés de l'activité, l'indice PMI composite de la zone euro a légèrement reculé de 48,8 en avril à 48,5 en mai, tandis que l'ISM manufacturier américain a augmenté de 52,7 à 54 sur la même période.

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



— ISM manufacturier des Etats-Unis — PMI composite de la zone euro  
Source : Thomson Reuters Eikon.

### 1.1.2 Marché de l'emploi

Sur les marchés du travail, les données de mai font ressortir une stabilisation du taux de chômage aux Etats-Unis à 4,3%, avec des créations d'emplois de 172 mille après 179 mille postes le mois précédent.

De même, dans la zone euro, ce taux s'est maintenu à 6,3% en avril, recouvrant des stagnations à 10,3% en Espagne, à 8,2% en France et à 3,8% en Allemagne, et un faible recul à 5,1% en Italie. Au Royaume-Uni, les données d'avril indiquent une légère baisse du taux de chômage à 4,9%.

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

(en %)	2024	2025	2026		
			Mars	Avril	Mai
Etats-Unis	4,0	4,3	4,3	4,3	4,3
Zone euro	6,4	6,4	6,3	6,3	N.D
France	7,4	7,7	8,2	8,2	N.D
Allemagne	3,5	3,8	3,8	3,8	N.D
Italie	6,5	6,1	5,2	5,1	N.D
Espagne	11,4	10,5	10,3	10,3	N.D
Royaume-Uni	4,3	4,8	5,0	4,9	N.D

Sources : Eurostat et BLS.

## 1.2 Conditions monétaires et financières

### 1.2.1 Décisions de politiques monétaires

La BCE a décidé, à l'issue de sa réunion des 10 et 11 juin, d'augmenter de 25 points de base ses trois taux directeurs et ce, après sept décisions consécutives de statut quo. Il s'agit de la première hausse depuis septembre 2023. Elle a souligné que la guerre au Moyen-Orient génère des pressions sur l'inflation, et que sa décision de relever les taux directeurs est robuste à un ensemble de scénarios évaluant l'évolution possible du choc et ses répercussions potentielles sur les perspectives à moyen terme pour la zone euro. Elle a ajouté que les implications complètes de la guerre pour l'inflation et la croissance à moyen terme dépendront de l'intensité et de la durée du choc sur les prix de l'énergie, ainsi que de l'ampleur de ses effets indirects et de second tour. La BCE a par ailleurs indiqué que les portefeuilles du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) se contractent à un rythme mesuré et prévisible, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

Pour sa part, lors de sa réunion des 16 et 17 juin, la Fed a maintenu inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [3,50%-3,75%], pour la quatrième fois consécutive depuis le début de cette année, et ce, après un total de trois baisses opérées en 2025. Elle a également réaffirmé sa politique de maintien de réserves suffisantes dans le système bancaire. Elle a indiqué que l'activité économique progresse à un rythme soutenu malgré une incertitude élevée, due en partie au conflit au Moyen-Orient. La croissance de la productivité et les investissements de capitaux sont robustes. Les créations d'emplois ont suivi le rythme de la croissance de la population active et le taux de chômage est resté stable. L'inflation demeure élevée par rapport à l'objectif de 2% fixé par le Comité, ce qui reflète en partie les chocs d'offre ayant entraîné des hausses de prix dans certains secteurs, notamment celui de l'énergie.

De même, la Banque d'Angleterre a décidé, le 17 juin, de maintenir inchangé son taux directeur à 3,75%. Elle a indiqué que l'impact du choc énergétique sur l'économie britannique reste incertain, et que la politique monétaire ne peut pas influencer sur les prix de l'énergie, mais elle est calibrée de manière à garantir que l'ajustement de l'économie à ce choc se déroule de façon compatible avec l'atteinte durable de l'objectif d'inflation de 2%.

S'agissant de la Banque du Japon, elle a décidé le 16 juin d'augmenter son taux directeur de 25pb à 1%, son plus haut niveau depuis 1995.

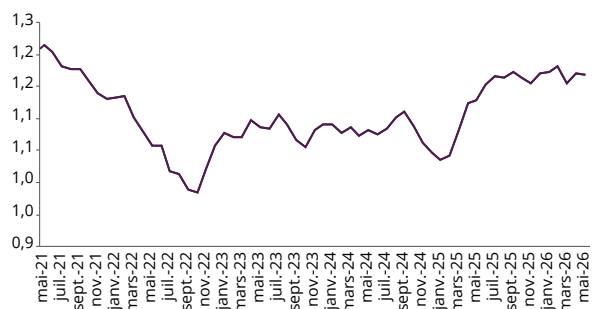
Dans les principales économies émergentes, les banques centrales de la Chine, de l'Inde et de la Turquie ont maintenu en juin leurs taux directeurs inchangés. En revanche, celles de la Russie et du Brésil ont abaissé en juin leur taux directeur respectif de 25 points de base (pb) à 14,25%.

## 1.2.2 Marchés financiers

Au cours des cinq premiers mois de 2026, la parité euro-dollar s'est située en moyenne autour de 1,17 dollar, sans évolution significative par rapport à fin 2025. Cette relative stabilité a toutefois été interrompue par un épisode de dépréciation marqué de l'euro en mars, au plus fort des premières semaines du conflit au Moyen-Orient, ce dernier ayant renforcé l'attrait du dollar en tant que valeur refuge. Par rapport aux autres monnaies, l'euro s'est apprécié de 0,9% face au yen japonais sur les cinq premiers mois de l'année, tandis qu'il s'est déprécié de 0,8% par rapport à la livre sterling.

Pour ce qui est des monnaies des principales économies émergentes, elles ont affiché, au cours des cinq premiers mois de 2026, des évolutions divergentes face au dollar avec une dépréciation du renminbi chinois (-2,3%) et du real brésilien (-5,6%), alors que de légères appréciations ont été enregistrées pour la roupie indienne (+3%) et la livre turque (+3,7%).

**Graphique 1.2 : Evolution du taux de change euro/dollar**

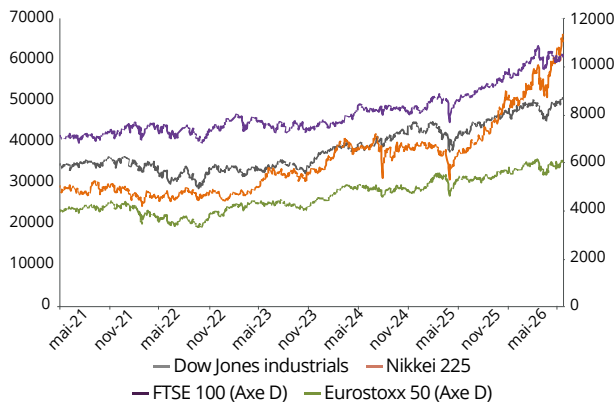


Source : Thomson Reuters Eikon.

Les marchés actions des principales économies avancées ont globalement affiché des performances positives au cours des cinq premiers mois de 2026. L'Eurostoxx a progressé de 2,9% en moyenne par rapport à décembre 2025, le FTSE 100 de 5,8%, le Dow Jones Industrials de 1,2% et le Nikkei 225 de 12,4%. Après une baisse généralisée

au cours du mois de mars, ces indices ont ensuite enregistré un rebond, soutenus par les solides résultats des entreprises au premier trimestre, notamment dans les secteurs des technologies, et par la résilience de l'activité économique aux Etats-Unis.

**Graphique 1.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées**

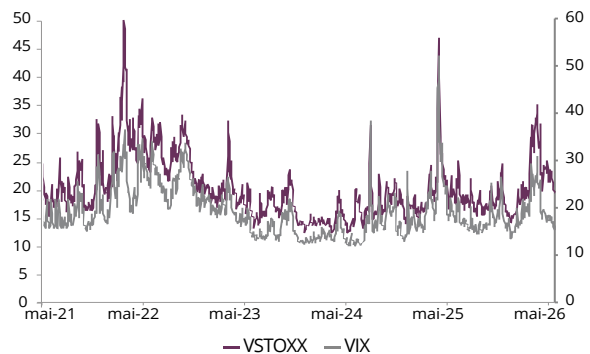


Source : Thomson Reuters Eikon.

Ces évolutions se sont accompagnées d'une hausse de la volatilité sur les marchés américain et européen. L'indice VIX s'est établi à 16 en moyenne à fin mai contre 15 à fin décembre, et le VSTOXX à 19,3 au lieu de 14, avec des pics de 30 et 31 respectivement au lendemain du déclenchement de la guerre au Moyen-Orient.

Pour les principales économies émergentes, l'indice MSCI EM a progressé de 12,4% durant les cinq premiers mois de 2026 comparativement à décembre 2025, porté en particulier par les performances des sous-indices brésilien (+10,6%) et turc (+19,5%), tandis que ceux de la Chine et de l'Inde ont enregistré des reculs de 3% et de 7,1% respectivement.

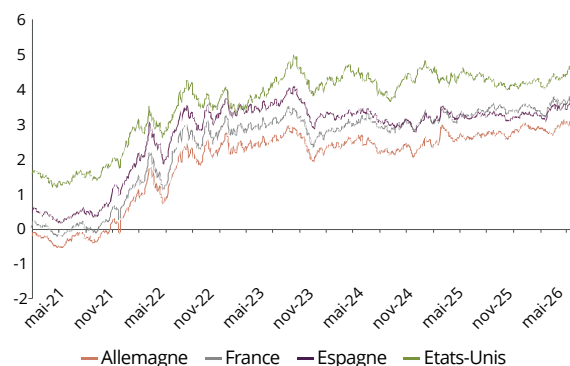
**Graphique 1.4 : Evolution du VIX et du VSTOXX**



Source : Thomson Reuters Eikon.

S'agissant des marchés obligataires souverains, durant les cinq premiers mois de 2026, le taux de rendement à 10 ans est ressorti en hausse dans les principales économies avancées, traduisant notamment des anticipations d'inflation et de taux d'intérêt plus élevés. Ainsi, il a marqué un accroissement de 34,5 pb pour les États-Unis (à 4,5%), de 8 pb en Allemagne (2,9%), de 12 pb pour la France (3,6%), de 30 pb en Italie (3,8%) et de 21,3 pb pour l'Espagne (3,5%). Pour les principales économies émergentes, ce taux a diminué de 7,8 pb en Chine (à 1,8%), tandis qu'il s'est accru de 45 pb en Inde (7%), de 27 pb au Brésil (14,1%) et de 396 pb en Turquie (32,3%).

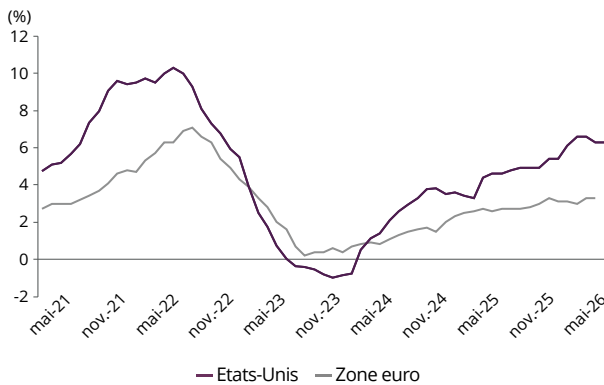
**Graphique 1.5 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans**



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés monétaires, l'EURIBOR à 3 mois s'est accru de 6,3 pb à 2,2% sur les cinq premiers mois de l'année en cours, tandis que le SOFR de même maturité a accusé un recul de 35 pb à 3,7%. Pour ce qui est du crédit bancaire, son rythme de croissance s'est maintenu à 3,5% en avril au sein de la zone euro et à 6,3% aux Etats-Unis en mai.

**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

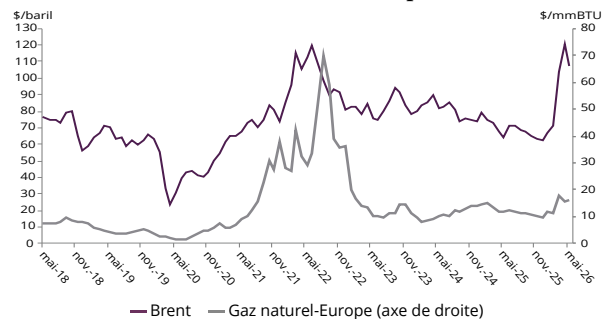
### 1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Laguerreau Moyen-Orient a entraîné d'importantes perturbations des chaînes d'approvisionnement de pétrole et de gaz. Sur le marché pétrolier, ce choc d'offre inédit induit une diminution des stocks mondiaux à un rythme record<sup>1</sup>. Dans ces conditions, le Brent s'est renchéri de 49,7% durant les cinq premiers mois de l'année 2026, pour s'établir à un prix moyen de 93,9 dollars le baril et a affiché, en glissement annuel, une hausse de 30,8%.

Suivant la même tendance, le cours du gaz naturel européen s'est accru de 52,9% sur la même période, pour s'établir en moyenne à 14,5 \$/MMBtu, et est ressorti en hausse de 9% par rapport à son niveau de l'année précédente.

Toutefois, les pressions haussières sur les prix de l'énergie se sont relativement atténuées suite à la conclusion d'un protocole d'accord entre les Etats-Unis et l'Iran. Ainsi, le cours du Brent a chuté de 16,2%, par rapport au début du mois de juin, pour s'établir à 79,7 dollars le baril, et celui du gaz naturel européen a enregistré une baisse de 17,5% sur la même période.

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



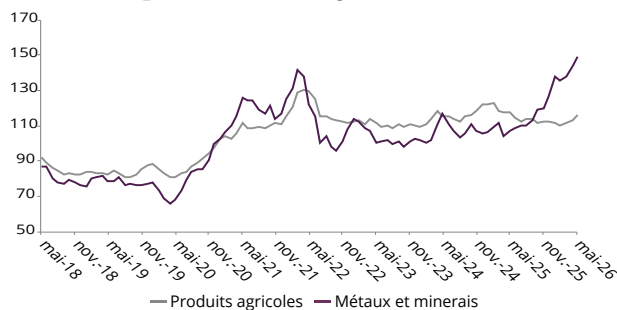
Source : Banque Mondiale.

### 1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

L'indice des prix hors énergie a enregistré une hausse moyenne de 5,4% au cours des cinq premiers mois de l'année par rapport à décembre 2025, reflétant notamment des progressions de 11,4% des prix des métaux et minerais et de 0,3% de ceux des produits agricoles. En glissement annuel, il a affiché un accroissement global de 6,4%, sous l'effet principalement d'un renchérissement de 30,7% des métaux et minerais, alors que les prix des produits agricoles ont reculé de 6%. Pour ce qui est du cours de l'or, il a maintenu son orientation haussière depuis le début de l'année 2026, enregistrant une progression moyenne de 11,1% et de 58,4% en glissement annuel, pour s'établir à 4 787,4 dollars l'once.

<sup>1</sup> Rapport de l'Agence internationale de l'énergie sur le marché pétrolier, mai 2026.

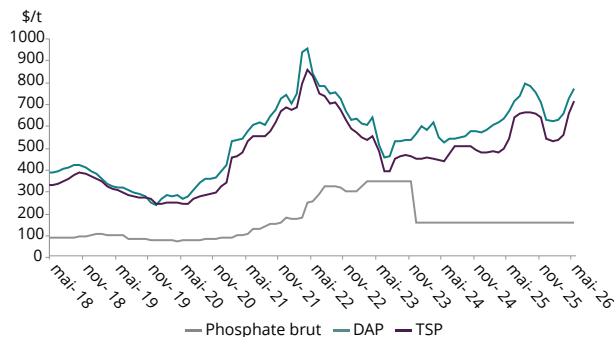
**Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie (2010=100)**



Source : Banque Mondiale.

S'agissant du phosphate et ses dérivés, les prix ont connu, durant les cinq premiers mois de l'année, une hausse de 8,3% à 679,7 \$/t pour le DAP et de 11,2% à 599 \$/t pour le TSP. Sur une base annuelle, ils ressortent en augmentation de 9,4% pour le DAP et de 21% pour le TSP. Ce renchérissement s'explique par les perturbations de l'approvisionnement et l'augmentation des coûts des intrants (soufre, ammoniac et gaz naturel) dues au conflit au Moyen-Orient, ainsi que par la persistance des restrictions commerciales imposées notamment par la Chine. Quant au phosphate brut, son prix reste inchangé, aussi bien en glissement mensuel qu'annuel, à 152,5 \$/t.

**Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés**



Source : Banque Mondiale.

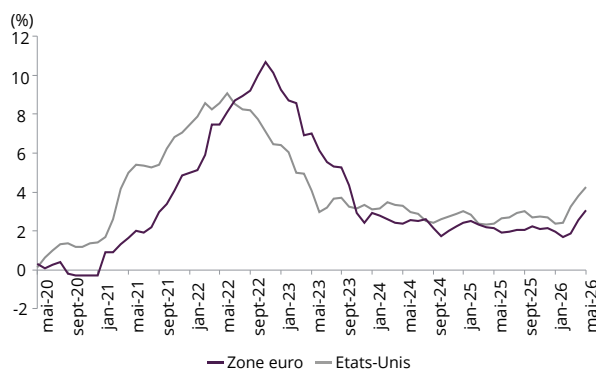
### 1.3.3 Inflation

L'envolée des prix des matières premières en particulier énergétiques a continué d'exacerber les tensions inflationnistes au niveau mondial. Ainsi, l'inflation en glissement annuel a de nouveau augmenté aux États-Unis, passant de 3,8% en avril à 4,2% en mai. De même, dans la zone euro,

elle progressé de 3,1% en avril à 3,2% en mai, avec des accélérations de 2,5% à 2,8% en France, de 3,5% à 3,6% en Espagne et de 2,8% à 3,2% en Italie, alors qu'une décélération de 2,9% à 2,7% a été enregistrée en Allemagne. Dans les autres économies avancées, l'inflation est restée stable à 2,8% en mai au Royaume-Uni et a progressé de 1,3% à 1,5% au Japon sur la même période.

Dans les principales économies émergentes, les évolutions sont demeurées contrastées, avec une stabilisation entre avril et mai à 1,2% en Chine, des accélérations de 3,5% à 3,9% en Inde et de 4,4% à 4,7% au Brésil, alors qu'en Russie, une décélération de 5,6% à 5,3% a été enregistrée sur la même période.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

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

	2024	2025	2026		
			Mars	Avr.	Mai
Etats-Unis	3,0	2,7	3,3	3,8	4,2
Zone Euro	2,4	2,1	2,6	3,1	3,2
Allemagne	2,5	2,3	2,8	2,9	2,7
France	2,3	0,9	2,0	2,5	2,8
Espagne	2,9	2,7	3,4	3,5	3,6
Italie	1,1	1,6	1,6	2,8	3,2
Royaume-Uni	2,5	3,4	3,3	2,8	2,8
Japon	2,7	3,2	1,4	1,3	1,5

Sources : Thomson Reuters Eikon, Eurostat & FMI.

## 2. Comptes extérieurs

Les quatre premiers mois de l'année 2026 ont été marqués par une poursuite de la dynamique des échanges extérieurs de biens, des recettes de voyages et des transferts des MRE. En revanche, les recettes des investissements directs étrangers ont reculé comparativement à la même période de l'année précédente. Ainsi, les exportations de biens se sont accrues à fin avril 2026 de 8,7% à 168,9 milliards de dirhams et les importations de 12,7% à 295,9 milliards. En conséquence, le déficit commercial s'est creusé de 18,4% à 127 milliards et le taux de couverture est revenu à 57,1% au lieu de 59,1%.

En parallèle, les recettes de voyages ont enregistré une hausse de 21,2% à 44,4 milliards et les transferts des MRE de 9,8% à 40 milliards. Pour ce qui est des principales opérations financières, les recettes d'IDE se sont établies à 16,1 milliards de dirhams, contre 20 milliards une année auparavant tandis que les investissements directs marocains à l'étranger ont progressé de 22% à 8,7 milliards. A fin avril 2026, les avoirs officiels de réserve se sont renforcés de 20,3% à 469,8 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 5 mois et 18 jours d'importations de biens et services.

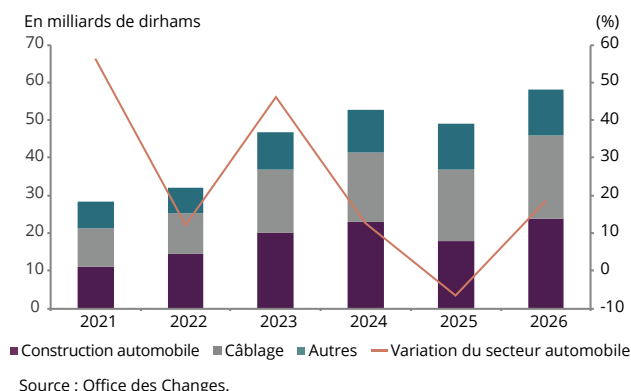
### 2.1 Balance commerciale

#### 2.1.1 Exportations

Les exportations du secteur automobile ont enregistré à fin avril 2026 une progression de 18,6% à 58,3 milliards, tirées par un accroissement de 33,5% à 23,9 milliards des ventes du segment de la « construction » et de 16,1% à 22,1 milliards du « câblage ». De même, les ventes du secteur aéronautique ont poursuivi leur tendance haussière, avec une expansion de 15,9% à 11 milliards, reflétant essentiellement celle de 20,7% à 7,5 milliards du segment de l'« assemblage ». Quant aux expéditions de l'« agriculture et agro-alimentaire », elles ont affiché une quasi-stagnation à 36,8 milliards, recouvrant une amélioration de 9,3% à 15 milliards des exportations de l'industrie alimentaire et un repli de 4,8% à 21 milliards de celles de produits agricoles.

En revanche, les ventes de phosphates et dérivés ont accusé un recul de 1,5% à 27,1 milliards. Cette évolution reflète essentiellement une contraction de 3,9% à 19,3 milliards des exportations des « engrais naturels et chimiques », l'augmentation de 9,4% de leurs prix ayant été plus que contrebalancée par le repli de 12,2% des quantités expédiées. De même, les ventes de phosphate brut ont accusé une baisse de 3,2%, résultat d'une diminution de 8,6% des prix et d'une hausse de 6% des quantités. A l'inverse, les exportations de l'acide phosphorique ont progressé de 9,8% à 5,2 milliards, sous l'effet de son renchérissement de près de 70% comparativement à fin avril 2025.

**Graphique 2.1 : Exportations du secteur automobile à fin avril 2026**



En parallèle, les ventes du secteur « textile et cuir » ont diminué de 6,7% à 13,9 milliards, reflétant un repli de 6,1% à 9,2 milliards pour les « vêtements confectionnés » et de 9,9% à 2,6 milliards pour les « articles de bonneterie ».

Quant aux exportations du secteur de l'« électronique et électricité », elles se sont contractées de 3,5% à 5,5 milliards, traduisant une baisse de 15,8% à 1,4 milliard des exportations de « composants électroniques » qui n'a été que partiellement compensée par la progression de 7,1% à 2,5 milliards des ventes de « fils et câbles ».

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

Secteurs/Segments	Janv.-Avr.		Variations	
	2026	2025	En valeur	En %
<b>Exportations</b>	<b>168 856</b>	<b>155 314</b>	<b>13 542</b>	<b>8,7</b>
<b>Automobile</b>	<b>58 282</b>	<b>49 153</b>	<b>9 129</b>	<b>18,6</b>
Construction	23 883	17 885	5 998	33,5
Câblage	22 091	19 034	3 057	16,1
Powertrain	3 734	4 334	-600	-13,8
<b>Aéronautique</b>	<b>11 039</b>	<b>9 526</b>	<b>1 513</b>	<b>15,9</b>
Assemblage	7 484	6 201	1 283	20,7
Système d'interconnexion de câblage électrique (EWIS)	3 515	3 288	227	6,9
<b>Autres extractions minières</b>	<b>3 029</b>	<b>1 720</b>	<b>1 309</b>	<b>76,1</b>
Minerai de cuivre	1 711	491	1 220	-
Minerai de plomb	377	305	72	23,6
Autres minerais métallifères et déchets métalliques	9	27	-18	-66,7
<b>Agriculture et Agro-alimentaire</b>	<b>36 842</b>	<b>36 557</b>	<b>285</b>	<b>0,8</b>
Industrie alimentaire	15 022	13 750	1 272	9,3
Industrie du tabac	471	397	74	18,6
Agriculture, sylviculture, chasse	21 032	22 099	-1 067	-4,8
<b>Electronique et Electricité</b>	<b>5 498</b>	<b>5 697</b>	<b>-199</b>	<b>-3,5</b>
Composants électroniques	1 383	1 643	-260	-15,8
Appareils électr. pr téléphonie ou télégraphie par fil	493	669	-176	-26,3
Fils et câbles	2 466	2 303	163	7,1
<b>Phosphates et dérivés</b>	<b>27 149</b>	<b>27 564</b>	<b>-415</b>	<b>-1,5</b>
Engrais naturels et chimiques	19 326	20 114	-788	-3,9
Phosphates	2 672	2 759	-87	-3,2
Acide phosphorique	5 151	4 691	460	9,8
<b>Textile et Cuir</b>	<b>13 868</b>	<b>14 863</b>	<b>-995</b>	<b>-6,7</b>
Vêtements confectionnés	9 159	9 756	-597	-6,1
Articles de bonneterie	2 583	2 866	-283	-9,9
Chaussures	949	954	-5	-0,5
<b>Autres industries</b>	<b>13 149</b>	<b>10 234</b>	<b>2 915</b>	<b>28,5</b>
Métallurgie et travail des métaux	4 124	2 822	1 302	46,1
Industrie plastique et du caoutchouc	1 246	605	641	-
Industrie pharmaceutique	429	434	-5	-1,2

Source : Office des Changes.

## 2.1.2 Importations

Les importations de biens d'équipement se sont renforcées de 21,8% à 72,6 milliards de dirhams, avec notamment des augmentations des achats d'« avions et autres véhicules aériens ou spatiaux » à 3,4 milliards et de ceux de « voitures utilitaires » à 4,1 milliards. Quant aux importations de biens de consommation, elles se sont accrues de 15,2% à 73 milliards, en lien particulièrement avec des progressions de 25,6% à 13,2 milliards de celles des « voitures de tourisme » et de 32,2% à 14,2 milliards de leurs parties et pièces. En parallèle, les achats de produits bruts ont connu un accroissement de 48,8% à 19,2 milliards, reflétant essentiellement celui de 3,8 milliards à 10,4 milliards des importations de « soufres bruts et non raffinés », lié à la flambée de son cours sur le marché international et les importations de demi-produits ont totalisé 56,9 milliards, en hausse de 2,7%.

Quant à la facture énergétique, elle s'est alourdie de 12% à 41,8 milliards de dirhams. Par produit, les approvisionnements en « gas-oils et fuel-oils » ont enregistré une hausse de 23,5% à 21,8 milliards, résultat à la fois de l'envolée de 15,2% de leur prix et d'un accroissement de 7,1% des quantités importées, et ceux en « huiles de pétrole et lubrifiants » ont progressé de 37,4% à 5,3 milliards. A l'inverse, les achats d'« houilles, cokes et combustibles solides similaires » ont reculé de 14,5%, traduisant des baisses des quantités et des prix à l'import. Concernant les achats de produits alimentaires, ils sont revenus à 31,5 milliards, en diminution de 5,9%, tirés particulièrement par une contraction de 51,7% à 1,4 milliard des importations de « sucre brut ou raffiné ».

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

Groupements d'utilisation	Janv.-Avr.		Variations	
	2026	2025	En valeur	En %
<b>Importations</b>	<b>295 901</b>	<b>262 594</b>	<b>33 307</b>	<b>12,7</b>
<b>Biens d'équipement</b>	<b>72 607</b>	<b>59 593</b>	<b>13 014</b>	<b>21,8</b>
Avions et autres véhicules aériens ou spatiaux	3 370	260	3 110	-
Voitures utilitaires	4 076	2 309	1 767	76,5
Parties d'avions et d'autres véhicules aériens	7 596	6 038	1 558	25,8
<b>Produits finis de consommation</b>	<b>72 975</b>	<b>63 373</b>	<b>9 602</b>	<b>15,2</b>
Parties et pièces pour voitures de tourisme	14 220	10 757	3 463	32,2
Voitures de tourisme	13 177	10 492	2 685	25,6
Médicaments et autres produits pharmaceutiques	4 666	4 001	665	16,6
<b>Produits bruts</b>	<b>19 232</b>	<b>12 924</b>	<b>6 308</b>	<b>48,8</b>
Soufres bruts et non raffinés	10 447	3 766	6 681	-
Ferraille, déchets et autres minerais	1 913	1 515	398	26,3
Huile d'olive brute ou raffinée	41	437	-396	-90,6
<b>Energie et lubrifiants</b>	<b>41 781</b>	<b>37 300</b>	<b>4 481</b>	<b>12,0</b>
Gas-oils et fuel-oils	21 783	17 643	4 140	23,5
Huiles de pétrole et lubrifiants	5 274	3 839	1 435	37,4
Houilles; cokes et combustibles solides similaires	4 141	4 844	-703	-14,5
<b>Demi produits</b>	<b>56 923</b>	<b>55 406</b>	<b>1 517</b>	<b>2,7</b>
Fils, barres et profilés en cuivre	5 122	3 738	1 384	37,0
Accessoires de tuyauterie et construction métallique	2 288	1 568	720	45,9
Demi-produits en fer ou en aciers non alliés	929	1 892	-963	-50,9
<b>Produits alimentaires</b>	<b>31 518</b>	<b>33 486</b>	<b>-1 968</b>	<b>-5,9</b>
Sucre brut ou raffiné	1 394	2 888	-1 494	-51,7
Animaux vivants	1 398	2 246	-848	-37,8
Tourteaux	2 906	2 404	502	20,9
Blé	6 240	6 090	150	2,5

Source : Office des Changes.

## 2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

Concernant la balance des services, son solde excédentaire a enregistré une progression de 16,4% à 54,9 milliards, résultat d'accroissements de 13,9% des exportations à 106,1 milliards et de 11,4% des importations à 51,2 milliards.

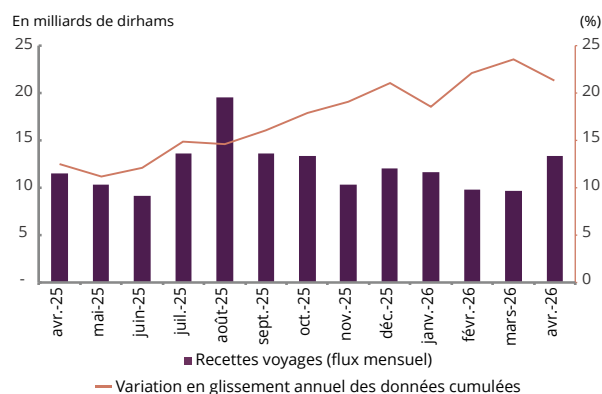
Tableau 2.3 : Balance des services  
(en millions de dirhams)

	Janv.-Avr.		Variation	
	2026	2025	En valeur	En %
Importations	51 186	45 958	5 228	11,4
Exportations	106 099	93 154	12 945	13,9
Solde	54 913	47 196	7 717	16,4

Source : Office des Changes.

En particulier, les recettes de voyages ont poursuivi leur expansion, se situant à 44,4 milliards à fin avril 2026, niveau supérieur de 21,2% à celui enregistré à la même période un an auparavant. De même, les dépenses au même titre ont progressé de 5,4% à 9,8 milliards.

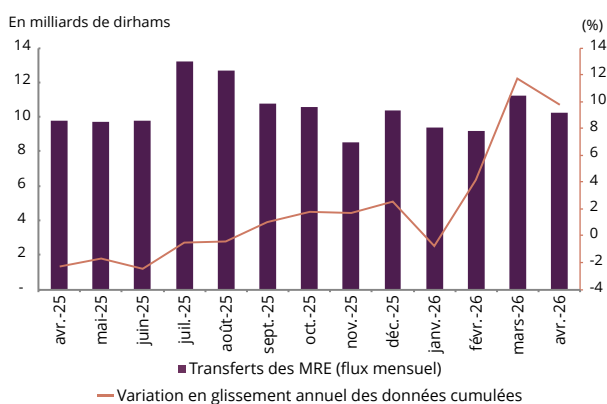
Graphique 2.2 : Evolution mensuelle des recettes de voyages



Source : Office des Changes.

Quant aux transferts des MRE, ils se sont renforcés de 9,8% à 40 milliards de dirhams.

Graphique 2.3 : Evolution mensuelle des transferts des MRE



Source : Office des Changes.

## 2.3 Compte financier

Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux net des IDE a accusé une baisse de 10,1% à 11,7 milliards de dirhams, résultat des baisses de 19,6% à 16,1 milliards des recettes et de 37,2% à 4,4 milliards des dépenses. Quant aux investissements directs marocains à l'étranger, leur flux net s'est accru de 41,9% à 3,5 milliards, reflétant notamment une progression de 22% à 8,7 milliards des dépenses.

A fin avril 2026, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est renforcé de 20,3% à 469,8 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 5 mois et 18 jours d'importations de biens et services.

Tableau 2.4 : Investissements directs  
(en millions de dirhams)

	Janv.-Avr.		Variation	
	2026	2025	En valeur	En %
<b>Investissements directs étrangers</b>	<b>11 657</b>	<b>12 967</b>	<b>-1 310</b>	<b>-10,1</b>
Recettes	16 089	20 019	-3 930	-19,6
Dépenses	4 432	7 052	-2 620	-37,2
<b>Investissements directs marocains à l'étranger</b>	<b>3 468</b>	<b>2 444</b>	<b>1 024</b>	<b>41,9</b>
Dépenses	8 741	7 167	1 574	22,0
Recettes	5 273	4 723	550	11,6

Source : Office des Changes.

### 3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au premier trimestre de 2026, les conditions monétaires ont été marquées par un repli de 16 points de base (pb) du taux débiteur moyen global à 4,66% et une dépréciation du taux de change effectif réel de 0,9%. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, son rythme annuel a poursuivi son accélération, passant de 6,3% au premier trimestre de 2026 à 8,1% en avril. S'agissant des autres contreparties de la masse monétaire, les créances nettes sur l'administration centrale ont enregistré un accroissement de 10,1% en avril après celui de 2,8% au premier trimestre de 2026 et les avoirs officiels de réserve ont augmenté de 20,3% après 23,4%. Au total, la masse monétaire est ressortie en hausse de 11,8% après 10%.

Sur le marché immobilier, les prix se sont repliés de 2,4% au premier trimestre 2026, après une quasi-stagnation au trimestre précédent. Cette évolution reflète des diminutions de 3,1% pour le résidentiel et le foncier, et de 0,8% pour les biens à usage professionnel. En parallèle, le volume des transactions s'est contracté de 42,3%, après avoir augmenté de 28,7% un trimestre auparavant, avec des baisses de 47,3% pour le foncier, de 42,6% pour les biens à usage professionnel et de 40,6% pour le résidentiel.

Au niveau de la Bourse de Casablanca, le MASI a affiché une progression de 10% en mai, après un repli de 8,9% au premier trimestre de 2026, revenant ainsi à un niveau proche de celui enregistré en début d'année. Dans ces conditions, la capitalisation boursière s'est établie à 1 100,6 milliards de dirhams, en hausse de 14,3% par rapport à fin mars et de 5,8% depuis le début de l'année.

#### 3.1 Conditions monétaires

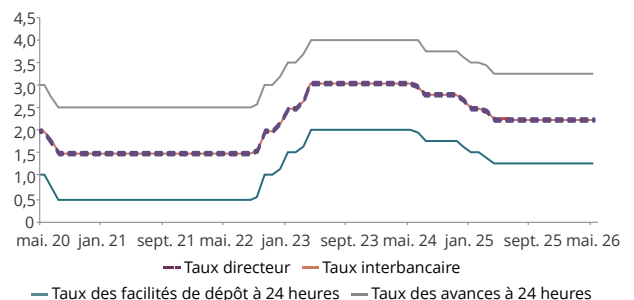
##### 3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Le déficit de liquidité des banques s'est creusé à 143,6 milliards de dirhams en moyenne en avril et mai après 136,4 milliards au premier trimestre de 2026.

Ainsi, Bank Al-Maghrib a porté le volume de ses injections de 151,7 milliards de dirhams au premier trimestre de 2026 à 161,5 milliards, réparti principalement entre des avances à 7 jours à hauteur de 62,5 milliards, des pensions livrées pour un montant de 52,2 milliards et des prêts garantis, accordés notamment dans le cadre des programmes de soutien au financement des TPE et des PME, pour un montant de 46,8 milliards.

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

**Graphique 3.1 : Taux interbancaire (données quotidiennes)**

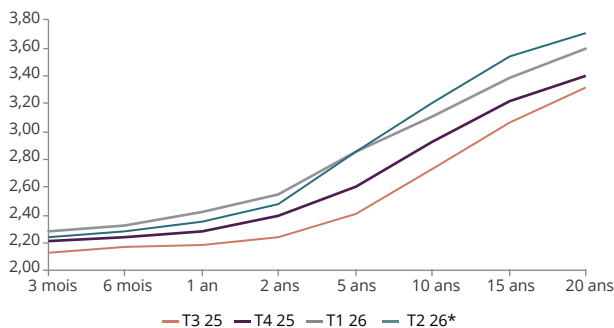


Sur le marché des bons du Trésor, les taux se sont légèrement orientés à la hausse pour les maturités longues, en moyenne en avril et mai 2026, et sont restés quasi-stables pour celles de court et moyen termes, et ce, aussi bien sur le compartiment primaire que secondaire.

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

	2025				2026		
	T1	T2	T3	T4	T1	avr.	mai
26 semaines	2,45	2,09	1,94	2,10	2,19	-	2,21
52 semaines	2,54	2,02	2,02	2,20	2,39	2,29	2,28
2 ans	2,60	2,20	2,24	2,44	2,58	2,39	2,39
5 ans	2,83	2,46	2,39	2,58	2,81	2,86	2,85
10 ans	3,17	2,80	2,72	2,74	2,96	-	-
15 ans	3,45	3,12	3,07	3,13	-	-	-

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



\*Moyenne des mois d'avril et mai.

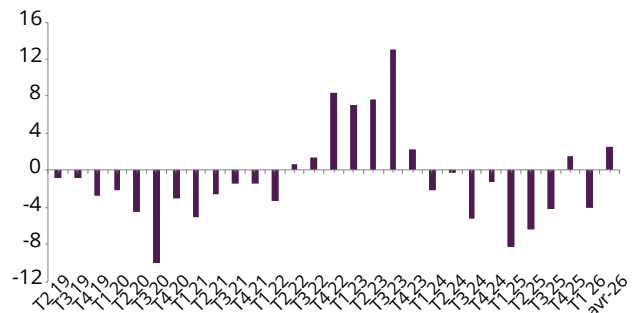
Au niveau du marché des titres de créances négociables, les taux des émissions des certificats de dépôt ont affiché une hausse de 21 points de base en avril par rapport au premier trimestre de 2026. Pour ce qui est des taux créditeurs, ils ont augmenté de 62 pb à 2,81% pour les dépôts à six mois et sont restés stables à 2,78% pour ceux à un an. Par ailleurs, le taux de rémunération des comptes sur carnet a été fixé à 1,61% pour le premier semestre de 2026 après 1,91% au deuxième semestre de 2025. Dans ces conditions, le coût de financement des banques<sup>1</sup> est demeuré quasi-stable entre le premier trimestre de 2026 et le mois d'avril.

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

Tableau 3.2 : Taux créditeurs (en %)

	2024		2025				2026	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	avr.
6 mois	2,77	2,45	2,53	2,45	2,40	2,54	2,19	2,81
12 mois	2,60	2,88	2,78	2,80	2,51	2,65	2,78	2,78

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



Pour ce qui est des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au premier trimestre de 2026, font ressortir une baisse trimestrielle de 16 pb du taux moyen global à 4,66%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les crédits aux entreprises non financières se sont contractés de 18 pb à 4,54%, traduisant des replis de 59 pb à 4,36% pour les prêts à l'équipement, de 11 pb à 4,46% pour les facilités de trésorerie et de 7 pb à 5,37% pour les crédits à la promotion immobilière. Par taille d'entreprises, les taux ont baissé de 19 pb à 4,55% pour les grandes entreprises et de 2 pb à 5,20% pour les TPME. Concernant les taux appliqués aux particuliers, ils ont augmenté de 5 pb à 5,74%, recouvrant une hausse de 2 pb à 7,21% pour les comptes débiteurs et crédits de trésorerie, une quasi-stabilité à 4,66% pour ceux à l'habitat et une baisse de 3 pb à 6,86% pour ceux à la consommation.

Tableau 3.3 : Taux débiteurs (en %)

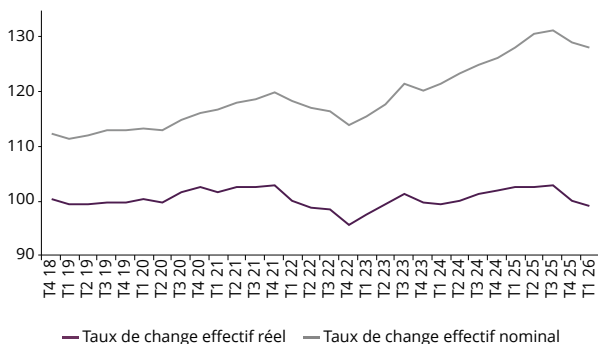
	2025				2026
	T1	T2	T3	T4	T1
Taux global	4,98	4,84	4,85	4,82	4,66
Particuliers	5,96	5,77	5,71	5,69	5,74
Crédits immobiliers	4,74	4,68	4,64	4,67	4,66
Crédits à la consommation	7,13	6,88	6,89	6,89	6,86
Entreprises non financières	4,84	4,72	4,74	4,72	4,54
Crédits de trésorerie	4,73	4,64	4,72	4,57	4,46
Crédits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

### 3.1.2 Marché des changes

Entre le quatrième trimestre de 2025 et le premier trimestre de 2026, l'euro a connu une appréciation de 0,6% face au dollar américain. Ainsi, le dirham s'est déprécié de 0,7% contre l'euro et de 0,1% vis-à-vis du dollar américain.

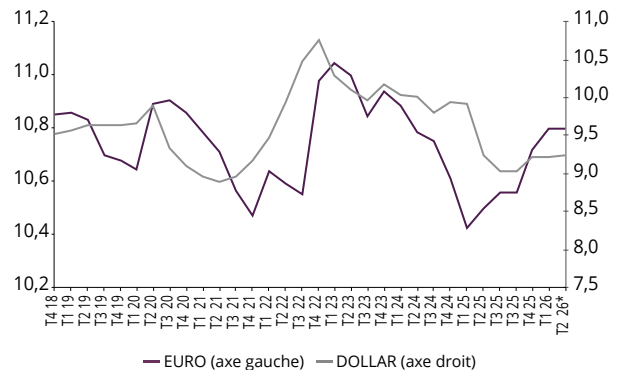
Comparativement aux monnaies des autres pays partenaires, la monnaie nationale s'est dépréciée de 2,5% face au yuan chinois, de 1,5% vis-à-vis de la livre sterling et de 2,6% contre le réal brésilien alors qu'elle s'est appréciée de 3,3% face à la livre turque. En conséquence, le taux de change effectif a baissé de 0,7% en termes nominaux et de 0,9% en termes réels, compte tenu du différentiel d'inflation entre le Maroc et ses principaux partenaires et concurrents commerciaux.

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



En revanche, les données relatives aux mois d'avril et mai 2026 indiquent une dépréciation de l'euro face au dollar américain de 0,2% en moyenne comparativement au premier trimestre de 2026. Dans ces conditions, le dirham s'est déprécié de 0,2% vis-à-vis du dollar américain et de 0,1% contre l'euro.

Graphique 3.5 : Taux de change du dirham



\*Moyenne des mois d'avril et mai 2026.

Concernant le volume des transactions, le montant des échanges de devises contre dirhams sur le marché interbancaire s'est chiffré à près de 30 milliards de dirhams en avril, en baisse de 4,8% par rapport au premier trimestre de 2026. Pour ce qui est des opérations au comptant des banques avec leur clientèle, elles ont augmenté de 20,9% à 43,7 milliards pour les achats des banques et de 22,4% à 44 milliards pour les ventes. Quant aux opérations à terme, elles ont totalisé 3,9 milliards pour les achats, en hausse de 5,8% et 19,5 milliards pour les ventes, en augmentation de 38,9%.

### 3.1.3 Situation monétaire<sup>2</sup>

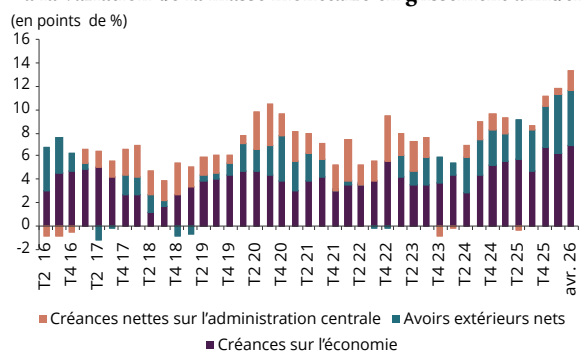
L'agrégat M3 est ressorti en accroissement de 11,8% en avril 2026 après 10% au premier trimestre. Par principales composantes, cette accélération traduit principalement celles de 10,5% à 12,2% des dépôts à vue, de 14,7% à 24,1% des OPCVM monétaires et de 17% à 18,4% de la circulation fiduciaire. En revanche, la progression des dépôts en devises a ralenti de 22% à 14% et les dépôts à

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

terme ont connu une accentuation de leur repli de 0,2% à 2,7%.

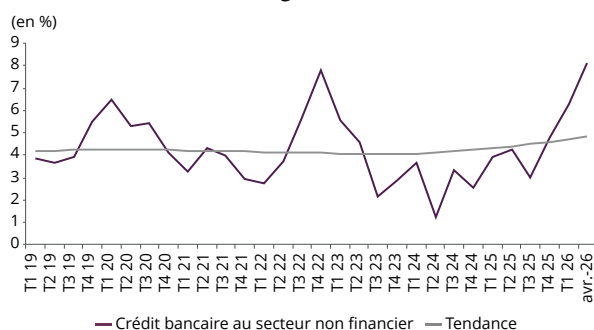
Par principales contreparties, l'évolution de la masse monétaire est le résultat de l'accélération de 2,8% à 10,1% en avril des créances nettes sur l'administration centrale et de 7,5% à 7,8% du crédit bancaire, ainsi que du ralentissement de 23,4% à 20,3% de la progression des avoirs officiels de réserve.

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



Plus particulièrement, le crédit bancaire au secteur non financier a connu une expansion de 8,1% en avril après 6,3% au premier trimestre de 2026.

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



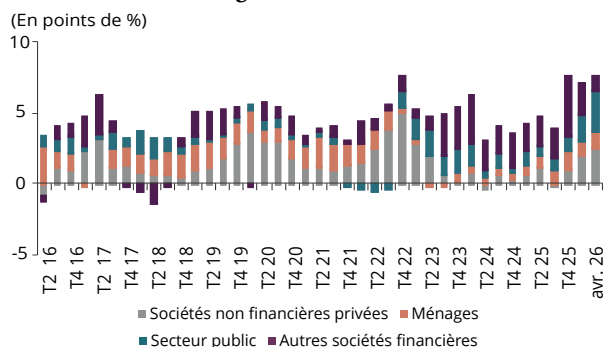
Cette dynamique reflète principalement un accroissement notable des prêts aux administrations locales, en lien avec les crédits alloués en avril dans le cadre des projets de dessalement de l'eau de mer et d'extension de la ligne de train à grande vitesse.

De même, le rythme de progression des crédits aux entreprises privées a enregistré une accélération de 5% à 6,4%, traduisant celles de 1,1% à 3,4% des facilités de trésorerie et de 12,9% à 14,5% des prêts à l'équipement, ceux à la promotion immobilière ayant à l'inverse décéléré de 6,2% à 4,9%.

Concernant les crédits aux particuliers, ils se sont accrus de 3,6% en avril après 3,4% au premier trimestre, reflétant les accroissements de 2,6% contre 2,4% pour les prêts à l'habitat et de 4,8% après 3,9% pour ceux à la consommation. De même, les concours aux entrepreneurs individuels ont connu une accélération de leur croissance de 0,3% à 1,8%.

En revanche, le rythme d'accroissement des concours aux entreprises publiques a connu une décélération de 5,5% à 4,8% en avril, recouvrant celle de 20,3% à 18,5% des prêts à l'équipement et une atténuation du repli des facilités de trésorerie de 10,9% à 10,5%.

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



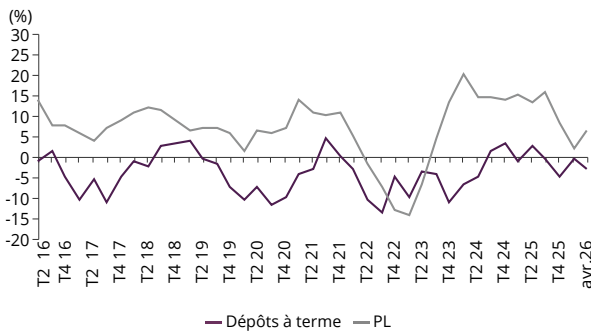
Par branche d'activité, les données relatives au premier trimestre de 2026 font ressortir des accroissements annuels des prêts accordés aux entreprises de 11,2% pour le secteur des « Bâtiment et travaux publics », de 6,5% pour la branche « Commerce, réparations automobiles et d'articles domestiques » et de 30,9% pour les « Industries chimiques et para chimiques ». A l'inverse, les crédits aux entreprises se sont contractés de 21,9%

pour les « Transports et communications », de 13,3% pour les « Industries extractives » et de 6,8% pour les « Industries manufacturières diverses ».

S'agissant des créances en souffrance, leur rythme d'accroissement est resté inchangé à 2,6% en avril 2026, et leur ratio à l'encours du crédit bancaire est demeuré quasi-stable à 8,3%. Elles ont augmenté de 2,2% pour les sociétés non financières privées et de 3,3% pour les ménages avec des ratios respectifs de 12,7% et 10,7%.

Pour ce qui est des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils se sont accrus de 16,3% au premier trimestre de 2026. Cette évolution reflète des progressions de 14,4% des crédits accordés par les sociétés de financement, de 27,1% des concours distribués par les banques offshores et de 7% des prêts alloués par les associations de micro-crédit.

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



En ce qui concerne les agrégats de placements liquides, leur rythme d'accroissement s'est accéléré de 2,2% au premier trimestre à 6,7% en avril, reflétant une hausse des bons du Trésor de 2,5% après un repli de 3%, des accélérations des progressions des titres des OPCVM obligataires de 4,7% à 7,5% et des OPCVM actions et diversifiés de 9,1% à 16,9%.

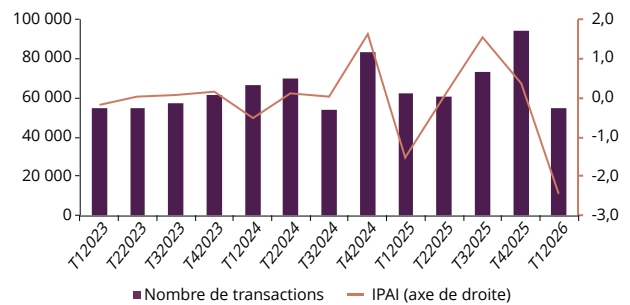
## 3.2 Prix des actifs

### 3.2.1 Actifs immobiliers

Au premier trimestre 2026, l'indice des prix des actifs immobiliers s'est replié de 2,4%, après une quasi-stagnation au trimestre précédent. Cette évolution reflète des diminutions de 3,1% pour le résidentiel et le foncier, et de 0,8% pour les biens à usage professionnel. En parallèle, le volume des transactions s'est contracté de 42,3%, après avoir augmenté de 28,7% un trimestre auparavant, avec des baisses de 47,3% pour le foncier, de 42,6% pour les biens à usage professionnel et de 40,6% pour le résidentiel.

Hormis Oujda, où les prix sont demeurés quasi-stables, la baisse a concerné l'ensemble des autres principales villes, avec des replis allant de 0,4% à Agadir à 4,9% à Rabat. S'agissant des ventes, le recul a été généralisé aux principales villes, avec des taux variant de 34,3% à El Jadida à 56,7% à Rabat.

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



Sources : BAM et ANCFCC.

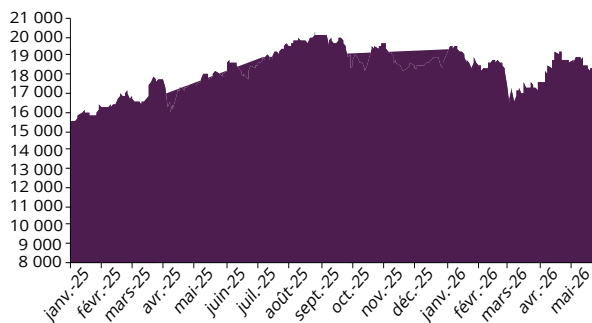
### 3.2.2 Actifs financiers

#### 3.2.2.1 Actions

Après un repli de 8,9% au premier trimestre de 2026, le MASI a affiché une progression de 10% en mai revenant ainsi à un niveau proche de celui enregistré en début d'année. Cette évolution a été

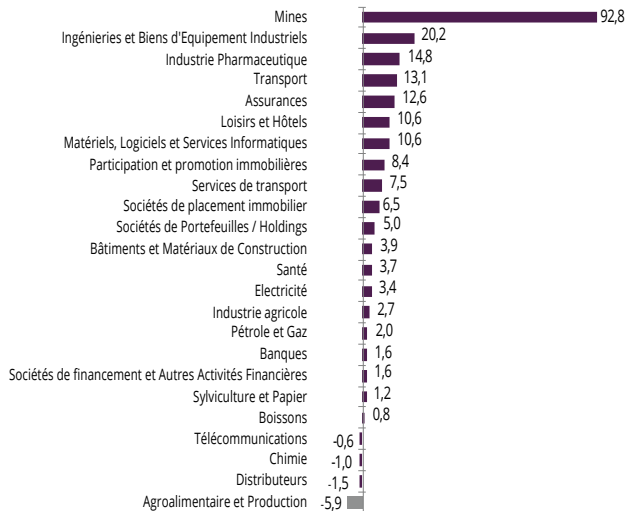
portée principalement par le secteur des « Mines », dont l'indice a progressé de 92,8%, contribuant à hauteur de 7,1 points à la hausse du MASI. Elle est liée dans une moindre mesure à l'augmentation de 3,9% de l'indice du secteur des « Bâtiments et Matériaux de Construction », de 7,5% pour celui des « Services de transport » et de 1,6% pour les « Banques ».

**Graphique 3.11 : Evolution de l'indice MASI**



Source : Bourse de Casablanca.

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



Source : Bourse de Casablanca.

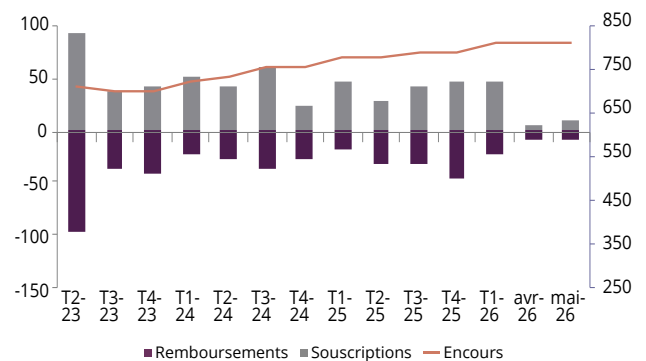
Pour ce qui est du volume des échanges, il s'est établi en moyenne à 8 milliards de dirhams en avril et mai, après 9 milliards au cours du premier trimestre 2026. Dans ces conditions, la capitalisation boursière s'est établie à 1 100,6 milliards de dirhams, en hausse de 14,3% par

rapport à fin mars et de 5,8% depuis le début de l'année.

### 3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Au cours du mois d'avril et de mai, les émissions mensuelles moyennes de bons du Trésor se sont chiffrées à 6,3 milliards de dirhams, après 15,2 milliards au premier trimestre 2026. Elles ont porté à hauteur de 51% sur des maturités courtes et de 49% sur celles moyennes. Compte tenu des remboursements d'un montant de 8,4 milliards au cours des deux derniers mois, l'encours des bons du Trésor s'est établi à 807,1 milliards à fin mai, en progression de 2,5% comparativement à fin décembre 2025.

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



Source : BAM.

### 3.2.2.3 Marché de la dette privée

Les émissions de titres de dette privée se sont établies à 13,3 milliards de dirhams en avril, après un volume moyen mensuel de 7 milliards au premier trimestre. Les levés des sociétés financières ont atteint 11,4 milliards de dirhams et celles des sociétés non financières 900 millions, contre des moyennes mensuelles respectives de 3,7 milliards et 3,3 milliards au premier trimestre.

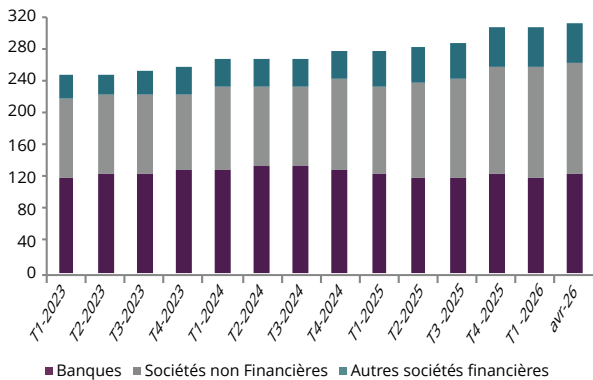
Par instrument, les émissions de titres de créances négociables ont atteint 10,8 milliards de dirhams, principalement sous forme de certificats de dépôt,

pour un montant de 9,1 milliards. Pour leur part, les levées obligataires se sont élevées à 2,5 milliards, réalisées à hauteur de 60% par les autres sociétés financières publiques.

Compte tenu des remboursements, l'encours de la dette privée est ressorti à 314,6 milliards de dirhams à fin avril 2026.

7,5% par rapport à décembre 2025, porté par des hausses allant de 8,6% pour les fonds diversifiés à 44,8% pour les fonds contractuels. En revanche, les OPCVM obligataires à long terme et les fonds actions ont accusé des replis respectifs de 1,8% et 1,5%.

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



Source : Maroclear et calculs BAM.

### 3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Au cours des cinq premiers mois de l'année<sup>3</sup>, les souscriptions aux OPCVM se sont chiffrées à 661,9 milliards de dirhams contre 672,2 milliards durant la même période un an auparavant. De leur côté, les rachats se sont élevés à 599,1 milliards au lieu de 594,5 milliards, soit une collecte nette de 62,8 milliards.

S'agissant des performances, elles ont atteint respectivement 2,5% et 2,2% pour les fonds obligataires à court terme et les fonds monétaires. À l'inverse, elles se sont inscrites en repli de 0,1% pour les OPCVM obligataires à moyen et long termes, de 0,7% pour les fonds diversifiés et de 1,5% pour les OPCVM actions.

L'actif net des OPCVM est ressorti à 844,3 milliards de dirhams au mois de mai, en progression de

<sup>3</sup> Les dernières données disponibles correspondent au 15 mai 2026.

## 4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

A fin avril 2026, l'exécution budgétaire s'est soldée par un déficit global de 19,1 milliards de dirhams, en creusement de 1,6 milliard comparativement à la même période de 2025. Les recettes ordinaires ont augmenté de 7,2% à 159,4 milliards, traduisant une progression de 8,4% des rentrées fiscales et une baisse de 10,5% de celles non fiscales. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 10,4% à 161,3 milliards, en raison notamment des accroissements de 11,7% des charges de biens et services et de 15,8% de celles en intérêts de la dette, alors que les dépenses de compensation ont reculé de 6,2%. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti déficitaire à 2 milliards, au lieu d'un solde positif de 2,5 milliards à fin avril 2025. De leur côté, les dépenses d'investissement ont affiché un bond de 24,9% à 43,6 milliards, portant ainsi celles globales à 204,9 milliards, en hausse de 13,2%. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il est ressorti excédentaire de 26,5 milliards contre 14,9 milliards un an auparavant.

Compte tenu de la réduction des opérations en instance de 1,8 milliard de dirhams, le déficit de caisse s'est allégé à 20,9 milliards, au lieu de 33,3 milliards un an auparavant. Ce besoin et le flux net négatif du financement extérieur de 2,5 milliards ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant net de 23,4 milliards. Ainsi, l'encours de la dette directe aurait progressé de 1,5% à fin avril 2026 par rapport à son niveau à fin décembre 2025. S'agissant des conditions de financement du Trésor, elles se sont globalement améliorées comparativement à la même période de 2025.

### 4.1 Recettes ordinaires

L'exécution budgétaire à fin avril 2026 fait ressortir une hausse de 7,2% à 159,4 milliards des recettes ordinaires, avec un rebond de 8,4% à 148,9 milliards des rentrées fiscales.

Les recettes des impôts directs se sont améliorées de 11,7% à 73 milliards de dirhams, traduisant principalement une augmentation de 24,9% à 45,4 milliards du produit de l'IS et un recul de 4,3% à 26,1 milliards des rentrées de l'IR. La baisse de ces dernières résulte essentiellement de l'encaissement, en janvier 2025, d'une recette exceptionnelle de 3,8 milliards de dirhams liée à l'opération de régularisation fiscale volontaire. Compte non tenu de cette recette, l'IR aurait enregistré une progression de 11,1%. Quant à l'évolution de l'IS, elle s'explique essentiellement par l'augmentation du complément de régularisation de 4,1 milliards et du premier acompte de 4 milliards.

Pour ce qui est des impôts indirects, ils ont drainé 60,3 milliards, en hausse de 4,6%, traduisant celles de 3,9% à 48 milliards des rentrées de la TVA et de 7,4% à 12,4 milliards de celles de la TIC. L'évolution de cette dernière taxe reflète en particulier des accroissements de 7,9% à 7,4 milliards des TIC sur les produits énergétiques et de 5,8% à 4 milliards de celles sur les tabacs. Le rebond de la TVA reflète, pour sa part, des améliorations de 5,6% à 30,9 milliards des recettes de celle à l'importation et de 1% à 17 milliards de celle à l'intérieur.

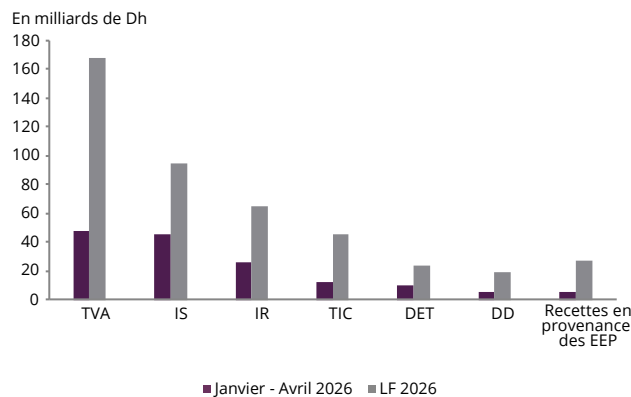
Tableau 4.1 : Recettes ordinaires  
(en milliards de dirhams)

	Jan. - Avr. 2025	Jan. - Avr. 2026	Var. en %	LF 2026	Réalisation par rapport à la LF (en %)
Recettes ordinaires	148,7	159,4	7,2	480,6	33,2
Recettes fiscales	137,4	148,9	8,4	420,3	35,4
- Impôts directs	65,3	73,0	11,7	164,2	44,4
Dont IS	36,4	45,4	24,9	94,5	48,1
IR	27,3	26,1	-4,3	64,5	40,5
- Impôts indirects	57,7	60,3	4,6	213,6	28,3
TVA*	46,2	48,0	3,9	168,2	28,5
TIC	11,5	12,4	7,4	45,4	27,3
- Droits de douane	5,4	5,5	2,8	18,5	29,9
- Enregistrement et timbre	9,0	10,0	11,5	24,0	41,8
Recettes non fiscales	9,6	8,6	-10,5	56,7	15,2
- Recettes en provenance des EEP	4,9	5,3	7,9	27,5	19,2
- Autres recettes	4,7	3,3	-29,6	29,2	11,4
- Mécanismes de financement innovants	0,0	0,0	-	20,0	0,0
Recettes des CST	1,7	1,9	11,4	3,6	52,0

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

De leur côté, les rentrées des droits de douane ont progressé de 2,8% à 5,5 milliards alors que celles des droits d'enregistrement et de timbre se sont renforcées de 11,5% à 10 milliards.

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



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

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

Quant aux recettes non fiscales, les encaissements au titre de la rubrique des « autres recettes » ont régressé de 29,6% à 3,3 milliards d'une année à l'autre. Les ressources provenant des établissements et entreprises publics (EEP) ont totalisé 5,3 milliards à fin avril 2026, au lieu de 4,9 milliards un an auparavant.

## 4.2 Dépenses

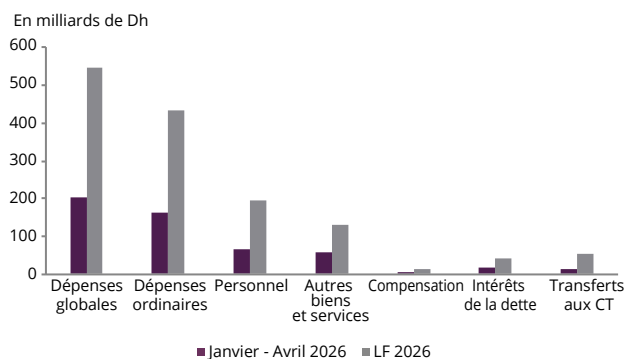
Les dépenses globales se sont alourdies de 13,2% à 204,9 milliards à fin avril 2026, reflétant des augmentations de 10,4% à 161,3 milliards de celles ordinaires et de 24,9% à 43,6 milliards de celles d'investissement. Les dépenses de biens et services se sont élevées à 123 milliards, en hausse de 11,7%, traduisant celles de 9,6% à 63,9 milliards de la masse salariale et de 14% à 59,1 milliards des dépenses au titre des autres biens et services. Ces dernières tiennent compte des transferts d'un montant de 29,2 milliards aux EEP, en accroissement de 30,9%, et de 13,2 milliards aux comptes spéciaux du Trésor, en repli de 23,3%. Concernant l'évolution de la masse salariale, la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel s'est accrue de 8,9% à 52,5 milliards, résultat des progressions de 6,2% de sa composante structurelle et de 106% à 2,7 milliards des rappels.

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

	Jan. - Avr. 2025	Jan. - Avr. 2026	Var. en %	LF 2026	Réalisation par rapport à la LF (en %)
Dépenses globales	181,1	204,9	13,2	548,1	37,4
Dépenses ordinaires	146,2	161,3	10,4	433,2	37,2
Biens et services	110,1	123,0	11,7	324,0	38,0
Personnel	58,3	63,9	9,6	195,3	32,7
Autres biens et services	51,8	59,1	14,0	128,7	45,9
Intérêts de la dette	13,7	15,9	15,8	41,6	38,2
Compensation	7,6	7,1	-6,2	13,9	51,4
Transferts aux CT	14,8	15,3	3,9	53,8	28,5
Investissement	34,9	43,6	24,9	114,8	38,0

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

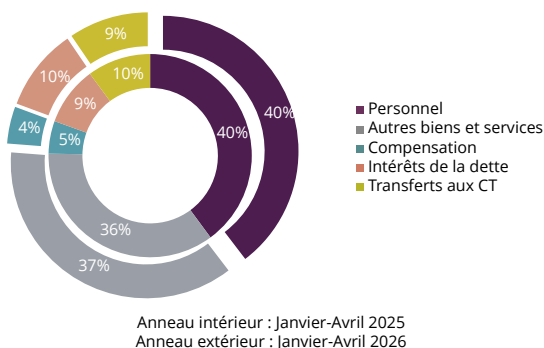
**Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances**



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

S'agissant des charges en intérêts de la dette, elles ont augmenté de 15,8% à 15,9 milliards, reflétant des bonds de 16,2% à 11,8 milliards de celles sur la dette intérieure et de 14,8% à 4,1 milliards de celles sur la dette extérieure.

**Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires**

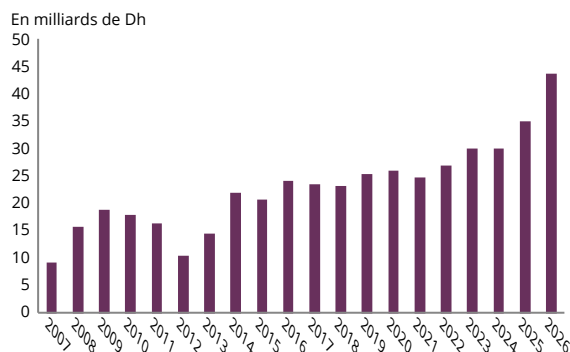


Anneau intérieur : Janvier-Avril 2025  
Anneau extérieur : Janvier-Avril 2026

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

Les charges de compensation se sont repliées de 6,2% à 7,1 milliards et les dépenses d'investissement ont progressé de 24,9% à 43,6 milliards.

**Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin avril**

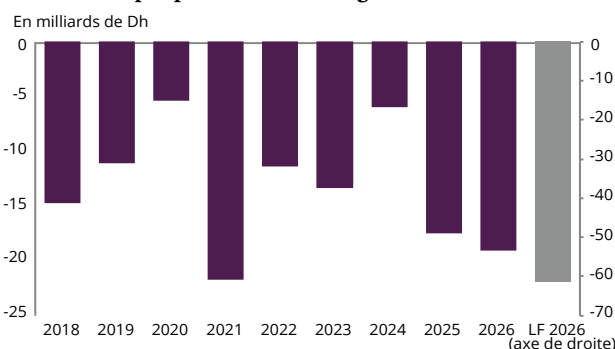


Source : MEF (DTFE).

### 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 de 17,5 milliards à 19,1 milliards. En outre, le Trésor a réduit ses opérations en instance de 1,8 milliard, au lieu de 15,7 milliards à fin avril 2025, ramenant ainsi le déficit de caisse à 20,9 milliards, contre 33,3 milliards.

**Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin avril**



Source : MEF (DTFE).

Le besoin de financement du Trésor et le flux net négatif du financement extérieur ont été couverts par des ressources intérieures d'un montant net de 23,4 milliards de dirhams. Le flux extérieur recouvre des tirages bruts à hauteur de 7,3 milliards, contre 32,5 milliards un an auparavant, et des remboursements de 9,8 milliards, au lieu de 3,9 milliards.

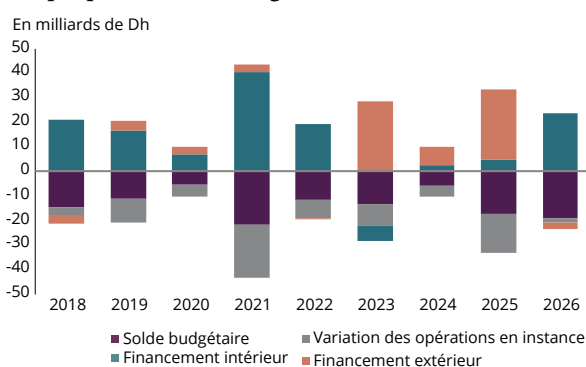
**Tableau 4.3 : Financement du déficit (en milliards de dirhams)**

	Jan. - Avr. 2025	Jan. - Avr. 2026	LF 2026
Solde ordinaire	2,5	-2,0	47,4
Solde des CST	14,9	26,5	6,0
Solde primaire	-3,8	-3,2	-13,9
Solde budgétaire	-17,5	-19,1	-61,4
Variation des opérations en instance	-15,7	-1,8	0,0
Besoin de financement	-33,3	-20,9	-61,4
Financement intérieur	4,7	23,4	14,4
Financement extérieur	28,6	-2,5	41,0
Cession des participations de l'Etat	0,0	0,0	6,0

Sources : MEF (DTFE).

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a permis de mobiliser un montant net de 18,3 milliards, contre 21,6 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont porté notamment sur les maturités de 2 ans à hauteur de 13,1 milliards, sur celles de 5 ans pour 8,2 milliards et sur celles à 10 ans pour 2,7 milliards. En parallèle, les remboursements nets ont été réalisés sur les bons à 20 ans pour un montant de 3,5 milliards, sur ceux à 52 semaines pour 1,9 milliard et sur les bons à 26 semaines pour 150 millions.

**Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin avril\***



S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, les données arrêtées à fin avril indiquent une diminution des taux moyens pondérés par rapport à la même période en 2025. Les baisses ont atteint 20 points de base (pb) à 2,19% pour les bons à 26 semaines, 14 pb à 2,96% pour ceux à 10 ans et 11 pb à 2,36% pour ceux à 52 semaines, tandis que ceux à 5 ans ont enregistré une légère hausse de 5 pb à 2,82%.

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

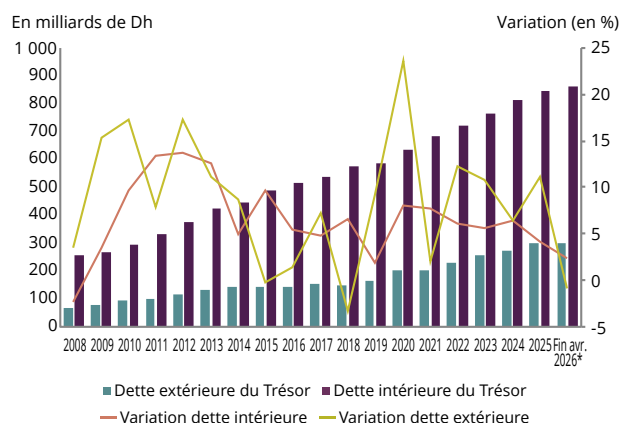
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Fin avril 2026*
<b>Dettes extérieures du Trésor</b>	161,6	199,7	203,8	228,9	253,6	269,8	299,8	297,3
Var en %	9,2	23,6	2,0	12,3	10,8	6,4	11,1	-0,8
<b>Dettes intérieures du Trésor</b>	585,7	632,9	681,5	722,9	763,0	811,8	845,2	864,4
Var en %	1,9	8,1	7,7	6,1	5,6	6,4	4,1	2,3
<b>Encours de la dette directe</b>	747,3	832,6	885,3	951,8	1016,7	1081,6	1145,0	1161,7
Var en %	3,4	11,4	6,3	7,5	6,8	6,4	5,9	1,5

Source : MEF (DTFE).

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

Dans ces conditions, la dette publique directe se serait accrue de 1,5% à fin avril 2026 comparativement à son niveau à fin décembre 2025, avec une progression de 2,3% de sa composante intérieure et un recul de 0,8% de celle extérieure.

**Graphique 4.7 : Endettement du Trésor**



## 5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL<sup>1</sup>

La croissance économique est ressortie à 4,9% en 2025 après 4,4% un an auparavant. Cette évolution reflète une progression de 8,2%, contre un repli de 5,7%, de la valeur ajoutée agricole, les activités non agricoles ayant connu un ralentissement de leur rythme d'accroissement de 5,1% à 3,9%. Du côté de la demande, elle a été tirée par sa composante intérieure dont la contribution a atteint 6,6 points de pourcentage au lieu de 7,3 points en 2024. En revanche, celle des exportations nettes en volume est restée négative à hauteur de 1,7 point après 2,9 points.

Au premier semestre 2026, et en tenant compte des indicateurs infra-annuels disponibles et d'une récolte céréalière estimée par le Département de l'Agriculture à environ 90 millions de quintaux, la croissance économique devrait se situer à 5%, traduisant une hausse de 16,1% de la valeur ajoutée agricole et un accroissement de 3,6% de celle non agricole.

Sur le marché de travail, les résultats de la nouvelle enquête sur la main d'œuvre (EMO 2026) du HCP, font ressortir un taux de chômage au sens strict de 10,8% au premier trimestre 2026 au niveau national, de 13,5% en milieu urbain et de 6,1% en zone rurale, ainsi qu'un taux de participation de 41,8% au niveau national et de 17,5% chez les femmes.

### 5.1 Demande intérieure

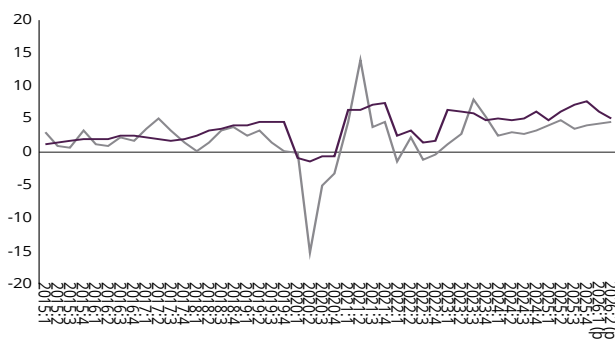
#### 5.1.1 Consommation

Le rythme de la consommation des ménages a décéléré à 1,2% en 2025, après 2,9% en 2024, et sa contribution à la croissance est ressortie à 0,7 point de pourcentage au lieu de 1,8 point.

Au premier semestre de 2026, elle devrait s'accroître en moyenne de 4,8%, soit un rythme similaire à celui enregistré à la même période de l'année précédente. Cette dynamique serait favorisée par la hausse des revenus, notamment agricoles et par la modération de l'inflation.

S'agissant de la consommation des administrations publiques, sa progression a ralenti passant de 8% en 2024 à 5,1% en 2025. Sa participation à la croissance s'est établie à 0,9 point de pourcentage après 1,5 point. Au cours du premier semestre de 2025, son rythme devrait se stabiliser autour de 5,9%.

Graphique 5.1 : Dépenses de consommation (variation en %)



— Consommation des administrations publiques — Consommation des ménages

Sources : Données HCP et prévisions Bank Al-Maghrib.

#### 5.1.2 Investissement

L'investissement a marqué un bond de 16,3% en 2025 après celui de 13,9% un an auparavant. Sa contribution à la croissance s'est ainsi renforcée, passant de 4 à 5 points de pourcentage.

Les indicateurs disponibles laissent entrevoir un ralentissement de la hausse de l'investissement

<sup>1</sup> L'analyse trimestrielle de ce chapitre se base sur les données des comptes nationaux trimestriels telles que publiées par le HCP le 31 mars 2026.

à 8,4% au premier semestre de 2026 après 18,2% enregistré à la même période de l'année précédente. Cette évolution est corroborée par la baisse de 5,3% des ventes de ciment à fin mai, après une un accroissement de 9,5%. Toutefois, l'investissement du Trésor a progressé, à fin avril, de 24,9% après 15,7%.

Par ailleurs, les résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib au titre du premier trimestre 2026 montrent que le climat des affaires a été qualifié de « normal » selon 68% des industriels et de « défavorable » selon 22% d'entre eux.

### 5.2 Demande extérieure

En 2025, les exportations nettes en volume ont de nouveau contribué négativement à la croissance à hauteur de 1,7 point de pourcentage après 2,9 points en 2024. Le rythme des importations de biens et services a décéléré de 12,2% à 9% et celui des exportations de 7,7% à 6,6%.

Au premier semestre de 2026, les exportations de biens et services, en volume, devraient croître en moyenne de 7,1%, un rythme plus soutenu que celui enregistré à la même période un an auparavant, en lien notamment avec le rebond des expéditions du secteur automobile. En parallèle, la progression des importations de biens et services devrait ralentir de 12,8% à 8,9%.

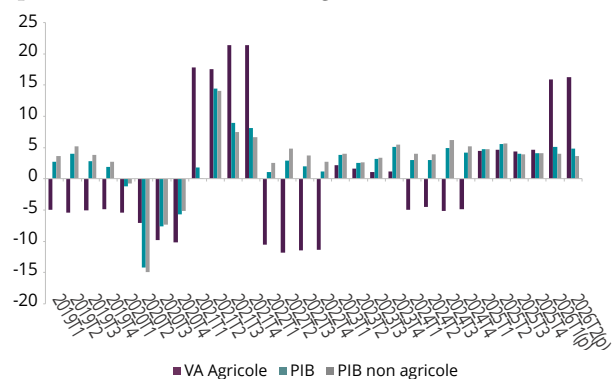
### 5.3 Offre globale

En 2025, la croissance économique s'est accélérée, pour atteindre 4,9%, contre 4,4% un an auparavant. Cette évolution reflète une amélioration de 8,2%, après une baisse de 5,7%, de la valeur ajoutée agricole. En revanche, les activités non agricoles ont enregistré un ralentissement de leur rythme de croissance, de 5,1% à 3,9%.

Au premier semestre 2026, la croissance du PIB devrait atteindre en moyenne 5% après 5,2% à

la même période de l'année précédente. Cette performance refléterait un bond de 16,1%, après 4,6%, de la valeur ajoutée agricole, à la faveur d'une amélioration de la récolte céréalière à 90 millions de quintaux selon les estimations du Département de l'Agriculture, soit une hausse de 109% par rapport à la campagne précédente. Pour leur part, les activités non agricoles enregistreraient une augmentation de 3,6% au lieu de 5,1%.

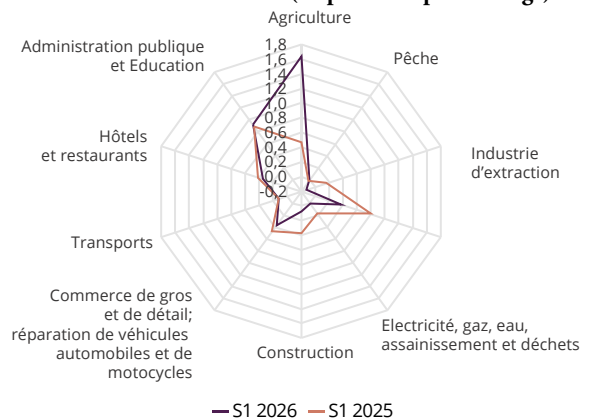
**Graphique 5.2 : PIB par composante (au prix de l'année précédente, variation en %, en glissement annuel, base 2014)**



Sources : Données HCP et prévisions Bank Al-Maghrib.

Concernant le secteur secondaire, le rythme de croissance de sa valeur ajoutée devrait ralentir à 1,3%, après 5,9% un an auparavant. Cette évolution s'expliquerait par un recul de l'activité dans les mines, ainsi que par des décélérations dans les industries manufacturières, dans le BTP et dans la branche « électricité et eau ».

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



Sources : Données HCP et prévisions Bank Al-Maghrib.

Au niveau du secteur tertiaire, la valeur ajoutée devrait progresser de 4,7%, au lieu de 4,8% durant la même période de l'année précédente. Cette évolution traduirait notamment un raffermissement de l'activité des services non marchands et, dans une moindre mesure, la poursuite de la dynamique du secteur du tourisme.

## 5.4 Marché du travail et capacités de production

### 5.4.1 Activité, emploi et chômage

Au premier trimestre 2026, l'emploi contre un revenu s'est établi à 10,4 millions de postes. Le secteur des services constitue le principal pourvoyeur avec une part de 49,1%, suivi par « l'agriculture, sylviculture et pêche » avec 24,5%, l'industrie avec 13,6% et le BTP avec 12,7%.

Tenant compte de l'évolution de la population en âge de travailler, le taux d'emploi contre revenu s'est situé à 37,3% au niveau national. Ce taux ressort particulièrement faible chez les femmes (14,7%) et parmi les jeunes âgés de 15 à 24 ans (16,6%).

Par ailleurs, la population au chômage au sens strict, qui n'intègre que les personnes sans emploi, disponibles pour travailler et recherchant activement un emploi, s'est établie à 1,25 million de personnes, dont près de 80% en milieu urbain. Ainsi le taux de chômage au sens strict s'est situé à 10,8% globalement, à 13,5% dans les villes et à 6,1% en milieu rural. La catégorie des jeunes âgés de 15 à 24 ans reste la plus affectée avec un taux de 29,2% globalement, de 38% en milieu urbain et de 17,2% dans les zones rurales.

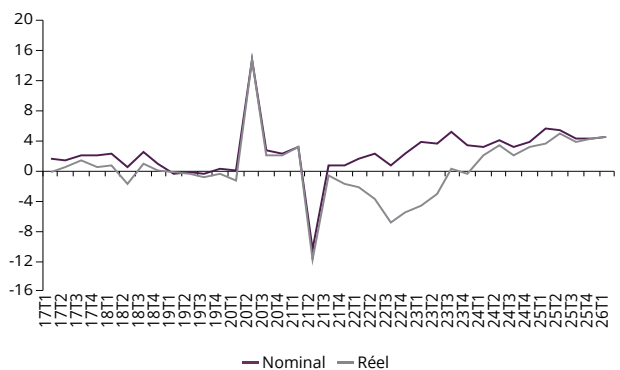
La main d'œuvre qui regroupe les personnes en emploi contre un revenu et celles au chômage au sens strict, s'est établie à 11,6 millions de personnes et le taux de participation s'est situé à 41,8% au niveau national, à 43,3% en milieu rural et à 41%

en zone urbaine. Par genre, ce taux atteint 66,4% pour les hommes contre 17,5% chez les femmes.

### 5.4.2 Salaires

Le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS en rapportant la masse salariale aux effectifs employés, a affiché au premier trimestre 2026 des accroissements de 4,5%, après 5,7% un an auparavant, en termes nominaux et de 4,6% au lieu de 3,6% en termes réels.

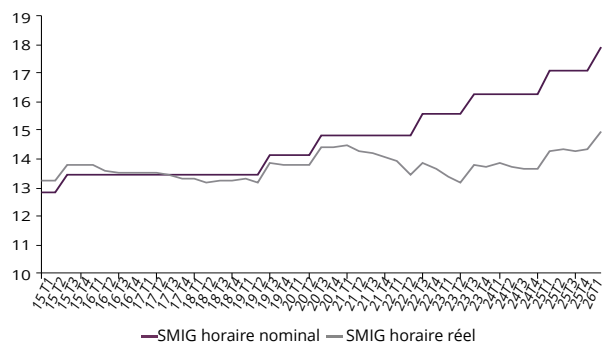
**Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)**



Sources : Données CNSS et calculs Bank Al-Maghrib.

Pour le SMIG horaire, et en application de l'accord social du 29 avril 2024, il a été revalorisé de 5% à 17,92 dirhams au premier trimestre 2026. Tenant compte d'une légère baisse de 0,1% de l'indice des prix à la consommation, sa progression en termes réels est ressortie à 4,9%.

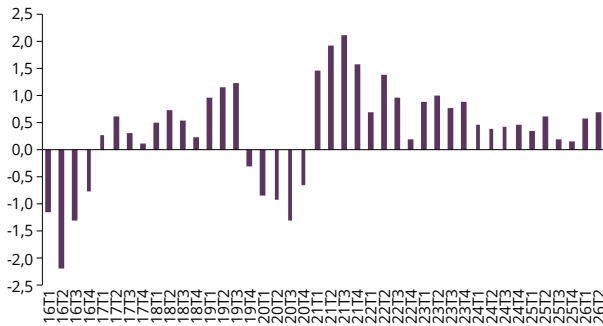
**Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)**



Sources : Ministère de l'Inclusion économique, de la Petite Entreprise, de l'Emploi et des Compétences et calculs Bank Al-Maghrib.

Au total, l'output-gap devrait rester positif au cours du premier semestre 2026.

Graphique 5.6 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation de Bank Al-Maghrib.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T1-2026	
Main d'œuvre (en milliers)	11 617	
Taux de participation à la main d'œuvre (en %)	41,8	
Urbain	41	
Rural	43,3	
Population en emploi contre un revenu (en milliers)	10 364	
Taux d'emploi contre un revenu (en %)	37,3	
Urbain	35,5	
Rural	40,7	
Population au chômage au sens strict (en milliers)	1 253	
Taux de chômage au sens strict (en %)	10,8	
Urbain	13,5	
Rural	6,1	
Indice des salaires moyens (variation en %)	Nominal	4,5
	Réel	4,6

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

### Encadré 5.1 : Nouvelle enquête sur la main-d'œuvre (EMO 2026)

Le HCP a publié en mai dernier les données relatives à la situation du marché du travail au premier trimestre 2026 issues de la nouvelle Enquête sur la Main d'Œuvre (EMO 2026) qui remplace l'Enquête Nationale sur l'Emploi (ENE). Cette nouvelle enquête répond à trois impératifs majeurs : (i) moderniser le système statistique national dans le prolongement du

recensement général de la Population et de l'Habitat 2024 ; (ii) s'aligner sur les pratiques et les normes internationales les plus récentes de l'OIT ; et (iii) adapter l'appareil statistique aux mutations profondes des formes de travail, marquées par l'essor du numérique, la persistance de l'informalité, l'émergence des formes d'emploi atypiques et les enjeux de qualité de l'emploi et de travail décent.

La refonte repose sur trois axes à savoir : une mise à jour conceptuelle, une révision méthodologique de l'échantillonnage et de la collecte ainsi qu'un enrichissement du contenu thématique.

Sur le plan conceptuel, le nouveau cadre introduit des changements significatifs. L'emploi ne couvre désormais que les activités exercées contre rémunération ou en vue d'un profit. Les activités de subsistance et le bénévolat en sont ainsi exclus. De même, la définition du chômage est recentrée selon des critères plus stricts, ne retenant que les personnes sans emploi, disponibles pour travailler et en recherche active. Sont de ce fait exclues les personnes disponibles mais ne recherchant pas activement un emploi, ainsi que celles à la recherche mais non disponibles. Par ailleurs, l'analyse de la sous-utilisation de la main-d'œuvre est élargie pour inclure, en plus du sous-emploi lié à la durée du travail, la main-d'œuvre potentielle qui regroupe les individus qui, sans être comptabilisés comme chômeurs, souhaitent travailler.

**Au niveau méthodologique**, la taille de l'échantillon est passée de 90 mille à 135 mille ménages par an et le plan d'échantillonnage a été amélioré pour permettre de produire des données plus détaillées au niveau territorial.

**Quant aux thématiques couvertes**, de nouveaux volets ont été intégrés concernant les défis d'accès au marché du travail, l'emploi informel, les différentes formes de la sous-utilisation de la main-d'œuvre et la formation tout au long de la vie.

Les premiers résultats relatifs aux caractéristiques structurelles de l'EMO 2026 confirment les constats établis par l'ENE, notamment la faiblesse structurelle du taux d'activité, particulièrement chez les femmes, ainsi que le niveau élevé du chômage en milieu urbain et parmi les jeunes.

## 6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

Après une baisse de 0,1% au premier trimestre de 2026, l'indice des prix à la consommation (IPC) s'est accru de 1,4% en moyenne en avril et mai. Cette évolution reflète principalement le rebond des prix des carburants de 28,1%, au lieu d'un repli de 6,1% au premier trimestre, ainsi que l'atténuation du recul de l'indicateur de l'inflation sous-jacente de -1,2% à -0,5%. De même, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont augmenté de 6,4% en moyenne en avril et mai, après une hausse de 4,5% le trimestre précédent. Pour leur part, les tarifs réglementés ont évolué à un rythme stable, soit 0,5%.

Au deuxième trimestre 2026, l'inflation devrait ressortir à 1,2% et sa composante sous-jacente devrait s'établir à -0,4%.

### 6.1 Evolution de l'inflation

Après s'être établie à -0,1% en moyenne au premier trimestre, l'inflation est passée à 1,4% en moyenne en avril et mai. Cette accélération est imputable essentiellement à la hausse des prix des carburants de 28,1%, au lieu d'un recul de 6,1% au premier trimestre, et à l'atténuation de la baisse de l'indicateur de l'inflation sous-jacente de -1,2% à -0,5%. Elle traduit également le renchérissement des produits alimentaires à prix volatils de 6,4% après 4,5%. Quant aux tarifs réglementés, ils ont augmenté de 0,5%, soit le même rythme que le trimestre précédent.

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

Les prix des produits alimentaires à prix volatils ont affiché une progression, en glissement annuel, de 6,4%, après celle de 4,5%, portée principalement par l'atténuation de la baisse des prix des « volaille et lapin » de -14,9% à -3,1%.

Leur contribution à l'inflation ressort à 0,9 point de pourcentage au lieu de 0,6 point le trimestre précédent.

Tableau 6.1 : Inflation et ses composantes

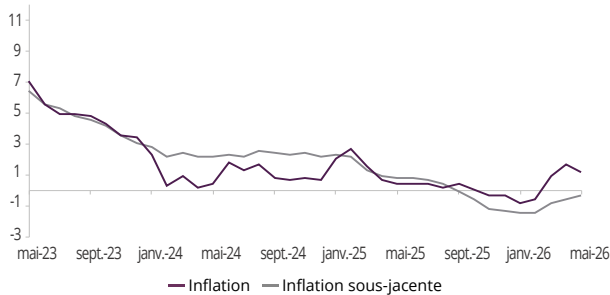
(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	mars 26	avr. 26	mai. 26	mars 26	avr. 26	mai. 26
<b>Inflation</b>	1,2	0,4	-0,9	0,9	1,7	1,2
- Produits alimentaires à prix volatils	5	-1,4	-5,6	7,8	8,3	4,5
- Produits réglementés	-0,1	0,1	0,1	0,4	0,4	0,5
- Carburants	10,9	21,8	-3,6	2	28,7	27,6
<b>Inflation sous-jacente</b>	0,1	0,1	0,2	-0,8	-0,6	-0,3
<b>Produits alimentaires</b>	0	0	-0,1	-4,6	-4	-3,8
- Articles d'habillement et chaussures	0,5	0,1	-0,2	1	1	0,9
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles <sup>1</sup>	0,2	0,5	1,7	1,3	1,6	3,1
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,1	0,4	0,6	0,6	1,2
- Santé <sup>1</sup>	0	0	0,3	0,8	0,2	0,7
- Transport <sup>2</sup>	0	0	0,2	0,1	0,1	0,3
- Communication	0	0	-0,1	-0,3	-0,3	-0,3
- Loisirs et cultures <sup>1</sup>	-0,4	0,5	-0,2	-0,7	0,1	-0,2
- Enseignement	0	0	0	2,1	2,1	2,1
- Restaurants et hôtels	0	0,6	0,2	2	2,1	2,2
- Biens et services divers <sup>1</sup>	0,1	0,2	0	3,6	3,8	3,7

<sup>1</sup> Hors produits réglementés.

<sup>2</sup> Hors carburants et produits réglementés.

Sources : Données HCP et calculs BAM.

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

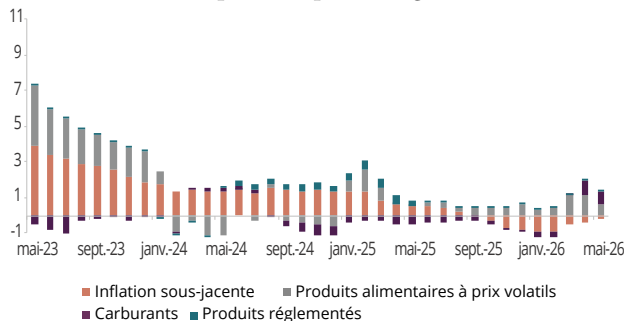


Sources : HCP et calculs BAM.

S'agissant des tarifs réglementés, ils ont progressé de 0,5% en moyenne en avril et mai, rythme inchangé par rapport au premier trimestre 2026. La hausse des tarifs au cours de ces deux mois reflète essentiellement le relèvement des prix du « tabac » de 4%.

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

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

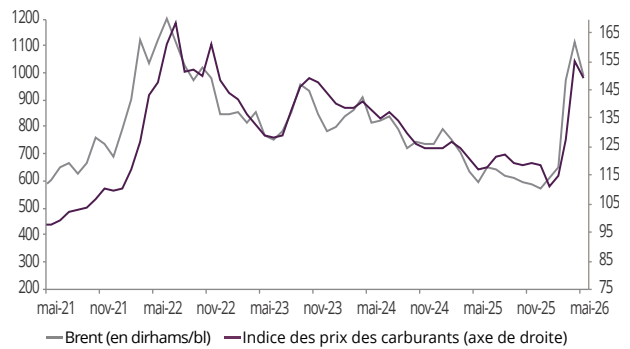


Sources : Données HCP et calculs BAM.

Pour leur part, les prix des carburants ont enregistré une augmentation de 28,1% en moyenne en avril et mai, après un recul de 6,1% au premier trimestre. Cette hausse intervient dans un contexte marqué par le renchérissement des produits pétroliers au niveau international. Le cours du Brent en particulier a progressé de 41,5% pour atteindre 114\$/bl en moyenne en avril et mai.

En termes de contribution à l'inflation, celle-ci est passée de -0,2 point de pourcentage au premier trimestre à 0,8 point en avril et mai.

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



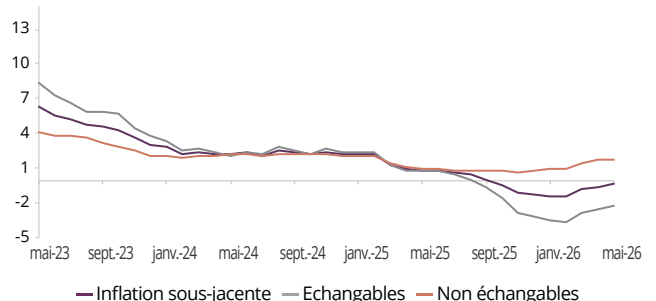
Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

### 6.1.2. Inflation sous-jacente

L'indicateur de l'inflation sous-jacente a connu un repli de 0,5% en moyenne en avril et mai, après celui de 1,2% au premier trimestre 2026. Cette évolution reflète principalement l'atténuation de la baisse des prix de sa composante alimentaire de -5,5% à -3,9%, en lien notamment avec la hausse des prix des « viandes fraîches » de 8,9 après une diminution de 0,1%.

Quant aux prix des produits et services hors alimentation inclus dans l'indicateur de l'inflation sous-jacente, ils se sont accrus de 1,7% en moyenne avril et mai, au lieu de 1,3% le trimestre précédent, portés principalement par l'augmentation des prix du « logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles » de 2,4% après 1,2%.

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



Sources : Données HCP et calculs BAM.

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

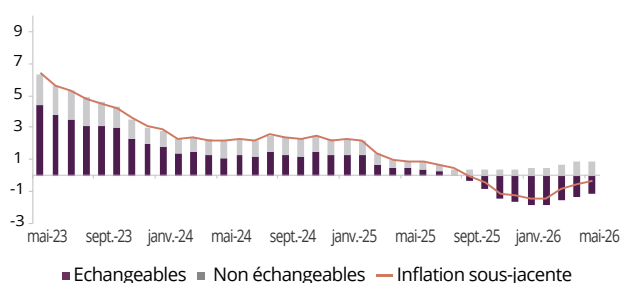
échangeables indique que l'atténuation de sa baisse traduit, d'une part, le recul moins prononcé des prix des biens et services échangeables à -2,3% en moyenne en avril et mai, au lieu de -3,3% au premier trimestre et, d'autre part, l'accentuation de la hausse des prix des biens et services non échangeables à 1,8% après 1,1%.

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

(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	mars 26	avr. 26	mai. 26	mars 26	avr. 26	mai. 26
Biens échangeables	-0,1	0	0,2	-2,9	-2,6	-2,2
Biens non échangeables	0,3	0,3	0,1	1,5	1,8	1,8
Inflation sous-jacente	0,1	0,1	0,2	-0,8	-0,6	-0,3

Sources : Données HCP et calculs BAM.

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



Sources : Données HCP et calculs BAM.

## 6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

A court terme, l'inflation devrait s'accélérer pour s'établir à 1,2% en moyenne au deuxième trimestre, après -0,1% au premier trimestre, impactée par des pressions inflationnistes principalement d'origine externe. Cette évolution serait tirée majoritairement par la hausse des prix des carburants de 26,1%, après une baisse de 6,1%, en

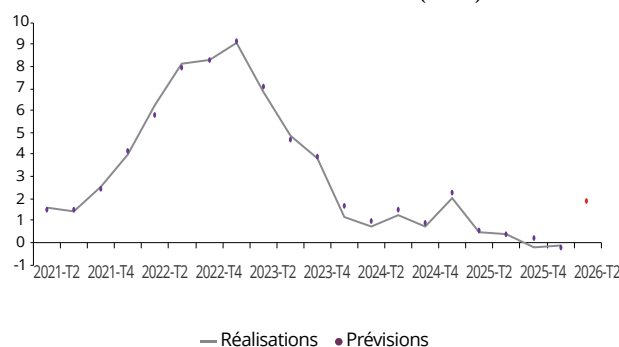
lien avec l'évolution des cours internationaux des produits pétroliers.

De même, les prix des produits alimentaires à prix volatils augmenteraient de 5,3% au cours du deuxième trimestre, contre 4,5% le trimestre précédent.

Par ailleurs, le repli de l'indicateur de l'inflation sous-jacente devrait s'atténuer à -0,4% au deuxième trimestre, au lieu de -1,2% un trimestre auparavant.

En revanche, les tarifs réglementés devraient progresser de 0,4%, soit le même rythme qu'au trimestre précédent.

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

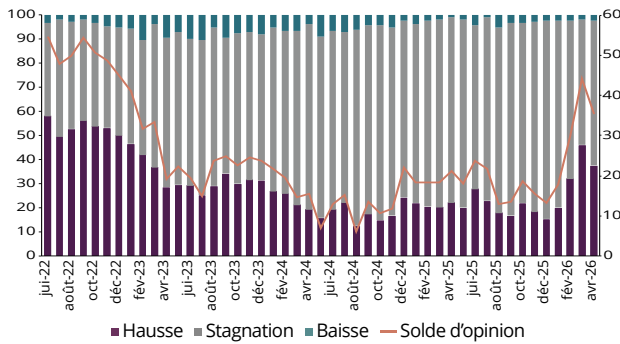


Source : Données HCP et prévisions BAM.

## 6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib auprès des industriels pour le mois d'avril 2026 indiquent que 60% des répondants anticipent une stabilisation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 38% s'attendent à une hausse, tandis que 2% d'entre eux tablent sur une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à 35%.

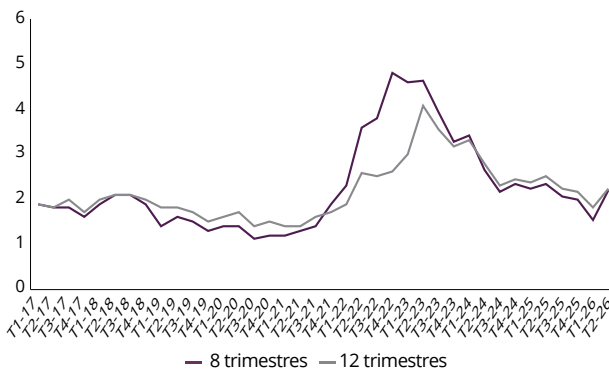
**Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises (en %)**



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les experts du secteur financier, interrogés dans le cadre de l'enquête de Bank Al-Maghrib sur les anticipations d'inflation au titre du deuxième trimestre 2026, tablent sur une accélération de l'inflation à 2,2% en moyenne à l'horizon des huit prochains trimestres, au lieu de 1,5% au premier trimestre et de 2,2% sur l'horizon des 12 prochains trimestres, contre 1,8% un trimestre auparavant.

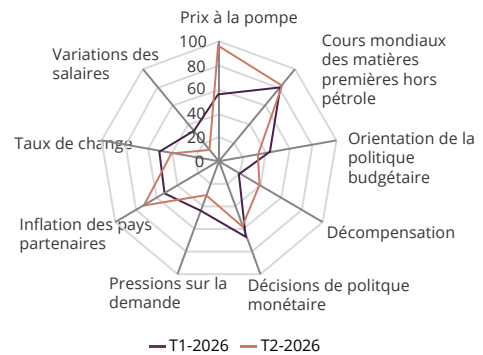
**Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres (en%)**



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

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

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



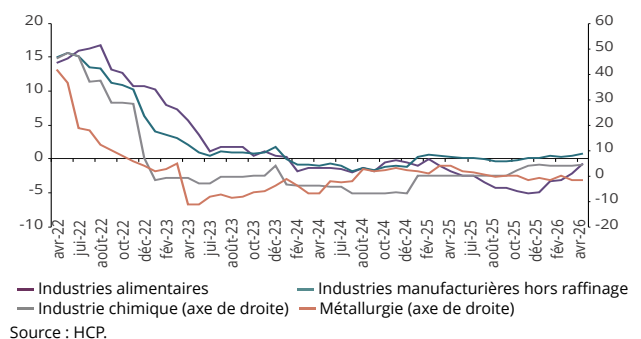
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

### 6.4 Prix à la production

Les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole ont enregistré une progression mensuelle de 0,3% en avril 2026. Cette évolution reflète des hausses de 0,7% dans les « industries alimentaires » et de 0,4% dans l'« industrie chimique ». En revanche, les prix ont baissé de 0,8% dans l'« industrie d'habillement », de 0,3% dans la branche de la « métallurgie » et de 0,1% dans celle de la « fabrication de produits métalliques, à l'exclusion des machines et équipements ».

En comparaison annuelle, les prix à la production hors raffinage ont augmenté de 0,8% en avril, après 0,4% un mois auparavant.

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



Source : HCP.

## 7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

---

### Synthèse

---

La guerre au Moyen-Orient a assombri les perspectives de l'économie mondiale, induisant de fortes perturbations des chaînes d'approvisionnement et une hausse sensible des prix de l'énergie, des engrais et d'autres intrants essentiels. Cette situation alimente les pressions inflationnistes et pèse davantage sur la confiance et la consommation des ménages ainsi que sur l'activité des entreprises. Ces développements interviennent dans un contexte international déjà marqué par un niveau élevé d'incertitude entourant les politiques économiques, ainsi que par la persistance des tensions géopolitiques.

La conclusion récente d'un protocole d'accord entre les Etats-Unis et l'Iran laisse entrevoir une normalisation progressive du transport maritime, mais l'activité économique continuerait à court terme de pâtir des retombées de cette guerre.

Dans ces conditions, la croissance de l'économie mondiale devrait décélérer de 3,3% en 2025 à 2,9% cette année avant de revenir à 3% en 2027. Aux Etats-Unis, malgré le conflit au Moyen-Orient et la hausse des droits de douane, l'activité économique devrait évoluer en 2026 et 2027 à un rythme similaire à celui de l'année précédente, soit 2,1%, soutenue par la robustesse des investissements liés à l'IA et les mesures fiscales prévues par la « Loi sur la réconciliation budgétaire » adoptée le 4 juillet 2025. Dans la zone euro, la croissance devrait ralentir de 1,5% en 2025 à 1,1% en 2026, freinée par les pénuries d'intrants liées au conflit au Moyen-Orient et par la dégradation de la confiance des consommateurs, avant de s'établir à 1,3% en 2027.

Au Royaume-Uni, le rythme de l'activité ralentirait de 1,4% en 2025 à 1,1% cette année, et se situerait à 1,4% en 2027, la dépendance au gaz importé, la hausse des coûts d'emprunt et les difficultés politiques internes devant peser sur la confiance des entreprises et la demande des ménages. Au Japon, la croissance décélérerait à 0,6% cette année, avant de se redresser légèrement à 0,9% en 2027, soutenue principalement par la forte demande étrangère de biens liés à l'IA.

Dans les principales économies émergentes, la croissance se situerait à 4,9%, après 5%, en Chine. Cette performance reflète principalement le dynamisme des exportations. En revanche, elle devrait ralentir à 4,4% en 2027, en raison de la persistance des difficultés dans le secteur de l'immobilier et de la pression budgétaire et du vieillissement de la population. En Inde, la croissance devrait décélérer de 7,5% en 2025 à 6,8% en 2026 et à 6,6% en 2027, le renchérissement des carburant et l'incertitude devant peser sur la consommation privée et les investissements. De même, elle devrait nettement ralentir au Brésil, passant de 2,6% en 2025 à 1,7% cette année, sous l'effet d'une production agricole et d'une demande extérieure faibles et de la persistance de taux d'intérêt élevés, avant de rebondir à 1,9% en 2027 grâce notamment à l'amélioration graduelle des conditions financières et au soutien budgétaire pré-électoral. Enfin, en Russie, l'économie continuerait de pâtir des sanctions internationales, des dommages à ses infrastructures énergétiques dans le cadre du conflit avec l'Ukraine, et de la faiblesse de l'investissement civil, avec une croissance passant de 1,1% en 2025 à 0,5% en 2026, avant un rebond à 1,2% en 2027.

Sur les marchés des matières premières énergétiques, les perturbations du transport maritime dans le détroit d'Ormuz ainsi que les dommages subis par les infrastructures énergétiques continueraient d'exercer de fortes pressions sur les prix. De surcroît, ce choc d'offre inédit entraîne une diminution des stocks mondiaux de pétrole à un rythme record<sup>1</sup>. Dans ce contexte, le cours du Brent, qui a atteint 93,9 dollars le baril sur les cinq premiers mois de 2026, enregistrerait une forte hausse se situant en moyenne à 92,3 dollars le baril en 2026, avant un repli à 71,6 dollars en 2027.

Pour ce qui est du phosphate et dérivés marocains, les cours de ces derniers seraient portés par la hausse des coûts des intrants (soufre et ammoniac) et le maintien des restrictions à l'exportation par la Chine, tandis que celui du phosphate brut poursuivrait son recul. Le cours du DAP Maroc devrait ainsi augmenter de 713 dollars la tonne en 2025 à 912 dollars en moyenne cette année avant de baisser à 766 dollars en 2027. Celui du TSP passerait de 529 dollars la tonne en 2025 à 648 dollars cette année puis à 567 dollars en 2027. Quant au phosphate brut, son prix diminuerait à 209 dollars la tonne cette année puis à 200 dollars en 2027.

Concernant l'orientation des politiques monétaires, à l'issue de sa réunion des 10 et 11 juin, la BCE a décidé, après sept décisions consécutives de statut quo, d'augmenter de 25 points de base ses trois taux directeurs. Il s'agit de la première hausse depuis septembre 2023. Elle a souligné que la guerre au Moyen-Orient génère des pressions sur l'inflation, et que sa décision de relever les taux directeurs est robuste à un ensemble de scénarios évaluant l'évolution possible du choc et ses répercussions potentielles sur les perspectives à moyen terme pour la zone euro. La BCE a ajouté que les perspectives demeurent incertaines, avec des risques haussiers pour l'inflation et des risques baissiers pour la croissance économique. De son côté, la FED a maintenu, lors de sa réunion des 16 et 17 juin, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [3,50%-3,75%] et ce, pour la quatrième fois consécutive. De même, la Banque d'Angleterre a décidé, lors de sa réunion du 17 juin, de garder son taux inchangé à 3,75% pour la quatrième fois d'affilée.

Au niveau national, la flambée des cours de pétrole et l'augmentation des coûts des intrants de certaines industries liées aux perturbations de l'approvisionnement provoquées par le conflit au Moyen-Orient, devraient impacter négativement le déficit du compte courant. Ainsi, après s'être établi à 2,4% du PIB en 2025, ce dernier devrait se creuser à 4% du PIB en 2026 et se situer à 3,8% en 2027.

Les importations s'accroîtraient de 11% en 2026, tirées essentiellement par un alourdissement de la facture énergétique, une nette expansion des acquisitions de produits bruts en relation en particulier avec l'envolée du prix du soufre ainsi qu'une poursuite de la progression des acquisitions de biens d'équipement. En 2027, elles devraient ralentir à 4,1%, reflétant notamment une baisse des importations énergétiques et une décélération des achats de biens d'équipement. Les exportations devraient, pour leur part, s'améliorer de 8,5% en 2026 puis de 6,7% en 2027, portées principalement par une augmentation des ventes du secteur automobile, en lien avec la reprise prévue du segment de la construction. Pour le phosphate et dérivés, les ventes afficheraient une hausse de 8,5% puis de 2,4% à 110,9 milliards en 2027.

En parallèle, les recettes de voyages maintiendraient leur tendance haussière, pour atteindre 161,1 milliards de dirhams en 2027. Quant aux transferts des MRE, ils se consolideraient à 129,8 milliards en 2027. Concernant les IDE, les projections tablent sur un flux de recettes avoisinant l'équivalent de 3,5% du PIB sur l'horizon de prévision.

<sup>1</sup> Rapport de l'Agence internationale de l'énergie sur le marché pétrolier, mai 2026.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve se renforceraient à 505,5 milliards à fin 2026 puis à 542 milliards à fin 2027, représentant l'équivalent de 5 mois et 26 jours et 6 mois et 9 jours d'importations de biens et services respectivement.

S'agissant des conditions monétaires, après son accélération à 4,8% en 2025, le rythme de progression du crédit bancaire au secteur non financier devrait s'établir à 6,8% en 2026 et à 6,1% en 2027. Pour sa part, le taux de change effectif réel devrait se déprécier à moyen terme, après son appréciation en 2025.

Au niveau des finances publiques, le déficit budgétaire s'établirait à 3,4% du PIB en 2026 au lieu de 3,5% en 2025. Outre la LF 2026, la programmation budgétaire triennale 2026-2028 et les nouvelles projections macroéconomiques de BAM, cette prévision tient compte des crédits supplémentaires ouverts au titre du budget général de 20 milliards de dirhams consacrés principalement à la couverture des dépenses de compensation et au soutien de l'investissement des établissements et entreprises publics (EEP). Cet exercice intègre également le relèvement des prévisions des rentrées de certains impôts en raison d'une meilleure performance au titre des réalisations à fin avril 2026. En 2027, le déficit budgétaire s'atténuerait à 3,3% du PIB.

Pour ce qui est de la croissance économique, elle devrait s'accroître de 4,9% en 2025 à 5,2% cette année, puis s'établirait à 3,1% en 2027. Cette évolution reflèterait une augmentation de la valeur ajoutée agricole de 16% en 2026, tenant compte d'une récolte céréalière estimée par le Département de l'Agriculture de 90 millions de quintaux (MQx), suivie d'une baisse de 7,6% en 2027, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne. Pour les activités non agricoles, elles progresseraient en moyenne de 4,2% en 2026 et en 2027. Du côté de la demande, la croissance devrait être portée par sa composante intérieure, tandis que la participation des exportations nettes en volume ressortirait négative.

Dans ce contexte, après une quasi-stabilité à 0,8% en 2025, l'inflation devrait s'accroître à 1,5% en 2026 et à 2,1% en 2027. Sa composante sous-jacente, quant à elle, ralentirait de 0,6% en 2025 à 0,2% en 2026, avant de remonter à 2,9% en 2029, sous l'effet principalement de l'accélération de l'inflation importée et du renchérissement des produits alimentaires.

## 7.1 Hypothèses sous-jacentes

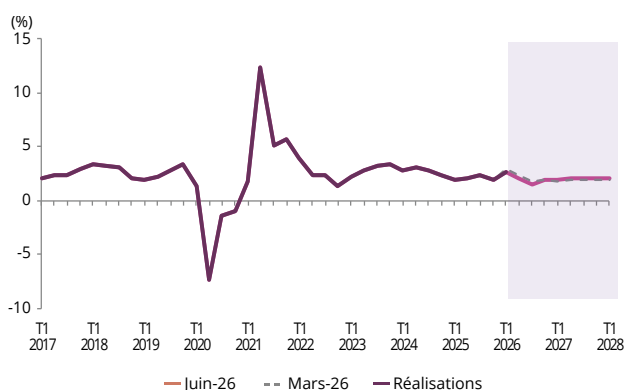
La guerre au Moyen-Orient se traduit par une détérioration des perspectives de l'économie mondiale

La croissance économique mondiale devrait décélérer de 3,3% en 2025 à 2,9% cette année avant de revenir à 3% en 2027. Aux Etats-Unis, malgré le conflit au Moyen-Orient et la hausse des droits de douane, l'économie américaine devrait s'accroître en 2026 et 2027 à un rythme similaire à celui de l'année précédente, soit 2,1%, soutenue par la robustesse des investissements liés à l'IA, les mesures fiscales prévues par la « Loi sur la réconciliation budgétaire » adoptée le 4 juillet 2025. Dans la zone euro, la croissance devrait ralentir de 1,5% en 2025 à 1,1% en 2026, freinée à court terme par les pénuries d'intrants et la dégradation de la confiance des consommateurs, avant de rebondir à 1,3% en 2027.

Au Royaume-Uni, le rythme de l'activité ralentirait de 1,4% en 2025 à 1,1% cette année et se situerait à 1,4% en 2027, la dépendance aux importations pour le gaz, la hausse des coûts d'emprunt et les turbulences politiques internes devant peser sur la confiance des entreprises et la demande des ménages. Au Japon, la croissance décélérerait à 0,6% cette année, en raison principalement de la hausse des prix de l'énergie, puis se redresserait légèrement à 0,9% en 2027, soutenue principalement par une forte demande étrangère de biens liés à l'IA et par les subventions publiques sur les carburants.

Dans les principales économies émergentes, en Chine l'activité économique évoluerait à un taux proche de celui de l'année précédente, soit 4,9% en 2026, grâce principalement au dynamisme des exportations. En revanche, elle devrait ralentir à 4,4% en 2027 en raison de la persistance des difficultés du secteur de l'immobilier et de la pression budgétaire et une importante transformation démographique caractérisée par un vieillissement rapide de la population, une diminution de la population active et un taux de fécondité faible. En Inde, la croissance devrait ralentir de 7,5% en 2025 à 6,8% en 2026 puis à 6,6% en 2027 en raison d'une consommation plus faible et de l'incertitude mondiale qui pèserait sur l'investissement. De même, au Brésil, la croissance devrait ralentir à 1,7% en 2026, sous l'effet d'une production agricole et d'une demande extérieure faibles, et de la persistance de taux d'intérêt élevés, avant de rebondir à 1,9% en 2027 grâce notamment à l'amélioration graduelle des conditions financières et au soutien budgétaire pré-électoral<sup>2</sup>. Enfin, en Russie, l'effet de la hausse des cours des matières premières, notamment énergétiques, serait contrebalancée par les sanctions internationales, les dommages subis par les infrastructures énergétiques dans le contexte du conflit avec l'Ukraine et la faiblesse de l'investissement hors secteur militaire. Dans ces conditions, la croissance devrait ralentir de 1,1% en 2025 à 0,5% cette année, avant de rebondir à 1,2% en 2027.

<sup>2</sup> Les élections présidentielles devraient avoir lieu à partir du 4 octobre 2026.

**Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro****Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis**

Source : GPMN, mai 2026.

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

Sur les marchés des matières premières énergétiques, les perturbations du transport maritime dans le détroit d'Ormuz (par lequel transite près de 25% du commerce mondial de pétrole), les dommages subis par les infrastructures énergétiques des pays du Golfe et de l'Iran et la diminution des stocks mondiaux à un rythme record continueraient d'exercer de fortes pressions sur les prix. Le cours moyen du Brent, qui a atteint 93,9 dollars le baril sur les cinq premiers mois de 2026, enregistrerait une forte hausse à 92,3 dollars le baril en 2026, après 68,1 dollars en 2025, avant un repli à 71,6 dollars en 2027.

Suivant la même tendance, le prix du gaz naturel sur le marché européen devrait, selon les projections de la Banque mondiale d'avril 2026, ressortir en hausse cette année pour se situer à 15 dollars/MMBtu\*, suite aux perturbations de l'offre de gaz naturel liquéfié en provenance en particulier du Qatar, avant de reculer à 12 dollars/mmBTU en 2027. De même, le cours du charbon augmenterait à 106,2 dollars la tonne en 2026, porté par une demande accrue face à la hausse des prix du gaz. Il devrait ensuite se replier à 103,9 dollars la tonne en 2027.

Pour ce qui est des dérivés du phosphate marocain, les cours seraient soutenus par la hausse des coûts des intrants, à savoir le soufre et l'ammoniac, le détroit d'Ormuz assurant le transit de près de 50% des échanges mondiaux de soufre par voie maritime et d'environ 20% du commerce mondial d'ammoniac, et le maintien des restrictions à l'exportation par la Chine, tandis que celui du phosphate brut poursuivrait son recul. Le cours du DAP Maroc devrait ainsi augmenter de 713 dollars la tonne en 2025 à 912 dollars en moyenne cette année avant de baisser à 766 dollars en 2027. Celui du TSP passerait de 529 dollars la tonne en 2025 à 648 dollars cette année puis à 567 dollars en 2027. Quant au phosphate brut, son prix diminuerait de 212 dollars la tonne en 2025 à 209 dollars cette année puis à 200 dollars en 2027.

Concernant les prix mondiaux des produits alimentaires, impactés par la hausse du coût des engrais, ils poursuivraient leur accroissement en 2026, avec une progression de 3,9%, qui devrait ensuite s'atténuer à 0,7% en 2027. S'agissant en particulier du blé dur américain, son cours devrait afficher, selon les projections d'avril 2026 de la Banque mondiale, une hausse de 4% en 2026, puis de 2,8% en 2027, en lien en particulier avec des conditions climatiques défavorables.

Dans ces conditions, l'inflation mondiale devrait s'accroître à 3,6% en 2026 avant de ralentir à 3,1% en 2027. Aux Etats-Unis, elle atteindrait 3,7% en 2026, la hausse des prix de l'essence et des engrais, due

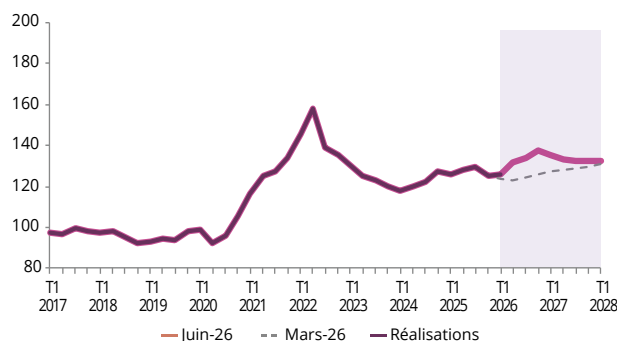
au conflit au Moyen-Orient, ainsi que celle des coûts de logement et d'accès au service de santé sont venues s'ajouter à celle induite par la hausse des tarifs douaniers. L'inflation devrait ensuite décélérer à 2,8% en 2027. Dans la zone euro, elle serait principalement alimentée par l'envolée des prix de l'énergie, atteignant 3,1% en 2026 au lieu de 2,1% une année auparavant, puis décélérerait à 2,2% en 2027. En Chine, bien qu'en accélération, l'inflation resterait à des niveaux bas, s'établissant à 1,2% aussi bien en 2026 qu'en 2027, le pays étant relativement protégé des tensions inflationnistes du conflit au Moyen-Orient grâce à ses réserves stratégiques de pétrole et à sa production domestique d'engrais.

Graphique 7.3 : Prix du Brent

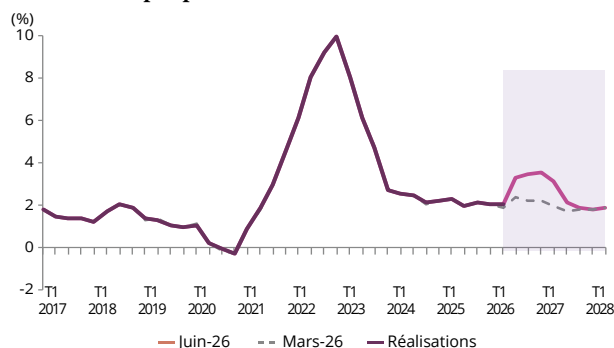


Source : GPMN, mai 2026.

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



Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro



Source : GPMN, mai 2026.

Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis



## Décisions de politique monétaire : la BCE relève son taux directeur face aux pressions inflationnistes générées par la guerre au Moyen-Orient

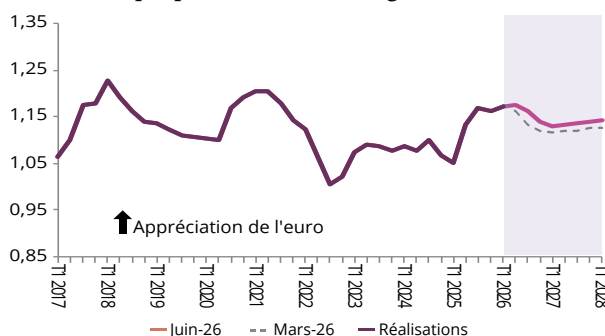
À l'issue de sa réunion des 10 et 11 juin, la BCE a décidé, après sept décisions consécutives de statut quo, d'augmenter de 25 points de base ses trois taux directeurs. Il s'agit de la première hausse depuis septembre 2023. En conséquence, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont été relevés à 2,25%, 2,40% et 2,65% respectivement. Elle a également souligné que la guerre au Moyen-Orient génère des pressions sur l'inflation, et que sa décision de relever les taux directeurs est robuste à un ensemble de scénarios évaluant l'évolution possible du choc et ses répercussions potentielles sur les perspectives à moyen terme pour la zone euro. La BCE a ajouté que les perspectives demeurent incertaines, avec des risques haussiers pour l'inflation et des risques baissiers pour la croissance économique. Les implications complètes de la guerre pour l'inflation et la croissance à moyen terme dépendront de l'intensité et de la durée du choc sur les prix de l'énergie, ainsi que de l'ampleur de ses effets indirects et de second tour.

Pour sa part, à l'issue de sa réunion des 16 et 17 juin<sup>3</sup>, le Comité de politique monétaire (FOMC) de la Fed a décidé de maintenir inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [3,50%-3,75%], pour la quatrième fois consécutive depuis le début de l'année. Il a réaffirmé sa politique de maintien de réserves suffisantes dans le système bancaire. Il a indiqué que l'activité économique progresse à un rythme soutenu malgré une incertitude élevée, due en partie au conflit au Moyen-Orient. La croissance de la productivité et les investissements de capitaux sont robustes. Les créations d'emplois ont suivi le rythme de la croissance de la population active et le taux de chômage est resté stable. L'inflation demeure élevée par rapport à l'objectif de 2% fixé par le Comité, ce qui reflète en partie les chocs d'offre ayant entraîné des hausses de prix dans certains secteurs, notamment celui de l'énergie. Le Comité s'est également engagé à assurer la stabilité des prix.

De même, la Banque d'Angleterre a décidé, lors de sa réunion du 17 juin, de garder son taux inchangé à 3,75% pour la quatrième fois d'affilée.

Pour ce qui est du marché de change international, depuis le déclenchement du conflit au Moyen-Orient fin février, il a été marqué par l'appréciation du dollar américain vis-à-vis de l'euro. Le regain d'intérêt pour le billet vert, surtout de la part des économies de marché émergentes d'Asie, reflète sa corrélation positive avec les prix du pétrole, favorisée par le statut d'exportateur net de pétrole des États-Unis, et sa perception par les marchés comme valeur refuge en cas de choc mondial<sup>4</sup>. Les perspectives d'évolution de la parité euro-dollar restent néanmoins très incertaines et liées en grande partie à la durée du conflit. Ainsi, en prenant en compte les anticipations tablant sur un relèvement des taux directeurs par la BCE dès sa réunion de politique monétaire du 11 juin contre un maintien du statu quo par la FED tout au long de 2026, et sous l'hypothèse d'un apaisement du conflit à partir du second semestre de 2026, l'euro devrait légèrement s'apprécier de 2,9% en 2026 pour s'établir en moyenne à 1,16 dollar, avant de se déprécier de 2,4% en 2027 pour renouer avec son niveau de 2025, soit 1,13.

**Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR**



Source : GPMN, mai 2026.

## Production céréalière de 90 MQx pour la campagne agricole 2025/2026 et récolte moyenne de 50 MQx pour 2026/2027

La récolte céréalière au titre de la campagne 2025/2026 est estimée par le Département de l'Agriculture à 90 millions de quintaux (MQx), en hausse de 109% par rapport à la campagne précédente. Pour les cultures hors céréales, la production a augmenté de 106,8% pour les olives, de 58,6% pour les dattes et

<sup>3</sup> Il s'agit de la première réunion du Comité sous la présidence de Kevin Warsh, qui a succédé le 22 mai à Jérôme Powell pour un mandat d'une durée de quatre ans.

<sup>4</sup> Perspectives économiques de l'OCDE, juin 2026.

de 23,7% pour les agrumes. Dans ces conditions, la valeur ajoutée agricole progresserait de 16%, au lieu d'une hausse de 14,4% prévue dans l'exercice de mars 2026.

Pour la campagne 2026/2027, sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 50 MQx et d'une évolution tendancielle des autres cultures, la valeur ajoutée agricole reculerait de 7,6%, contre un repli de 5,3% prévu dans l'exercice précédent.

## 7.2 Projections macroéconomiques

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

Au vu notamment des nouvelles hypothèses relatives à l'environnement international tenant compte de l'enlisement de la guerre au Moyen-Orient et des prévisions macroéconomiques, le déficit du compte courant devrait se creuser de 2,4% du PIB en 2025 à 4% en 2026 et se situer à 3,8% en 2027.

En 2026, les exportations devraient progresser de 8,5%, portées essentiellement par une hausse de 9,9% à 170,1 milliards des ventes de l'industrie automobile, en relation principalement avec la reprise prévue du segment de la construction. Dans le même sens, les exportations du secteur de l'« agriculture et agroalimentaire » devraient s'accroître de 6% à 92,7 milliards, en lien avec les conditions climatiques favorables, tandis que le rythme de progression des ventes de phosphates et dérivés devrait ralentir à 8,5%. En parallèle, les importations devraient augmenter de 11% en 2026, tirées essentiellement par un alourdissement de 25,9% à 135,3 milliards de dirhams de la facture énergétique consécutif à l'accroissement prévu des cours internationaux du pétrole, par une nette hausse des importations de soufre ainsi que par la poursuite de la dynamique des acquisitions de biens d'équipement. S'agissant des recettes de voyages, elles devraient maintenir leur bonne performance, avec une nouvelle expansion de 11,8% pour atteindre 154,9 milliards. Quant aux transferts des MRE, ils devraient terminer l'année en progression de 5% à 128,1 milliards. Concernant les recettes d'IDE, elles devraient atteindre 64,7 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 3,5% du PIB.

En 2027, les exportations devraient s'accroître de 6,7%, tirées principalement par une progression de 12,2% à 190,8 milliards des ventes du secteur automobile, dont 80,2 milliards au titre du segment de la construction. En regard, les importations devraient voir leur rythme de progression décélérer à 4,1%, reflétant notamment un ralentissement des acquisitions de biens d'équipement ainsi qu'un allègement de 15,5% à 114,4 milliards de dirhams de la facture énergétique sous l'effet du recul prévu des cours du pétrole. S'agissant des recettes de voyages, elles devraient afficher une hausse de 4% à 161,1 milliards, alors que les transferts des MRE devraient se consolider à 129,8 milliards. En ce qui concerne les recettes d'IDE, les projections tablent sur un niveau équivalent à 3,5% du PIB en 2027.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve devraient se renforcer à 505,5 milliards de dirhams à fin 2026 puis à 542 milliards en 2027, soit l'équivalent de 5 mois et 26 jours et 6 mois et 9 jours d'importations de biens et services.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

Variation (en %), sauf indication contraire	Réalizations								Prévisions		Ecart (juin/mars)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2026	2027
Exportations de biens (FAB)	10,7	3,3	-7,5	25,2	30,1	0,4	6,1	3,0	8,5	6,7	-2,2	-0,2
Importations de biens (CAF)	9,9	2,0	-13,9	25,0	39,5	-2,9	6,4	8,0	11,0	4,1	2,4	-0,7
Recettes de voyages	1,2	7,8	-53,7	-5,1	171,5	14,6	6,4	21,1	11,8	4,0	3,5	-1,8
Transferts des MRE	-1,5	0,1	4,8	40,1	16,0	4,0	3,3	2,6	5,0	1,3	1,3	-0,7
Solde du compte courant (en % PIB)	-4,9	-3,4	-1,2	-2,3	-3,5	-1,0	-1,2	-2,4	-4,0	-3,8	-0,9	-1,3
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	5,4	5,9	6,3	0,2	0,5

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 besoin de liquidité bancaire devrait se creuser pour ressortir à 137,7 milliards de dirhams à fin 2026 et à 143 milliards en 2027, en lien notamment avec la progression des billets et monnaies en circulation. Après 15,5% en 2025, celle-ci devrait revenir à 14,1% en 2026 et à 8,5% en 2027. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte des réalisations, de l'évolution prévue de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, il devrait s'accroître de 6,8% en 2026 et de 6,1% en 2027. Dans ces conditions, et en ligne avec l'évolution prévue des autres contreparties de la masse monétaire, l'agrégat M3 devrait augmenter de 8,8% en 2026 et de 6,8% en 2027.

Pour sa part, après une appréciation de 2% en 2025, le taux de change effectif réel (TCER) devrait se déprécier de 3,6% en 2026, reflétant à la fois un repli de sa valeur en termes nominaux et une inflation domestique inférieure à celle des principaux partenaires et concurrents commerciaux. Cette tendance devrait se poursuivre en 2027, mais à un rythme plus modéré.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations						Prévisions		Ecart (juin/mars)	
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2026	2027
Crédit bancaire au secteur non financier	4,2	2,9	7,8	2,9	2,6	4,7	6,8	6,1	0,8	0,9
M3	8,4	5,1	8,0	3,9	8,0	9,4	8,8	6,8	2,3	1,7
Besoin de liquidité, en MMDH	-67,0	-64,4	-86,6	-111,4	-128,0	-131,7	-137,7	-143,0	10,6	26,5

## Poursuite de la consolidation budgétaire malgré les pressions

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

En 2026, le produit fiscal devrait s'améliorer de 13,1%, reflétant des accroissements de 15,7% de celui des impôts indirects et de 12,4% pour les impôts directs. Les recettes non fiscales, quant à elles, enregistreraient un repli de 27%, impactées essentiellement par les baisses des rentrées des mécanismes de financement innovants de 50,1% à 20 milliards et de celles de la rubrique des « autres recettes » de 45,8%. En regard, les dépenses ordinaires devraient s'alourdir de 12,4%, avec en particulier un accroissement de 12,6% des dépenses de biens et services. Les dépenses de personnel augmenteraient de 8,7% et celles des autres biens et services de 19%. De même, les charges en intérêts de la dette devraient progresser de 0,2%. Pour leur part, les dépenses de compensation devraient s'accroître de 23,3% et celles d'investissement se replier de 0,4% à 124,8 milliards, ou 6,8% du PIB.

En 2027, les recettes fiscales s'amélioreraient de 1,4%, avec un retrait de 3,9% des rentrées des impôts directs et une hausse de 5,1% pour celles des impôts indirects. Les recettes non fiscales régresseraient de 12,3%, avec notamment des reculs de 25% de celles des mécanismes de financement innovants à 15 milliards et de 7,2% de celles en provenance des EEP. En parallèle, les dépenses ordinaires devraient augmenter de 1,1%, tirées principalement par un alourdissement de 3% des dépenses de biens et services, alors que les charges en intérêts de la dette devraient se replier de 0,2%. La masse salariale et les dépenses au titre des autres biens et services augmenteraient de 3,6% et de 2% respectivement. Les charges de compensation s'allégeraient de 35,3% à 14,1 milliards et les dépenses d'investissement diminueraient de 5,4% à 118,1 milliards, s'établissant à l'équivalent de 6,1% du PIB.

### Amélioration notable de la valeur ajoutée agricole en 2026

Après un net raffermissement de la croissance, qui s'est établie à 4,9% en 2025, l'économie nationale devrait poursuivre son accélération pour atteindre 5,2% cette année, contre 5,6% prévu dans les projections de mars. Cet ajustement reflète une progression moins rapide des activités non agricoles, dont la croissance devrait se situer à 4,1% au lieu de 4,6% précédemment attendu et ce, compte tenu des nouveaux indicateurs qui laissent présager une amélioration moins importante de la conjoncture économique, en lien avec les perturbations induites par la guerre. D'autre part, la valeur ajoutée agricole devrait connaître une hausse plus importante, s'élevant à 16% au lieu de 14,4% anticipé en mars, tenant compte d'une récolte céréalière estimée par le Département de l'Agriculture à 90 MQx, contre 82 MQx retenue par BAM sur la base des données climatiques disponibles au 10 mars. Du côté de la demande, la croissance devrait être portée essentiellement par la demande intérieure, dont la contribution resterait positive. À l'inverse, celle des exportations nettes demeurerait négative, sous l'effet d'une progression des importations de biens et services en volume plus rapide que celle des exportations.

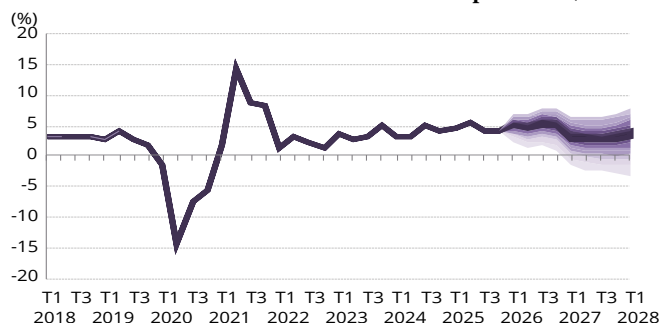
En 2027, la croissance s'établirait à 3,1% reflétant principalement un effet de base de la valeur ajoutée agricole qui baisserait de 7,6%, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne de 50 MQx, le rythme de progression des activités non agricoles devrait, pour sa part, s'accélérer à 4,3%. La dynamique de la croissance continuerait d'être soutenue par le raffermissement de la demande intérieure, tandis que la contribution des exportations nettes demeurerait négative, quoiqu'en atténuation par rapport à l'année précédente.

Tableau 7.3 : Croissance économique

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

Sources : Données du HCP et prévisions BAM.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T1 2026-T1 2028) \*



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

## Accélération de l'inflation à moyen terme

Après avoir enregistré des niveaux modérés en 2024 et 2025, l'inflation devrait s'accélérer pour atteindre 1,5% en 2026, soit une révision à la hausse de 0,7 point de pourcentage par rapport aux projections de mars. Cette révision s'explique principalement par des hausses plus importantes des prix des carburants, en lien avec la flambée des prix des produits énergétiques à l'international, et de ceux des produits alimentaires à prix volatils résultat d'une réalisation plus importante au titre du premier trimestre de l'année. Pour sa part, et en dépit des pressions importées, l'inflation sous-jacente serait limitée à 0,2% en 2026, en lien avec la contraction des prix de certains produits alimentaires, notamment l'huile d'olive. Quant aux tarifs réglementés, ils s'accroîtraient à un taux de 0,4%.

En 2027, l'inflation poursuivrait son accélération pour se situer à 2,1% en moyenne, en révision à la hausse de 0,7 point de pourcentage par rapport aux prévisions de mars, tirée principalement par la forte accélération de sa composante sous-jacente qui devrait atteindre 2,9% en moyenne, sous l'effet conjugué de la dissipation du choc baissier sur les prix de l'huile d'olive et de l'accroissement de l'inflation importée. À l'inverse, les prix des carburants marqueraient un repli, sous l'hypothèse de la normalisation des cours du Brent. Enfin, les prix des produits alimentaires volatils se stabiliseraient, tandis que les tarifs réglementés convergeraient vers leur rythme tendanciel, soit 0,9%.

**Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T2 2026 – T1 2028) \***



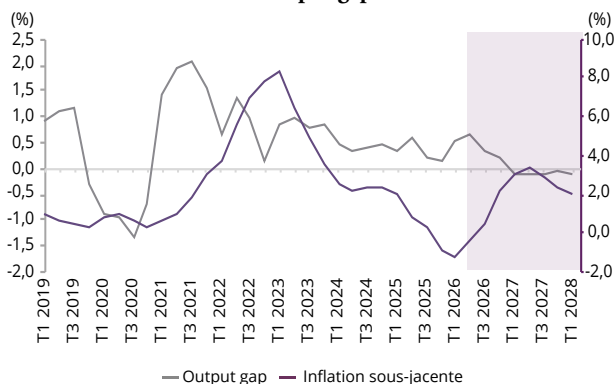
\* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

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

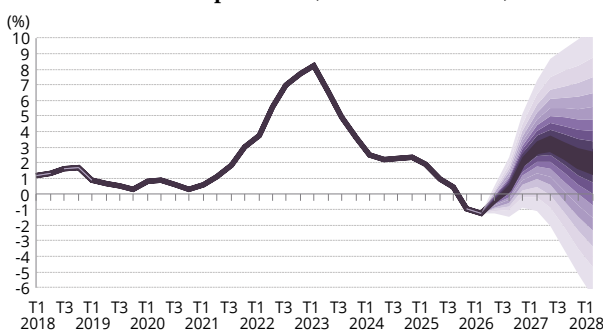
	Réalizations							Prévisions			Ecart (juin/mars)	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Horizon de prévision T2-2026 - T1-2028	2026	2027
Inflation	0,2	0,7	1,4	6,6	6,1	0,9	0,8	1,5	2,1	2,0	0,7	0,7
Inflation sous-jacente	0,6	0,6	1,7	6,0	5,8	2,3	0,6	0,2	2,9	2,0	0,0	1,3

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 (T2 2026 - T1 2028)\***



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



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

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



# بنك المغرب

بنك المغرب

## LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

---

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

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

## LISTE DES GRAPHIQUES

---

Graphique 1.1 : Evolution de quelques indicateurs avancés de l'activité aux Etats-Unis et dans la zone euro.....	18
Graphique 1.2 : Evolution du taux de change euro/dollar .....	19
Graphique 1.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	20
Graphique 1.4 : Evolution du VIX et du VSTOXX.....	20
Graphique 1.5 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans .....	20
Graphique 1.6 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	21
Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent et du Gaz naturel Europe .....	21
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie .....	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 avril 2026 .....	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 .....	27
Graphique 3.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire .....	28
Graphique 3.3 : Coût de financement des banques .....	28
Graphique 3.4 : Taux de change effectifs en termes nominaux et réels .....	29
Graphique 3.5 : Taux de change du dirham .....	29
Graphique 3.6 : Contributions des principales contreparties .....	30
à la variation de la masse monétaire en glissement annuel .....	30
Graphique 3.7 : Crédit bancaire au secteur non financier .....	30
Graphique 3.8 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit .....	30
Graphique 3.9 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme .....	31
Graphique 3.10 : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières .....	31
Graphique 3.11 : Evolution de l'indice MASI .....	32
Graphique 3.12 : Evolution des indices sectoriels au mois de mai par rapport au premier trimestre 2026 .....	32
Graphique 3.13 : Evolution des levées des bons du Trésor .....	32
Graphique 3.14 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur .....	33
Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances .....	35
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances .....	36
Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires .....	36
Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin avril.....	36
Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin avril .....	36
Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin avril .....	37
Graphique 4.7 : Endettement du Trésor .....	37
Graphique 5.1 : Dépenses de consommation .....	38
Graphique 5.2 : PIB par composante .....	39
Graphique 5.3 : Contributions de certaines branches d'activité à la croissance .....	39
Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé .....	40

Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels .....	40
Graphique 5.6 : Output-gap global .....	41
Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente.....	43
Graphique 6.2 : Contributions à l'inflation .....	43
Graphique 6.3 : Cours du Brent et indice des prix des carburants .....	43
Graphique 6.4 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables .....	43
Graphique 6.5 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente.....	44
Graphique 6.6 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation .....	44
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises .....	45
Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres .....	45
Graphique 6.9 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier .....	45
Graphique 6.10 : Principaux indices des prix à la production industrielle .....	45
Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro .....	50
Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis .....	50
Graphique 7.3 : Prix du Brent.....	51
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires .....	51
Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro .....	51
Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis .....	51
Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR.....	52
Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision .....	56
Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision .....	57
Graphique 7.10 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap .....	57
Graphique 7.11: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision .....	57

## 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 groupement d'utilisation de produits .....	25
Tableau 2.3 : Balance des services .....	26
Tableau 2.4 : Investissements directs .....	26
Tableau 3.1 : Taux des bons du Trésor sur le marché primaire .....	28
Tableau 3.2 : Taux créditeurs .....	28
Tableau 3.3 : Taux débiteurs .....	29
Tableau 4.1 : Recettes ordinaires .....	35
Tableau 4.2 : Exécution des dépenses publiques .....	35
Tableau 4.3 : Financement du déficit .....	36

Tableau 4.4 : Endettement du Trésor .....	37
Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail .....	41
Tableau 6.1 : Inflation et ses composantes.....	42
Tableau 6.2 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables.....	44
Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements .....	54
Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire .....	54
Tableau 7.3 : Croissance économique .....	56
Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente .....	57

## LISTE DES ENCADRÉS

---

Encadré 5.1 : Nouvelle enquête sur la main-d'œuvre .....	41
--	----