



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 75 / 2025

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 24 JUIN 2025

Dépôt légal : 2025/0033

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

 @BankAlMaghrib

SOMMAIRE

PREAMBULE

COMMUNIQUE DE PRESSE	7
APERÇU GENERAL	10
1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX	17
1.1 Activité économique et emploi	17
1.2 Conditions monétaires et financières	18
1.3 Prix des matières premières et inflation	21
2. COMPTES EXTÉRIEURS	23
2.1 Balance commerciale	23
2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes	25
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	37
5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL	39
5.1 Demande intérieure	39
5.2 Demande extérieure	40
5.3 Offre globale	40
5.4 Marché du travail et capacités de production	41
6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION	43
6.1 Evolution de l'inflation	43
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation	45
6.3 Anticipations de l'inflation	46
6.4 Prix à la production	47
7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME	48
Synthèse	48
7.1 Hypothèses sous-jacentes	51
7.2 Projections macroéconomiques	54
7.3 Balance des risques	59
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	60
LISTE DES GRAPHIQUES	62
LISTE DES TABLEAUX	63

PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

Le Wali, Président

Le Directeur Général

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

Mme Mouna CHERKAOUI

M. Mohammed DAIRI

Mme Najat EL MEKKAOUI

M. Larabi JAÏDI

M. Mustapha MOUSSAOUI

M. Fathallah OUALALOU

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

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 24 juin 2025

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 24 juin sa deuxième réunion trimestrielle de l'année 2025.
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 2024.
3. Il a également passé en revue le déroulement du déploiement du nouveau programme de soutien au financement bancaire de la TPE lancé en mars dernier et le projet de la charte dédiée à cette catégorie d'entreprises. Ce dernier prévoit notamment la mise en place d'une offre de crédit adaptée, la simplification des procédures, l'optimisation des systèmes de garantie, l'accompagnement non financier et des dispositifs de suivi de la mise en œuvre.
4. Le Conseil a par la suite analysé l'évolution de la conjoncture économique nationale et internationale et examiné les projections macroéconomiques à moyen terme de Bank Al-Maghrib. Sur le plan international, le Conseil a noté le niveau exceptionnel d'incertitude, induit notamment par la nouvelle politique commerciale des Etats-Unis, les conflits en Ukraine et au Moyen-Orient ainsi que la guerre Israël-Iran. Dans ce contexte, la croissance de l'économie mondiale devrait continuer son ralentissement ce qui favoriserait la poursuite de la tendance baissière de l'inflation.
5. Au niveau national, les dernières données disponibles font ressortir une nette accélération du rythme de l'activité dans les secteurs non agricoles. Cette dynamique devrait se poursuivre à moyen terme, à la faveur notamment de l'investissement dans les infrastructures, dans le cadre des efforts consentis par notre pays pour l'atténuation de l'impact du changement climatique et pour la préparation de l'accueil d'événements internationaux d'envergure à l'horizon 2030. Cette amélioration notable de la croissance non agricole devrait soutenir la reprise tangible de l'emploi observée au cours des derniers trimestres.
6. S'agissant de l'inflation, elle a marqué un très net ralentissement au cours des derniers mois, passant de 2% en moyenne au premier trimestre de cette année à 0,7% en avril puis à 0,4% en mai. Cette évolution reflète principalement la décélération de la hausse des prix des produits alimentaires, en particulier ceux des « viandes fraîches ». Selon les projections de Bank Al-Maghrib, l'inflation terminerait l'année 2025 sur une moyenne autour de 1% avant de s'établir à 1,8% en 2026 et sa composante sous-jacente devrait connaître une évolution similaire. Ces perspectives restent entourées de fortes incertitudes liées notamment, au plan externe, aux politiques commerciales et aux implications des conflits et des tensions géopolitiques, et au niveau interne, à l'évolution de l'offre des produits agricoles.
7. Le Conseil a, par ailleurs, noté que les anticipations d'inflation demeurent ancrées, les experts du secteur financier tablant, au deuxième trimestre 2025, sur des taux de 2,3% en moyenne à l'horizon de 8 trimestres et de 2,5% à 12 trimestres.

8. Sur le volet de la transmission des précédentes décisions, la baisse des taux débiteurs assortissant les crédits bancaires au secteur non financier se poursuit. Les données relatives au premier trimestre 2025 montrent un recul cumulé de 45 points de base (pb) depuis le début de l'assouplissement monétaire en juin 2024.
9. Tenant compte de l'évolution de l'inflation à des niveaux en ligne avec l'objectif de stabilité des prix à moyen terme, de la nette accélération de la croissance non agricole et de l'ancrage des anticipations, le Conseil a décidé, au regard des fortes incertitudes qui entourent les perspectives, de maintenir le taux directeur inchangé à 2,25%. Il continuera de suivre de près la transmission de ses baisses récentes de ce taux, notamment vers les conditions de financement des TPME, et de fonder ses décisions futures réunion par réunion sur la base des données les plus actualisées.
10. Sur les marchés internationaux des matières premières, les prévisions basées sur les données disponibles à fin mai tablent sur la poursuite de la tendance baissière des cours du pétrole, favorisée par le renforcement de la production de l'OPEP+ et l'augmentation des stocks américains. Le prix du Brent en particulier devrait revenir de 79,8 dollars le baril en moyenne en 2024 à 66,8 dollars en 2025 puis à 64,8 dollars en 2026. Pour le phosphate brut d'origine marocaine, les prix diminueraient, selon les projections de la Commodities Research Unit, de 214 dollars la tonne en 2024 à 206 dollars en 2025 puis à 183 dollars en 2026, alors que ceux de ses dérivés s'orienteraient à la hausse en 2025, en lien avec le repli de l'offre mondiale. Le cours du DAP ressortirait ainsi à 689 dollars la tonne en 2025 avant de reculer à 678 dollars en 2026, et celui du TSP s'établirait à 540 dollars puis à 535 dollars. Pour ce qui est des produits alimentaires, après une baisse de 2% en 2024, l'indice FAO connaîtrait des progressions de 4,4% en 2025 et de 1% en 2026.
11. S'agissant des perspectives de l'économie mondiale, la croissance ralentirait de 3,2% en 2024 à 2,8% cette année puis à 2,6% en 2026. Dans les économies avancées, elle décélérerait aux Etats-Unis à 1,5% en 2025 avant d'afficher une légère amélioration à 1,7% en 2026, et se limiterait dans la zone euro à 1% puis à 1,5% respectivement. Au niveau des principaux pays émergents, la hausse marquée des exportations de la Chine en anticipation de la dégradation des conditions tarifaires devrait soutenir la croissance en 2025, celle-ci devant s'établir à 4,9% avant de ralentir à 3,9% en 2026, tandis qu'en Inde, l'économie demeurerait vigoureuse, avec une progression du PIB en volume de 7,4% puis de 6,2% respectivement.
12. Dans ces conditions, l'inflation continuerait sa décélération au niveau mondial en 2025, revenant à 3% au lieu de 3,7% une année auparavant, puis s'accroîtrait légèrement à 3,2% en 2026. Dans les principales économies avancées, elle ralentirait à 2,2% en 2025 et en 2026 dans la zone euro, tandis qu'aux Etats-Unis, elle reculerait à 2,8% en 2025 avant de s'accélérer à 3,3% en 2026, en lien essentiellement avec les nouvelles mesures tarifaires de l'administration américaine.
13. Concernant l'orientation des politiques monétaires, la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 5 juin, d'abaisser ses trois taux de 25 pb pour la septième fois d'affilée et la huitième depuis juin 2024. De son côté, lors de sa réunion des 17 et 18 juin, la FED a maintenu, pour la quatrième fois consécutive, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [4,25%-4,50%].
14. Au niveau national, la croissance économique a atteint, selon les données des comptes nationaux annuels publiés par le HCP, 3,8% en 2024, un rythme bien plus rapide que ce que laissaient présager les données trimestrielles relatives à la même année. Selon les projections actualisées de Bank Al-Maghrib, elle devrait connaître une nette accélération cette année pour s'établir à 4,6%, puis se

consoliderait à 4,4% en 2026. La valeur ajoutée agricole augmenterait de 5% en 2025, tenant compte d'une récolte céréalière estimée par le Département de l'Agriculture à 44 millions de quintaux (MQx), puis de 3,2% en 2026, sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 50 MQx. Pour les secteurs non agricoles, à la faveur principalement d'une forte dynamique de l'investissement dans les infrastructures, leur croissance avoisinerait 4,5% en 2025 et en 2026.

15. S'agissant des comptes extérieurs, les échanges devraient se renforcer à moyen terme, l'impact direct des mesures tarifaires américaines devant rester limité. Ainsi, les exportations s'accroîtraient de 5,1% en 2025 et de 9% en 2026, tirées notamment par une expansion de celles de phosphate et dérivés qui atteindraient 106,7 milliards de dirhams en 2026. En revanche, au regard de la situation défavorable sur le marché européen, les ventes de l'industrie automobile connaîtraient une quasi-stagnation en 2025, avant d'afficher une nette reprise en 2026, pour s'établir à 188 milliards de dirhams. En parallèle, les importations augmenteraient de 5,1% cette année et de 7% la suivante, portées en particulier par une progression des acquisitions de biens d'équipement, alors que la facture énergétique s'allégerait davantage pour revenir à 96 milliards en 2026. De leur côté, les recettes de voyages continueraient d'enregistrer des performances remarquables pour s'établir à 128,4 milliards en 2026, tandis que les transferts des MRE poursuivraient le recul observé ces derniers mois pour terminer l'année en cours en baisse, avant de s'orienter de nouveau à la hausse pour terminer l'année 2026 à près de 121 milliards. Dans ces conditions, le déficit du compte courant resterait contenu oscillant autour de 2% du PIB en 2025 et en 2026. Quant aux investissements directs étrangers, ils maintiendraient leur tendance haussière pour se situer à l'équivalent de 3,5% du PIB en 2026. Au total, tenant compte notamment des financements extérieurs du Trésor, les avoirs officiels de réserve se renforceraient à 407 milliards de dirhams à fin 2025 puis à 423,7 milliards à fin 2026, avoisinant l'équivalent de 5 mois et demi d'importations de biens et services.
16. Concernant les conditions monétaires, le déficit de liquidité devrait s'atténuer à 122,5 milliards de dirhams à fin 2025, avant de se creuser à 140 milliards en 2026. Au regard de l'évolution prévue de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, le crédit bancaire au secteur non financier connaîtrait une nette accélération avec une progression de plus de 6% en 2025 et en 2026 au lieu de 2,7% en moyenne durant les deux années précédentes. S'agissant du taux de change effectif réel, il devrait ressortir quasi-stable au terme de 2026, avec une appréciation de 1,9% cette année suivie d'un recul de 1,7% en 2026.
17. Sur le volet des finances publiques, l'exécution budgétaire au titre des quatre premiers mois de 2025 indique une poursuite de l'amélioration des recettes ordinaires, qui ressortent en augmentation de près de 17%, portées par la progression des rentrées fiscales. En parallèle, les dépenses globales se sont alourdies de 23,6%, reflétant l'accroissement aussi bien des dépenses ordinaires que celles au titre de l'investissement. Tenant compte de ces réalisations, des données de la loi de finances 2025 et de la Programmation Budgétaire Triennale 2025-2027 ainsi que des crédits supplémentaires ouverts par le Gouvernement en avril, le déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'Etat, devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, se maintenir à 3,9% du PIB en 2025 avant de s'alléger à 3,4% en 2026.

APERÇU GENERAL

Après un « atterrissage en douceur » en 2024, l'économie mondiale fait face depuis début d'avril à un niveau exceptionnel d'incertitude et à un risque de ralentissement sensible suite aux annonces successives de mesures tarifaires par l'Administration américaine. Les signes de cet affaiblissement se manifestent en particulier par des perturbations des chaînes d'approvisionnement et une volatilité accrue sur les marchés financiers. Dans ces conditions, plusieurs institutions internationales dont le FMI, l'OCDE et la Banque mondiale, ont révisé à la baisse leurs prévisions de croissance à moyen terme tout en soulignant que l'impact reste fortement incertain et dépendrait de la configuration finale des mesures tarifaires et des réactions qu'elles susciteraient auprès des autres pays.

Les dernières données disponibles des comptes nationaux sont relatives au premier trimestre de 2025 et font ressortir une légère décélération de la **croissance économique** en glissement annuel aux Etats-Unis, à 2,1% après 2,5% un trimestre auparavant. Dans la zone euro, le rythme de l'activité s'est accéléré de 1,2% à 1,5%, avec des contrastes importants entre pays membres. Il s'est maintenu à 0,6% en France, a légèrement progressé de 0,6% à 0,7% en Italie, a ralenti de 3,3% à 2,8% en Espagne, et en Allemagne, le PIB en volume est resté stable après une légère contraction de 0,2%. Pour ce qui est des autres économies avancées, la croissance s'est améliorée de 1,4% à 1,7% au Japon, tandis qu'elle a décéléré de 1,5% à 1,3% au Royaume-Uni.

Les économies émergentes ont connu des développements tout aussi différenciés. En effet, le rythme de l'activité est resté vigoureux en Inde à 7,4%, contre 6,4% un trimestre auparavant, a ralenti de 3,6% à 2,9% au Brésil, de 3% à 2% en Turquie et de 4,5% à 1,4% en Russie, tandis qu'il s'est stabilisé à 5,4% en Chine.

Sur les **marchés du travail des économies avancées**, les conditions restent globalement favorables. Les données du mois de mai font ressortir une stabilisation du taux de chômage aux Etats-Unis à 4,2%, parallèlement à des créations d'emplois de 139 mille, après 147 mille le mois précédent. Dans la zone euro, ce taux a légèrement décéléré de 6,3% en mars à 6,2% en avril, avec des contrastes entre pays membres. Il est resté inchangé en Espagne à 10,9% et en Allemagne à 3,6%, et a reculé en Italie à 5,9% et en France à 7,1%.

Au niveau des marchés financiers, la performance enregistrée en 2024 par les places boursières des principales économies avancées s'est globalement poursuivie au cours des cinq premiers mois de l'année 2025. En effet, l'Eurostoxx 50 s'est accru de 6,8% et le FTSE 100 de 3,7%, alors que le Dow Jones Industrials et le Nikkei 225 ont reculé de 3,1% et 4,8% respectivement. Ces évolutions se sont accompagnées d'une augmentation de l'aversion au risque tant sur les marchés financiers américains qu'européens, avec des accroissements, à fin mai, à 19,2 pour l'indice VIX et à 20,3 pour le VSTOXX, avec des pics de 52,3 et de 46,7 atteints les 8 et 7 avril, soit respectivement les niveaux les plus élevés depuis janvier 2020 (pandémie de la Covid-19) et depuis mars 2022 (après le déclenchement de la guerre en Ukraine). Concernant les économies émergentes, le MSCI EM a connu, sur les cinq premiers mois de l'année, une hausse de 1,3%, liée notamment à celle du sous-indice chinois.

S'agissant des **marchés obligataires** souverains, les rendements à long terme, en particulier ceux des obligations américaines, ont connu de fortes fluctuations au cours des cinq premiers mois de cette année et ce, en lien avec les inquiétudes liées à la situation des finances publiques et les fortes incertitudes autour des politiques commerciales. Ainsi, le taux à 10 ans s'est situé au mois de mai à 4,4% en moyenne pour les Etats-Unis, à 2,6% pour l'Allemagne, à 3,3% pour la France, à 3,2% pour l'Espagne et à 3,6% pour l'Italie. Pour les principales économies émergentes, ce taux a enregistré des replis à 1,7% pour la Chine, à 14,1% pour le Brésil et à 6,3% pour l'Inde, tandis qu'il s'est accru à 31,5% pour la Turquie.

Sur les marchés de change, au terme des cinq premiers mois de l'année, l'euro s'est apprécié de 3,5% par rapport au dollar, en lien notamment avec les inquiétudes entourant les politiques commerciale et budgétaire américaines. Il s'est également apprécié de 1,6% vis-à-vis du yen japonais et de 0,1% 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, le cours du **Brent** a affiché une baisse mensuelle de 5,2% à 64,2 dollars le baril en mai, et ressort en recul de 21,7% en glissement annuel, en lien notamment avec la hausse de la production des pays de l'OPEP+ et les inquiétudes sur la demande mondiale. Pour leur part, les produits hors énergie ont vu leur cours augmenter de 1%, portés en particulier par les appréciations des prix des métaux et minerais et de ceux des produits agricoles. En comparaison annuelle, ils ressortent en baisse de 1,3%, reflétant principalement celle de 8,4% pour les métaux et minerais. S'agissant du phosphate et dérivés, les cours du DAP et du TSP se sont accrus, en glissement mensuel, de 5,4% à 669,2 dollars la tonne et de 9,2% à 541,5 dollars respectivement, alors que ceux du phosphate brut sont restés stables à 152,5 dollars. En glissement annuel, les prix ressortent en appréciation de 28,2% pour le DAP et de 24,5% pour le TSP, tandis que ceux du phosphate brut sont restés inchangés.

Dans ce contexte, **l'inflation** aux Etats-Unis a légèrement progressé de 2,3% en avril à 2,4% en mai. En revanche, dans la zone euro, elle a connu une décélération de 2,2% à 1,9%, reflétant notamment celles de 2,2% à 2,1% en Allemagne, de 0,9% à 0,6% en France, de 2,2% à 2% en Espagne et de 2% à 1,7% en Italie. De même, un léger ralentissement, de 3,5% à 3,4%, a été enregistré aussi bien au Japon qu'au Royaume-Uni. Dans les grandes économies émergentes, l'inflation est restée en territoire négatif en Chine, se stabilisant à -0,1% en mai, tandis qu'elle a décéléré de 5,5% à 5,3% au Brésil, de 3,2% à 2,8% en Inde et de 10,2% à 9,9% en Russie.

Concernant l'orientation des politiques monétaires, la **BCE** a décidé, à l'issue de sa réunion du 5 juin, de réduire ses trois taux d'intérêt directeurs de 25 points de base, soit la septième baisse consécutive et la huitième depuis juin 2024, indiquant que l'inflation se situe actuellement autour de l'objectif de 2%. Les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont été ainsi ramenés à 2,00%, 2,15% et 2,40% respectivement. Pour sa part, lors de sa réunion des 17 et 18 juin, la **FED** a maintenu, pour la quatrième fois consécutive, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [4,25%-4,50%] dans un contexte caractérisé par une inflation quelque peu élevée, un rythme soutenu de l'activité économique et un marché du travail solide.

Au niveau national, la croissance économique s'est établie à 3,8% en 2024 après 3,7% en 2023, résultat d'une amélioration de 4,8% de la croissance des activités non agricoles et d'un recul de 4,8% de la valeur ajoutée agricole. Du côté de la demande, sa composante intérieure a contribué positivement à la croissance à hauteur de 6,3 points de pourcentage, alors que la participation des échanges extérieurs est restée négative à hauteur de 2,5 points.

Sur le marché du travail, l'économie nationale a enregistré une création nette de 282 mille emplois au premier trimestre 2025. A l'exception de l'agriculture qui a accusé une nouvelle baisse de 72 mille emplois, les autres secteurs ont connu des créations s'élevant à 216 mille dans les services, à 83 mille dans l'industrie et à 52 mille dans le BTP. Tenant compte d'une entrée nette de 266 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité s'est amélioré de 0,3 point à 42,9% globalement, de 0,4 point à 41,5% en milieu urbain et est ressorti quasi-stable à 45,6% dans les campagnes. En parallèle, le taux de chômage a diminué de 13,7% à 13,3% au niveau national et de 17,6% à 16,6% dans les villes, alors qu'il a augmenté de 6,8% à 7,3% dans les zones rurales.

Au plan des **comptes extérieurs**, les données relatives aux quatre premiers mois de l'année 2025 laissent indiquer, comparativement à la même période une année auparavant, une accélération du rythme de progression des échanges de biens et une poursuite de la bonne performance des recettes de voyages et de celles d'IDE. En effet, les importations ont affiché un accroissement de 9,1% à 263 milliards de dirhams et les exportations une hausse de 1,2% à 154,1 milliards, le déficit commercial s'étant, en conséquence, creusé à 108,9 milliards et le taux de couverture ayant reculé de 4,6 points à 58,6%. Les importations ont été principalement tirées par des augmentations de 13,3% des biens d'équipement, de 11,5% des produits finis de consommation et de 7,6% des demi-produits, alors que la facture énergétique s'est, à l'inverse, allégée de 4,9%. Quant aux exportations, leur amélioration reflète essentiellement celles de 12,3% des ventes de phosphate et ses dérivés et de 14% de celles de l'industrie aéronautique, tandis que les ventes du secteur automobile ont accusé un repli de 7%. En parallèle, les recettes de voyages ont connu une expansion de 7,5%, et les dépenses au même titre se sont accrues de 3,5%. Les transferts des MRE se sont, en revanche, contractés de 3,7% à 35,9 milliards de dirhams. En ce qui concerne les principales opérations financières, les recettes d'IDE ont augmenté de 22,8% à 17,2 milliards de dirhams, alors que les investissements directs marocains à l'étranger ont accusé une baisse de 21,9% à 6 milliards. Dans ces conditions, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est renforcé, à fin avril 2025, à 390,7 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 12 jours d'importations de biens et services. Les données à fin mai montrent qu'ils ont atteint 401,9 milliards de dirhams.

Au niveau des **conditions monétaires**, le besoin de liquidité des banques s'est atténué à 129,5 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire au premier trimestre 2025 puis à 113,1 milliards en moyenne en avril et mai 2025. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a ramené le montant de ses injections à 144 milliards, puis à 127,8 milliards respectivement. Les conditions monétaires au premier trimestre 2025 ont été caractérisées par une appréciation trimestrielle de 0,8% du taux de change effectif réel et une diminution de 10 points de base du taux débiteur moyen global à 5%, soit un recul de 45 points

depuis le début de l'assouplissement monétaire en juin 2024. Concernant le crédit bancaire au secteur non financier, il a enregistré une accélération de son rythme de 3,9% au premier trimestre à 4,2% en avril, reflétant celles de la croissance des prêts de 2,3% à 2,6% pour les ménages, et de 2,1% à 2,3% pour les entreprises privées

S'agissant des **finances publiques**, l'exécution budgétaire au titre des quatre premiers mois de 2025 s'est soldée par un déficit budgétaire de 17,5 milliards de dirhams, au lieu de 6 milliards un an auparavant. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 16,9% à 148,7 milliards, recouvrant principalement une hausse de 18,9% des rentrées fiscales et une baisse de 4,1% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 25,6% à 146,2 milliards, traduisant essentiellement des accroissements de 33,4% de celles de biens et services et de 27,5% de celles en intérêts de la dette, tandis que les charges de compensation se sont repliées de 25,9%. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 2,5 milliards, au lieu de 10,8 milliards un an auparavant. Pour sa part, l'investissement a connu une hausse de 15,7% à 34,9 milliards, portant les dépenses globales à 181,1 milliards, en augmentation de 23,6%. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il est ressorti excédentaire de 14,9 milliards contre 13,4 milliards un an auparavant. Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 15,7 milliards, le déficit de caisse s'est creusé à 33,2 milliards, contre 10,2 milliards à fin avril 2024. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures nettes de 4,6 milliards et par un flux net extérieur positif de 28,6 milliards de dirhams. Ainsi, l'encours de la dette publique directe se serait accru de 4,1% à fin avril 2025 par rapport à son niveau à fin décembre 2024.

Au niveau de la **Bourse de Casablanca**, les cours ont poursuivi leur tendance haussière, portant la performance de l'indice MASI à 21,7% depuis fin décembre 2024. Cette évolution recouvre en particulier des progressions des indices sectoriels de 8,6% pour le secteur des « Bâtiments et Matériaux de Construction », de 33,8% pour celui de l'« Electricité », ainsi que des reculs de 11,1% pour les « Télécommunications » et de 17,6% pour la « Participation et promotion immobilières ». S'agissant du volume des échanges, il s'est établi à 21,6 milliards en avril et mai, après 33,5 milliards de dirhams au cours du premier trimestre 2025, réalisé principalement sur le marché central action. Dans ces conditions, la capitalisation boursière a atteint 944,6 milliards de dirhams, en accroissement de 2,1% par rapport au mois de mars et de 25,5% depuis décembre 2024.

Sur le **marché immobilier**, les prix ont reculé, d'un trimestre à l'autre, de 1,8% au premier trimestre 2025, reflétant des diminutions de 2,1% pour le résidentiel, de 2,5% pour le foncier et de 0,7% pour les biens à usage professionnel. En parallèle, les transactions se sont contractées de 30,3% globalement, avec des replis allant de 29,3% pour les biens résidentiels à 33,1% pour les terrains.

Dans ce contexte, **l'inflation** est revenue de 2% en moyenne au premier trimestre 2025 à 0,6% en moyenne en avril et mai. Cette évolution traduit principalement le ralentissement de l'inflation sous-jacente de 1,9% à 1%, en lien notamment avec la décélération de sa composante alimentaire, ainsi que l'atténuation de la progression des prix des produits alimentaires à prix volatils de 5,1% à 0,2%. De même,

les prix des carburants et lubrifiants ont vu leur repli s'accroître de 9,8% à 14,6%. En revanche, les tarifs réglementés se sont accrus de 2,1%, au lieu de 2,6%. Pour ce qui est des anticipations d'inflation des experts du secteur financier au titre du premier trimestre 2025, elles se sont établies à 2,3%, au lieu de 2,2% un trimestre auparavant, à l'horizon des huit prochains trimestres, et à 2,5%, après 2,4%, à l'horizon des 12 prochains trimestres.

En termes de perspectives, l'économie mondiale devrait poursuivre son ralentissement dans un contexte de fortes incertitudes liées notamment à l'orientation des politiques économiques, en particulier commerciales, ainsi qu'à leurs implications. Sa croissance devrait ainsi revenir de 3,2% en 2024 à 2,8% cette année puis à 2,6% en 2026. Aux Etats-Unis, le relèvement des droits de douane pèserait sur l'activité, la croissance devant décélérer de 2,8% en 2024 à 1,5% en 2025, puis s'établirait à 1,7% en 2026. Dans la zone euro, l'économie bénéficierait de la hausse des dépenses, notamment en Allemagne, mais serait freinée par les tensions commerciales. Elle continuerait ainsi d'évoluer à un rythme faible, quoiqu'en légère accélération, passant de 0,8% en 2024 à 1% en 2025 puis à 1,5% en 2026. Au Royaume-Uni, elle se stabiliserait à 1,1% en 2025, en raison particulièrement du ralentissement de la demande mondiale et du resserrement budgétaire, et se maintiendrait à ce niveau en 2026, tandis qu'au Japon, et après une légère hausse de 0,2% en 2024, le PIB devrait croître en termes réels de 0,8% en 2025, puis de 0,5% en 2026.

Dans les principaux pays émergents, la croissance de l'économie chinoise se stabiliserait à 4,9% en 2025, soutenue par l'augmentation marquée des exportations, avant de baisser à 3,9% en 2026, pâtissant des difficultés persistantes du secteur immobilier et de la faiblesse de la demande mondiale. En Inde, l'activité resterait vigoureuse, avec une croissance qui passerait de 6,6% en 2024 à 7,4% cette année puis à 6,2% en 2026 et ce, à la faveur principalement de la reprise de l'activité manufacturière et des services. Au Brésil, la croissance décélérerait de 2,9% en 2024 à 2% en 2025, puis à 1% en 2026, et en Russie, elle devrait ralentir de 4,4% en 2024 à 0,4% en 2025, en raison notamment des prix bas du pétrole et du recul de la demande extérieure, puis se situerait à 0,7% en 2026.

Sur les **marchés des matières premières**, les cours du pétrole maintiendraient leur tendance baissière. Le prix du Brent en particulier devrait revenir de 79,8 dollars le baril en 2024 à 66,8 dollars en 2025 puis à 64,8 dollars en 2026. Pour ce qui est du phosphate et dérivés marocains, le cours du **DAP** devrait, selon les projections de la Commodities Research Unit, augmenter de 586 dollars la tonne en 2024 à 689 dollars cette année puis reviendrait à 678 dollars en 2026. Celui du **TSP** passerait de 436 dollars la tonne à 540 dollars, puis à 535 dollars en 2026. En revanche, le prix de la **roche** poursuivrait sa tendance baissière, revenant de 214 dollars la tonne en 2024 à 206 dollars en 2025, puis à 183 dollars en 2026. S'agissant des denrées alimentaires, après le repli de 2% enregistré en 2024, l'indice **FAO** devrait augmenter de 4,4% en 2025 et de 1% en 2026.

Dans ces conditions, **l'inflation mondiale** poursuivrait sa décélération pour ressortir à 3% cette année, contre 3,7% en 2024, puis se situerait à 3,2% en 2026. Dans la zone euro, elle ralentirait de 2,4% en 2024 à 2,2% en 2025, et se maintiendrait à ce niveau en 2026, et aux Etats-Unis, elle passerait de 3% à 2,8% cette année, avant de s'accroître à 3,3% en 2026.

Au niveau national, la dynamique des échanges extérieurs de biens et services devrait se poursuivre sur l'horizon de prévision. Les exportations s'amélioreraient de 5,1% en 2025, portées essentiellement par une augmentation de 20,1% de celles de phosphates et dérivés, puis de 9% en 2026, sous l'effet essentiellement de l'accélération prévue du rythme de progression des expéditions du segment de la construction automobile. Les importations devraient, pour leur part, augmenter de 5,1% en 2025 puis de 7% en 2026, reflétant en particulier une forte progression des acquisitions de biens d'équipement, en lien avec la poursuite de la dynamique de l'investissement. En parallèle, les recettes de voyages devraient maintenir leur bonne performance, avec des accroissements de 8,3% en 2025 et de 5,3% en 2026 pour atteindre 128,4 milliards de dirhams. Quant aux transferts des MRE, ils devraient, sous l'hypothèse de la poursuite de leur tendance baissière, terminer l'année en repli de 3,3%, avant de s'accroître de 5,1% à 120,9 milliards en 2026. Dans ces conditions, après s'être établi à 1,2% du PIB en 2024, le déficit du compte courant devrait se situer autour de 2,2% en 2025 et de 2% en 2026. Concernant les IDE, les projections tablent sur un flux de recettes équivalent à 3,3% du PIB en 2025 et à 3,5% en 2026.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve devraient s'élever à 407 milliards de dirhams à fin 2025 puis à 423,7 milliards à fin 2026, représentant des couvertures de 5 mois et 11 jours et 5 mois et 17 jours d'importations de biens et services respectivement.

S'agissant des **conditions monétaires**, le déficit de liquidité bancaire devrait s'alléger pour ressortir à 122,5 milliards de dirhams à fin 2025. En 2026, il se creuserait à près de 140 milliards, en lien essentiellement avec la progression des billets et monnaies en circulation. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte des réalisations, des projections de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, il devrait connaître des bonds de 6,2% en 2025 et de 6,1% en 2026.

Sur le volet des **finances publiques**, le déficit budgétaire se stabiliserait à 3,9% du PIB en 2025, soit le même niveau qu'en 2024. Cette prévision tient compte des crédits supplémentaires ouverts au titre du budget général de 13 milliards de dirhams consacrés à la couverture d'une partie de l'augmentation des salaires publics et au soutien de certains établissements et entreprises publics (EEP), et du relèvement des prévisions des rentrées fiscales en raison d'une meilleure performance au titre des réalisations à fin avril 2025. En 2026, le déficit s'atténuerait à 3,4% du PIB, recouvrant notamment l'intégration de l'impact des hausses des salaires publics et des investissements, ainsi qu'une meilleure performance du produit fiscal.

Pour ce qui est de la **croissance économique**, elle devrait s'accroître de 3,8% en 2024 à 4,6% cette année, puis se consoliderait à 4,4% en 2026. Cette évolution reflèterait un accroissement de la valeur ajoutée agricole de 5% en 2025, tenant compte d'une récolte céréalière de 44 millions de quintaux (MQx) estimée par le Département de l'Agriculture, suivie d'une hausse de 3,2% en 2026, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne de 50 MQx. Pour les activités non agricoles, elles devraient poursuivre leur amélioration, tirée notamment par les grands chantiers d'infrastructures et le dynamisme touristique, avec une progression de 4,5% en 2025 et en 2026.

Dans ce contexte, après la décélération à 0,9% en 2024, **l'inflation** continuerait d'évoluer à des niveaux modérés, se situant à 1,1% en 2025 et à 1,8% en 2026. Sa **composante sous-jacente**, quant à elle, ralentirait de 2,2% en 2024 à 1,2% en 2025, avant de remonter à 1,8% en 2026, sous l'effet principalement du ralentissement de la progression des prix des « viandes fraîches » et du recul de l'inflation importée.

Les incertitudes entourant les perspectives de l'économie mondiale demeurent élevées, exacerbées par les tensions commerciales, en lien notamment avec les récentes mesures adoptées par la nouvelle administration américaine. Celles-ci risquent de freiner les échanges internationaux, de perturber les chaînes d'approvisionnement et de peser sur les investissements, tout en accentuant les pressions inflationnistes. À cela s'ajoutent les difficultés persistantes du secteur immobilier en Chine. Par ailleurs, la recrudescence du conflit au Moyen-Orient et la persistance de la guerre en Ukraine pourraient fragiliser davantage l'activité économique mondiale et perturber les chaînes d'approvisionnement, en particulier énergétiques et alimentaires.

Au niveau national, les principaux risques pour l'activité économique sont liés à la récurrence des sécheresses et à l'aggravation du stress hydrique. En revanche, les chantiers lancés ou programmés dans le cadre de l'accueil de manifestations sportives internationales peuvent stimuler l'investissement et susciter un optimisme quant à un rythme plus rapide de la croissance. En ce qui concerne l'inflation, les risques restent orientés à la hausse. Outre les pressions externes, des conditions climatiques défavorables pourraient entraîner une flambée des prix des denrées alimentaires, exacerbant ainsi les pressions inflationnistes. Par ailleurs, l'évolution des prix des viandes fraîches reste entourée de fortes incertitudes, liées en particulier aux contraintes d'approvisionnement et aux comportements de consommation, notamment durant la période de l'Aïd Al-Adha.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

L'environnement international a été marqué au cours du premier semestre de 2025 par un niveau exceptionnellement élevé d'incertitude, en lien avec les politiques commerciales des Etats-Unis et la persistance des tensions géopolitiques. Ce contexte défavorable commence à se refléter sur l'activité économique dans certaines économies avancées. Parallèlement, l'inflation a poursuivi sa tendance baissière notamment dans la zone euro, où elle se rapproche de l'objectif de la BCE, ainsi qu'aux Etats-Unis où elle reste toutefois soumise à des pressions haussières émanant de la politique commerciale et budgétaire. Sur les marchés de l'emploi, la situation est restée globalement favorable dans les économies avancées. Sur les marchés financiers, ces évolutions se sont traduites par une forte volatilité et une augmentation du rendement à long terme des obligations souveraines des Etats-Unis. Pour ce qui est des marchés des matières premières, reflétant les inquiétudes sur la demande mondiale, les cours du Brent et des produits hors énergie, sont ressortis en baisse à fin mai en glissement mensuel. Toutefois, le cours du pétrole en particulier, a connu durant le mois de juin une hausse sensible accompagnée d'une forte volatilité suite au déclenchement du conflit Israël-Iran.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

L'économie mondiale a évolué depuis le début de 2025 dans un contexte marqué par de fortes incertitudes reflétant la conjonction de nombreux facteurs, notamment les tensions commerciales entre grandes puissances et les conflits prolongés dans certaines régions.

Dans ces conditions, les dernières données concernant l'activité économique relatives au premier trimestre 2025 font ressortir un ralentissement de la croissance à 2,1% aux Etats-Unis, après 2,5% le trimestre précédent. Dans la zone euro, la croissance a progressé à 1,5% contre 1,2%, avec toutefois des divergences marquées entre les pays membres. Ainsi, son rythme s'est légèrement accéléré à 0,7% en Italie,

s'est maintenu à 0,6% en France, tandis qu'il a connu une décélération à 2,8% en Espagne et une stagnation en Allemagne. Dans les autres économies avancées, les données indiquent une progression du PIB en volume de 1,7% contre 1,4% le trimestre précédent au Japon et de 1,3% après 1,5% au Royaume-Uni.

Dans les économies émergentes, la croissance s'est établie à 5,4% en Chine au premier trimestre 2025, soit le même rythme que le trimestre précédent. En Inde, le rythme de l'activité est resté vigoureux à 7,4% contre 6,4% un trimestre auparavant, tandis qu'il a ralenti de 4,5% à 1,4% en Russie.

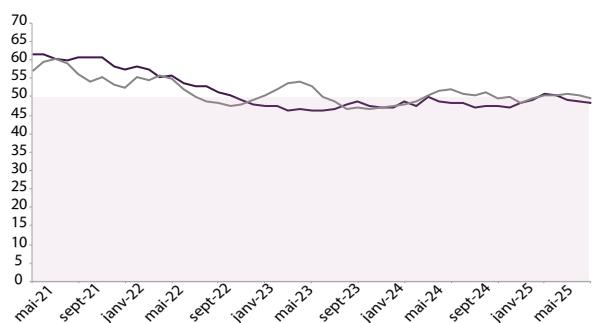
Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel (en %)

	2023				2024				2025
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Pays avancés									
Etats-Unis	2,3	2,8	3,2	3,2	2,9	3,0	2,7	2,5	2,1
Zone Euro	1,5	0,7	0,1	0,2	0,5	0,6	0,9	1,2	1,5
France	1,4	1,9	1,6	1,7	1,7	1,0	1,1	0,6	0,6
Allemagne	0,2	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	0,0
Italie	2,1	0,4	0,2	0,6	0,3	0,7	0,6	0,6	0,7
Espagne	3,9	2,4	2,2	2,3	2,7	3,3	3,3	3,3	2,8
Royaume-Uni	0,8	0,5	0,4	-0,2	0,7	1,1	1,2	1,5	1,3
Japon	2,2	1,7	1,0	0,7	-0,9	-0,5	0,7	1,4	1,7
Pays émergents									
Chine	4,7	6,5	5,0	5,3	5,3	4,7	4,6	5,4	5,4
Inde	6,9	9,7	9,3	9,5	8,4	6,5	5,6	6,4	7,4
Brésil	4,4	3,9	2,4	2,4	2,6	3,3	4,0	3,6	2,9
Turquie	4,5	4,6	6,5	4,6	5,4	2,4	2,2	3,0	2,0
Russie	-0,9	5,3	6,2	5,3	5,4	4,3	3,3	4,5	1,4

Source : Thomson Reuters Eikon et Eurostat.

Concernant les indicateurs avancés de l'activité, l'indice PMI composite de la zone euro s'est replié de 50,4 en avril à 50,2 en mai. De même, l'ISM manufacturier américain a reculé de 48,7 à 48,5 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 4,2%, parallèlement à des créations

d'emplois de 139 mille après 147 mille le mois précédent. Dans la zone euro, ce taux a baissé en avril à 6,2%, avec des évolutions variées entre les pays membres. Il est demeuré inchangé à 3,6% en Allemagne et à 10,9% en Espagne, tandis qu'il a reculé à 7,1% en France et à 5,9% en Italie. Au Royaume-Uni, les données d'avril indiquent un taux en hausse à 4,6%.

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

(en %)	2023	2024	2025		
			Mars	Avril	Mai
Etats-Unis	3,6	4,0	4,2	4,2	4,2
Zone euro	6,6	6,4	6,3	6,2	N.D
France	7,3	7,4	7,4	7,1	N.D
Allemagne	3,1	3,4	3,6	3,6	N.D
Italie	7,7	6,5	6,1	5,9	N.D
Espagne	12,2	11,4	10,9	10,9	N.D
Royaume-Uni	4,1	4,3	4,5	4,6	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 du 5 juin, d'abaisser ses trois taux d'intérêt directeurs de 25 points de base (pb), soit la septième baisse d'affilée, en indiquant que l'inflation se situe actuellement autour de l'objectif de 2%. En conséquence, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont été ramenés à respectivement 2,00%, 2,15% et 2,40%. Elle a, en outre, indiqué que les portefeuilles du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) se contractent à un rythme mesuré et prévisible, car l'Eurosystème ne réinvestit plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

Quant à la FED, elle a décidé à l'issue de sa réunion des 17 et 18 juin, pour la quatrième fois consécutive, de maintenir inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4,25%-4,50%]. Elle a précisé que, bien que les fluctuations des exportations

nettes aient affecté les données, les indicateurs récents indiquent que l'activité économique a continué de croître à un rythme soutenu, le taux de chômage reste faible tandis que l'inflation demeure quelque peu élevée. En parallèle, elle a annoncé qu'elle continuera à réduire les avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires.

De même, la Banque d'Angleterre a décidé à l'issue de sa réunion du 18 juin, de maintenir inchangé son taux directeur à 4,25%, après la baisse de 25 pb opérée le 8 mai dernier, en soulignant que des progrès substantiels ont été accomplis en matière de désinflation au cours des deux dernières années. De même, la Banque du Japon a décidé, à l'issue de sa réunion des 16 et 17 juin de maintenir inchangé son taux directeur à 0,5%, dans un contexte marqué par une incertitude élevée.

Pour ce qui est des principales économies émergentes, la Banque centrale de Chine a maintenu le 20 juin son principal taux directeur¹ à 3%, soit un niveau historiquement bas. De leur côté, en date du 6 juin, la Banque de Réserve de l'Inde et la Banque centrale de Russie ont réduit leur principal taux directeur respectivement de 50 pb à 5,5%, et de 100 pb à 20%. De même, la Banque centrale d'Afrique du Sud a diminué le 29 mai son taux directeur de 25 pb à 7,25%. La Banque centrale du Brésil a, quant à elle, décidé le 18 juin de relever son taux directeur de 50 pb à 15%, alors que la Banque centrale de Turquie a maintenu, le 19 juin, son taux directeur inchangé à 46%.

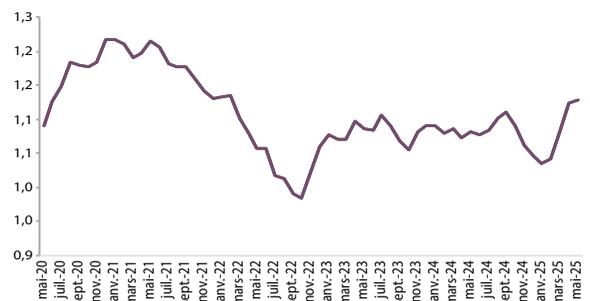
1.2.2 Marchés financiers

Sur les marchés de change, l'euro s'est apprécié sur les cinq premiers mois de l'année de 3,5% par rapport au dollar américain, pour s'établir à 1,12 dollar en moyenne en mai contre 1,03 en janvier. Cette évolution s'explique essentiellement par les incertitudes entourant les politiques commerciale et budgétaire américaines. L'euro a également

enregistré des appréciations de 1,6% vis-à-vis du yen japonais et de 0,1% face à la livre sterling.

Concernant les monnaies des principales économies émergentes, elles ont affiché des évolutions disparates par rapport au dollar au cours des cinq premiers mois de l'année 2025, avec des dépréciations pour le renminbi chinois (-0,2%) et du real brésilien (-5,1%), ainsi que des appréciations de la roupie indienne (+1,3%) et de la lire turque (+6,2%).

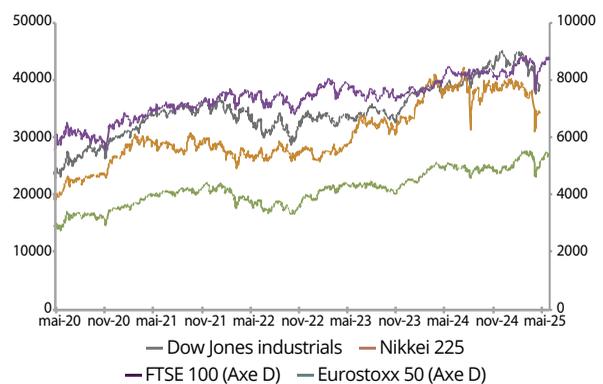
Graphique 1.2 : Evolution du taux de change euro/dollar



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés boursiers des principales économies avancées, la bonne performance enregistrée en 2024 s'est poursuivie pour certains pays au cours des cinq premiers mois de 2025. Ainsi, des gains de 6,8% ont été enregistrés pour l'Eurostoxx 50 et de 3,7% pour le FTSE 100, tandis que le Dow Jones Industrials a accusé un recul de 3,1% et le Nikkei 225 de 4,8%.

Graphique 1.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



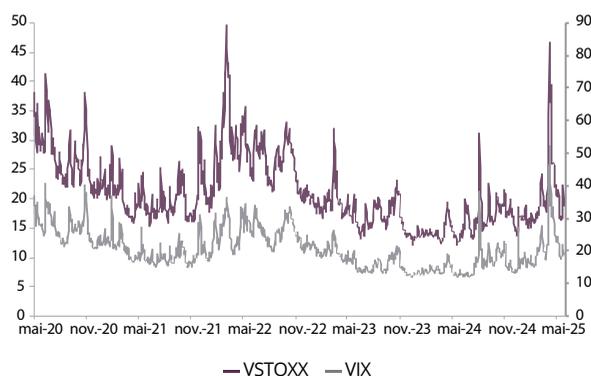
Source : Thomson Reuters Eikon.

¹ Le taux préférentiel à un an (« Loan Prime Rate »).

Ces évolutions se sont accompagnées d'une augmentation sensible de l'aversion au risque sur les marchés financiers américains, l'indice VIX s'étant établi à 19,2 en mai contre 15,8 en décembre avec un pic de 52,3 atteint le 8 avril, soit le niveau le plus élevé depuis janvier 2020 (pandémie de la Covid-19), ainsi qu'européens, avec un accroissement du VSTOXX à 20,3 contre 17,9 en décembre 2024 et un pic de 46,7 enregistré le 7 avril, soit le plus haut niveau depuis mars 2022 (suite au déclenchement du conflit russo-ukrainien).

Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM a enregistré, sur les cinq premiers mois de l'année, une hausse de 1,3%, liée notamment à celle de 8,9% du sous-indice chinois.

Graphique 1.4 : Evolution du VIX et du VSTOXX



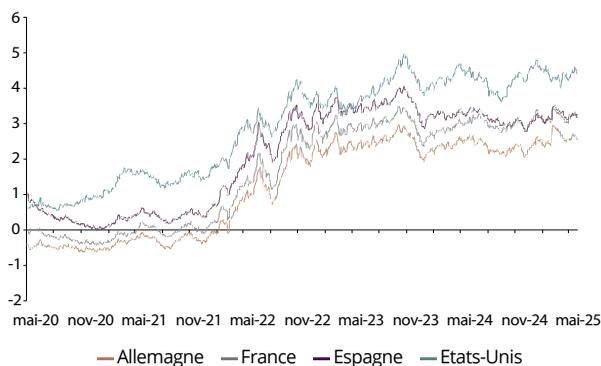
Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés de la dette souveraine, en lien avec les inquiétudes quant à la situation des finances publiques de plusieurs pays avancés² et les fortes incertitudes autour des politiques commerciales, les taux de rendements à long terme, notamment ceux des obligations américaines, ont connu de fortes fluctuations au cours des cinq premiers mois de cette année. Ainsi, le taux à 10 ans s'est situé à 4,4% pour les Etats-Unis, à 2,6% pour l'Allemagne,

² Comme en attestent l'adoption le 22 mai 2025 par la Chambre des représentants des Etats-Unis du projet de loi budgétaire expansionniste du Président Trump incluant un plan de réduction d'impôts, ainsi que le programme de relance budgétaire annoncé en mars 2025 par l'Allemagne qui consiste notamment en une hausse des dépenses publiques et des investissements, surtout dans les infrastructures et la défense.

à 3,3% pour la France, à 3,2% pour l'Espagne et à 3,6% pour l'Italie. Pour les principales économies émergentes, ce taux a enregistré des replis de 10 pb à 1,7% pour la Chine, de 48 pb à 14,1% au Brésil, de 19 pb à 6,3% pour l'Inde alors qu'il s'est accru de 70 pb à 31,5% pour la Turquie.

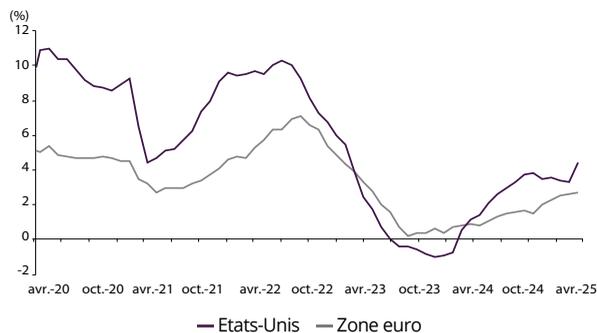
Graphique 1.5 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés monétaires, l'EURIBOR à 3 mois a reculé de 41 pb sur les cinq premiers mois de 2025, pour s'établir à 2,1%, à l'instar du SOFR de même maturité qui a diminué de 36 pb à 4,4%. S'agissant du crédit bancaire, sa croissance s'est accélérée en avril aussi bien dans la zone euro qu'aux Etats-Unis, avec un rythme de progression en glissement annuel de 2,7% et de 4,4% respectivement.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

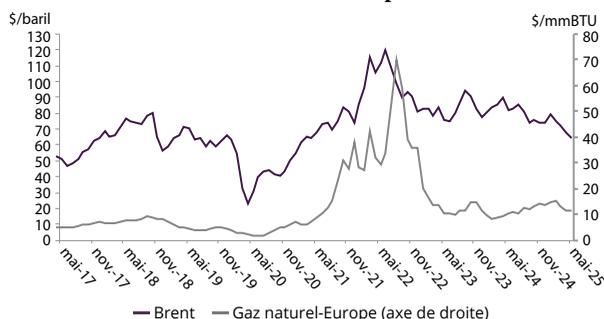
1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur le marché pétrolier, le prix du Brent a accusé, au cours des cinq premiers mois de l'année³, un repli moyen de 2,6% à 71,8 dollars le baril et est ressorti en diminution de 21,7% en glissement annuel. Cette évolution s'explique principalement par l'augmentation de la production des pays de l'OPEP+⁴ et les préoccupations concernant la demande mondiale dans un contexte de fortes tensions commerciales. Toutefois, il a enregistré une hausse marquée en juin, progressant de 12,8%, entre le 1er et le 19 du même mois, pour atteindre un prix moyen de 75 dollars le baril, en raison de l'escalade rapide du conflit entre Israël et l'Iran, qui ravive les craintes sur la sécurité des approvisionnements au Moyen-Orient.

Pour sa part, le cours du gaz naturel sur le marché européen a reculé de 3% pour s'établir en moyenne à 13,3 \$/mmBTU, restant toutefois, supérieure de 46,2% par rapport à son niveau de l'année précédente.

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



Source : Banque Mondiale.

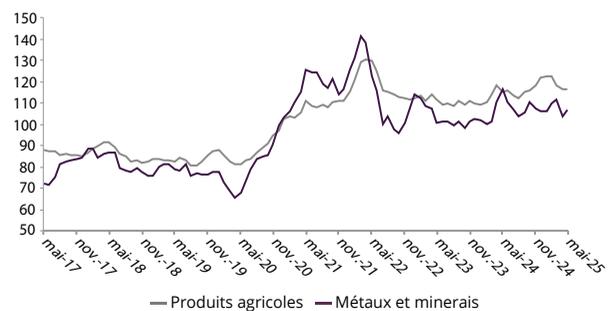
³ Par rapport à décembre 2024.

⁴ Les pays de l'OPEP+ ayant décidé à l'issue de leur réunion du 31 mai 2025, d'une nouvelle hausse de la production de pétrole de 411 000 barils supplémentaires par jour à partir de juillet, qui s'inscrit dans la continuité de leur politique (décidé en décembre 2024) d'accroissement de l'offre sur le marché mondial.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Au cours des cinq premiers de l'année, les prix des produits hors énergie ont marqué une baisse de 0,5%, recouvrant une diminution de 0,9% de ceux des produits agricoles et une hausse de 0,2% de ceux des métaux et minerais. En glissement annuel, ils ressortent en accroissement de 4,3%, traduisant des augmentations de 1,4% des cours des métaux et minerais et de 5,1% de ceux des produits agricoles. En particulier, l'or qui continue de bénéficier de son statut de valeur refuge s'est renchéri de 4,6% en moyenne durant les cinq premiers mois de l'année, pour s'établir à 3023 dollars l'once, et de 38,7% en glissement annuel.

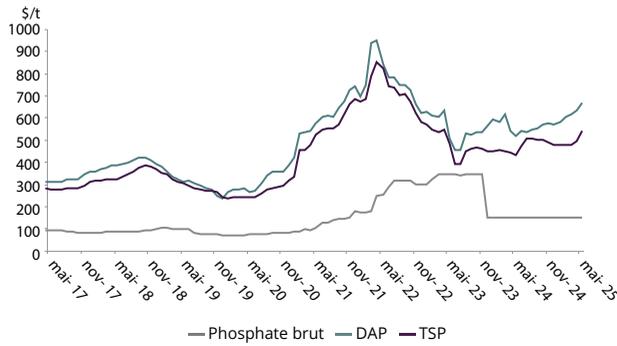
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie (2010=100)



Source : Banque Mondiale.

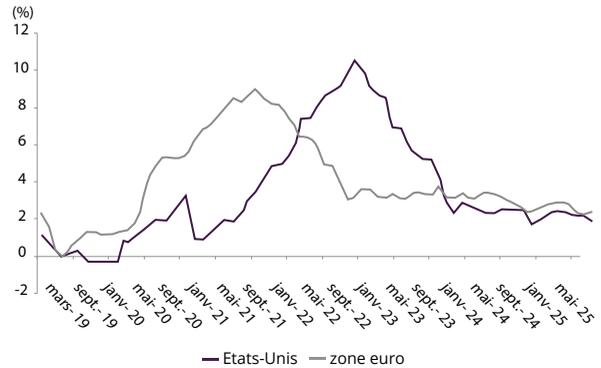
Pour ce qui est du phosphate et dérivés, les cours ont stagné à 152,5 \$/t en moyenne durant les cinq premiers mois de l'année pour la roche et ont progressé de 3,3% à 621,2 \$/t pour le DAP et de 2,6% 494,9 \$/t pour le TSP. En glissement annuel, les prix se sont appréciés de 8,4% pour le DAP et de 10,9% pour le TSP, et sont restés à leur niveau observé un an auparavant pour le phosphate brut.

Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés



Source : Banque Mondiale.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

1.3.3 Inflation

S'agissant de l'inflation, après s'être établie à 2,2% en avril, elle a baissé à 1,9% en mai dans la zone euro, résultat notamment des décélérations de 2,2% à 2,1% en Allemagne, de 0,9% à 0,6% en France, de 2,2% à 2% en Espagne et de 2% à 1,7% en Italie. Aux Etats-Unis, elle a enregistré une légère progression à 2,4% en mai après 2,3% un mois auparavant. Pour les autres principaux pays avancés, une décélération de 3,5% en avril à 3,4% en mai a été enregistrée aussi bien au Royaume-Uni qu'au Japon. Quant aux principales économies émergentes, l'inflation est restée en territoire négatif en Chine, se stabilisant à -0,1% en mai, alors qu'elle est revenue, entre avril et mai, de 5,5% à 5,3% au Brésil, de 10,2% à 9,9% en Russie et de 3,2% à 2,8% en Inde.

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

	2023	2024	2025		
			Mars	Avril	Mai
Etats-Unis	4,1	3,0	2,4	2,3	2,4
Zone Euro	5,4	2,4	2,2	2,2	1,9
Allemagne	6,0	2,5	2,3	2,2	2,1
France	5,7	2,3	0,9	0,9	0,6
Espagne	3,4	2,9	2,2	2,2	2,0
Italie	5,9	1,1	2,1	2,0	1,7
Royaume-Uni	7,3	2,5	2,6	3,5	3,4
Japon	3,3	2,7	3,6	3,5	3,4

Sources : Thomson Reuters Eikon, Eurostat & FMI.

2. Comptes extérieurs

Les données du commerce extérieur relatives aux quatre premiers mois de l'année 2025 laissent indiquer, comparativement à la même période une année auparavant, une accélération de la progression des échanges de biens ainsi qu'une poursuite de la bonne performance des recettes de voyages et au titre d'IDE. Les importations ont ainsi augmenté de 9,1% à 263 milliards de dirhams et les exportations de 1,2% à 154,1 milliards. En conséquence, le déficit commercial de biens s'est creusé à 108,9 milliards et le taux de couverture s'est replié de 4,6 points, revenant de 63,2% à 58,6%.

En parallèle, les recettes de voyages ont connu une expansion de 7,5% pour atteindre 34,4 milliards, tandis que les transferts des MRE ont accusé une contraction de 3,7% à 35,9 milliards. Pour ce qui est des principales opérations financières, les recettes d'IDE se sont situées à 17,2 milliards, au lieu de 14 milliards à fin avril 2024, et les investissements directs marocains à l'étranger ont reculé de 21,9% à 6 milliards. A fin avril 2025, l'encours des avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib s'est élevé à 390,7 milliards de dirhams, représentant ainsi l'équivalent de 5 mois et 12 jours d'importations de biens et services.

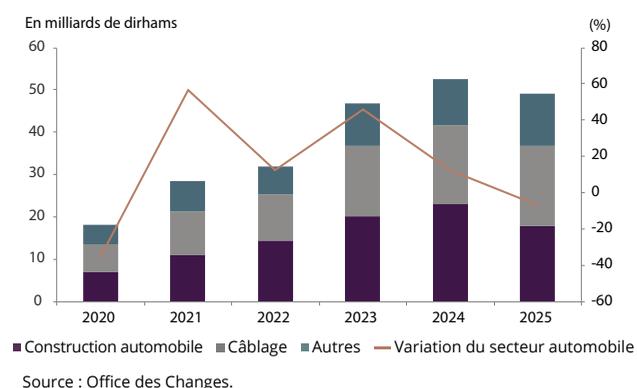
2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

L'augmentation des exportations a été essentiellement tirée par celle des ventes de phosphate et dérivés qui se sont améliorées de 12,3% à 27,7 milliards, résultat de hausses de 8,4% d'« engrais naturels et chimiques », sous l'effet de leur renchérissement de 5,3% et d'une progression de 2,9% du volume expédié, de 48,5% du « phosphate brut » et de 13,8% de l'« acide phosphorique ». Dans le même sens, le dynamisme de l'industrie aéronautique s'est poursuivi, avec une nouvelle expansion de 14% à 9,5 milliards de dirhams, dont 6,2 milliards, au lieu de 5,4 milliards à la même période une année auparavant, au niveau du segment de l'assemblage. Les exportations de l'« agriculture et l'agroalimentaire » se sont, pour leur part, accrues de 1,4% à 35,5 milliards, traduisant une augmentation de 6,9% pour les produits agricoles, reflétant notamment un bond de 32,4% des expéditions des « fruits frais ou secs, congelés ou en saumure » et de 28,9% des agrumes. A l'inverse, les ventes de l'industrie alimentaire ont reculé de 5,3% à 13,7 milliards de dirhams.

En revanche, les exportations du secteur automobile ont accusé un repli de 7% à 49 milliards, en lien avec une diminution de 22% à 17,8 milliards des ventes du segment de la « construction », celles du « câblage » ayant à l'inverse progressé de 1,7% à 18,9 milliards.

Graphique 2.1 : Exportations du secteur automobile à fin avril



Pour ce qui est du secteur du « textile et cuir », ses exportations ont connu une contraction de 2,7% à 14,8 milliards, avec en particulier une diminution de 3,2% à 9,7 milliards pour les « vêtements confectionnés ».

Les ventes du secteur « électronique et électricité » ont, pour leur part, fléchi de 7% à 5,7 milliards, recouvrant une baisse de 42,5% à 1,6 milliard des « composants électroniques » et un accroissement de 37,2% à 2,3 milliards des « fils et câbles ».

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

Secteurs/Segments	Janvier - avril		Variations	
	2025	2024	en valeur	en %
Exportations	154 084	152 285	1 799	1,2
Phosphates et dérivés	27 659	24 634	3 025	12,3
Engrais naturels et chimiques	20 311	18 741	1 570	8,4
Phosphates	2 756	1 856	900	48,5
Acide phosphorique	4 592	4 037	555	13,8
Aéronautique	9 512	8 346	1 166	14,0
Assemblage	6 193	5 373	820	15,3
Système d'interconnexion de câblage électrique	3 282	2 936	346	11,8
Agriculture et Agro-alimentaire	35 492	34 986	506	1,4
Agriculture, sylviculture, chasse	21 059	19 699	1 360	6,9
Industrie alimentaire	13 728	14 494	-766	-5,3
Textile et Cuir	14 806	15 215	-409	-2,7
Vêtements confectionnés	9 719	10 035	-316	-3,2
Articles de bonneterie	2 854	2 917	-63	-2,2
Chaussure	952	979	-27	-2,8
Electronique et Electricité	5 676	6 104	-428	-7,0
Composants électroniques	1 630	2 835	-1 205	-42,5
Fils et câbles	2 300	1 676	624	37,2
Automobile	49 008	52 685	-3 677	-7,0
Construction	17 849	22 884	-5 035	-22,0
Interieur véhicules et sièges	3 349	3 035	314	10,3
Câblage	18 938	18 629	309	1,7
Autres extractions minières	1 720	1 486	234	15,7
Minerai de cuivre	491	396	95	24,0
Minerai de plomb	315	226	89	39,7
Autres industries	10 211	8 813	1 398	15,9
Métallurgie et travail des métaux	2 818	2 265	553	24,4
Industrie du plastique et du caoutchouc	605	525	80	15,2
Industrie pharmaceutique	434	511	-77	-15,1

Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

A l'exception de la facture énergétique, l'accroissement des importations a concerné l'ensemble des principaux produits. En effet, les acquisitions de biens d'équipement se sont accrues de 13,3% à 61,8 milliards, avec notamment des hausses de 27,4% à 6 milliards des « parties d'avions et d'autre véhicules aériens » et de 33,4% à 4,5 milliards des « voitures utilitaires ». Dans le même sens, les achats de biens de consommation ont enregistré une augmentation de 11,5% à 61,2 milliards, reflétant celles de 14,5% des « voitures de tourisme » et de 19,7% des « médicaments et autres produits pharmaceutiques ». S'agissant des importations de produits alimentaires, ils se sont élevés à 33,5 milliards, en progression de 11,3%, avec notamment un repli des achats de blé de 14,5%, comparativement à fin avril 2024, sous l'effet de reculs de 5,9% de leur prix à l'import et de 9,2% des quantités.

Quant aux acquisitions de produits bruts, elles se sont accrues de 25,4% à 13,2 milliards, tirées essentiellement par une augmentation de 41% des acquisitions de « soufres bruts et non raffinés », et celles de demi-produits sont passées à 55,6 milliards, en accroissement de 7,6%.

A l'inverse, la facture énergétique a diminué de 4,9% à 37,3 milliards, avec un repli de 13,7% des achats de « gas-oils et fuel-oils » à 17,6 milliards sous l'effet d'un recul de son prix à l'import

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

Principaux produits	Janvier - avril		Variations	
	2025	2024	En valeur	En %
Importations	263 023	241 028	21 996	9,1
Biens d'équipement	61 807	54 535	7 272	13,3
Parties d'avions et d'autres véhicules aériens ou spatiaux	6 038	4 741	1 297	27,4
Voitures utilitaires	4 470	3 350	1 120	33,4
Machines et matériel de génie civil et de construction	1 058	497	561	112,9
Produits finis de consommation	61 209	54 920	6 290	11,5
Voitures de tourisme	8 324	7 269	1 055	14,5
Médicaments et autres produits pharmaceutiques	4 001	3 342	659	19,7
Sièges, meubles, matelas et articles d'éclairage	2 131	1 651	479	29,0
Demi produits	55 565	51 634	3 931	7,6
Produits chimiques	5 669	5 045	624	12,4
Aluminium brut, déchets et poudres d'aluminium	1 541	1 074	467	43,5
Fils, barres et profilés en cuivre	3 733	3 273	460	14,1
Produits alimentaires	33 461	30 060	3 402	11,3
Animaux vivants	2 246	917	1 328	-
Maïs	2 646	1 829	817	44,7
Café	1 061	501	561	-
Blé	6 073	7 106	-1 033	-14,5
Produits bruts	13 151	10 490	2 662	25,4
Soufres bruts et non raffinés	3 766	2 671	1 095	41,0
Ferraille, déchets et autres minerais	1 738	1 214	524	43,1
Huile de soja brute ou raffinée	2 297	1 884	413	21,9
Produits énergétiques	37 297	39 202	-1 905	-4,9
Gas-oils et fuel-oils	17 631	20 434	-2 803	-13,7
Essence de pétrole	2 161	2 208	-47	-2,1
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	7 619	7 143	476	6,7

Source : Office des Changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

Concernant la balance des services, son solde excédentaire a affiché une forte hausse de 11,9%, résultat d'un accroissement de 5,3% des exportations et d'une légère baisse de 0,9% des importations.

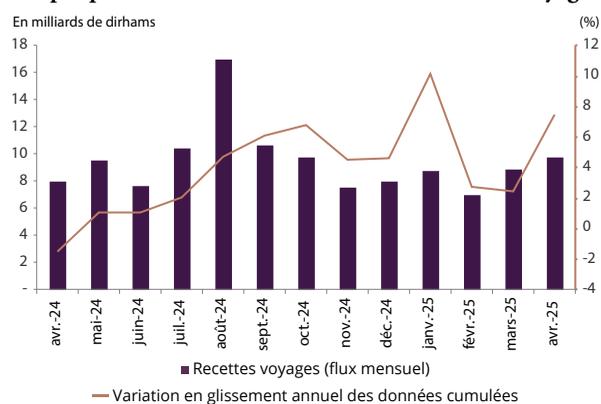
Tableau 2.3 : Balance des services
(en millions de dirhams)

	Janvier - avril		Variation	
	2025	2024	en valeur	en %
Importations	44 169	44 551	-382	-0,9
Exportations	90 475	85 922	4 553	5,3
Solde	46 306	41 371	4 935	11,9

Source : Office des Changes.

En particulier, les recettes de voyages ont poursuivi leur bonne performance avec une nouvelle expansion de 7,5% pour atteindre 34,4 milliards et les dépenses au même titre se sont accrues de 3,5% à 9,2 milliards.

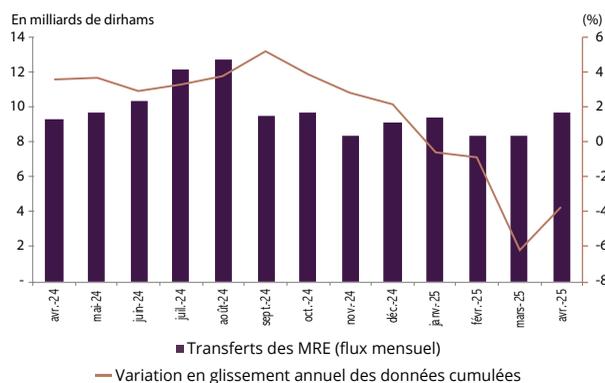
Graphique 2.2 : Evolution mensuelle des recettes de voyages



Source : Office des Changes.

En revanche, les transferts des MRE ont accusé une contraction de 3,7% pour s'établir à 35,9 milliards de dirhams.

Graphique 2.3 : Evolution mensuelle des transferts des MRE



Source : Office des Changes.

2.3 Compte financier

Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux net d'IDE a augmenté de 37,2% à 11,1 milliards de dirhams, tiré par une amélioration de 22,8% des recettes à 17,2 milliards, les cessions ayant connu une augmentation limitée de 3,2% à 6,2 milliards. En parallèle, le flux net des investissements directs marocains à l'étranger s'est contracté de 9,7% pour revenir à 1,2 milliard, traduisant des diminutions de 21,9% à 6 milliards des flux sortants et de 24,3% à 4,8 milliards des rapatriements de ces investissements.

A fin avril 2025, l'encours des avoirs officiels de réserve a atteint 390,7 milliards de dirhams, représentant ainsi l'équivalent de 5 mois et 12 jours d'importations de biens et services.

Tableau 2.4 : Investissements directs (en millions de dirhams)

	Janvier - avril		Variation	
	2025	2024	en valeur	en %
Investissements directs étrangers	11 080	8 075	3 005	37,2
Recettes	17 240	14 044	3 196	22,8
Dépenses	6 160	5 969	191	3,2
Investissements directs marocains à l'étranger	1 164	1 289	-125	-9,7
Dépenses	6 012	7 697	-1 685	-21,9
Recettes	4 848	6 408	-1 560	-24,3

Source : Office des Changes.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du premier trimestre de 2025, le taux débiteur moyen global a connu une baisse de 10 points de base et le taux de change effectif réel s'est apprécié de 0,8%. S'agissant du crédit bancaire au secteur non financier, il s'est accru de 4,2% en avril, après 3,9% au premier trimestre, reflétant essentiellement les accélérations des progressions des prêts octroyés aux ménages et aux entreprises privées. Concernant les autres contreparties de la masse monétaire, les créances nettes sur l'administration centrale ont affiché un repli de 3,4% contre une augmentation de 7,5% tandis que les avoirs officiels de réserve ont enregistré une hausse de 8,9% après celle de 2,5%. Au total, la masse monétaire est ressortie en accroissement de 6,9% en avril contre 8% au premier trimestre.

Sur le marché immobilier, les prix se sont contractés de 1,8%, d'un trimestre à l'autre, au premier trimestre 2025, reflétant des diminutions de 2,1% pour le résidentiel, de 2,5% pour le foncier et de 0,7% pour les biens à usage professionnel. En parallèle, les transactions ont fléchi de 30,3% globalement, avec des baisses allant de 29,3% pour les biens résidentiels à 33,1% pour les terrains.

Au niveau de la Bourse de Casablanca, les cours ont poursuivi leur tendance haussière, avec une appréciation de 1,2% du MASI en mai par rapport à mars, ramenant sa performance à 21,7% depuis décembre 2024. Dans ces conditions, la capitalisation boursière a atteint 944,6 milliards de dirhams, en accroissement de 2,1% par rapport au mois de mars et de 25,5% depuis décembre 2024.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Au premier trimestre de 2025, le besoin en liquidité des banques s'est atténué à 129,5 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, après 137,9 milliards au quatrième trimestre de 2024.

Bank Al-Maghrib a ainsi réduit le montant de ses injections, le ramenant de 151,4 milliards de dirhams à 144 milliards, dont 61,8 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 49,4 milliards à travers les opérations de pensions livrées et 32,9 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME.

Dans ces conditions, la durée moyenne des interventions de la Banque est passée de 37 jours à 20 jours et le taux interbancaire est revenu de 2,71% à 2,47% en moyenne, en lien avec la décision du Conseil de la Banque, prise lors de sa réunion du 18 mars 2025, de réduire le taux directeur de 25 points de base (pb) à 2,25%.

Les dernières données disponibles indiquent un nouvel allègement du besoin de liquidité bancaire à 113,1 milliards en moyenne en avril et mai 2025.

Graphique 3.1 : Taux interbancaire (données quotidiennes)

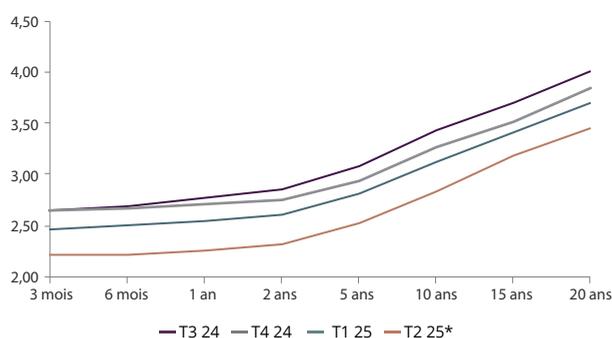


Sur le marché des bons du Trésor, les taux ont connu de nouvelles baisses au premier trimestre 2025, aussi bien sur le compartiment primaire que secondaire, une évolution qui s'est accentuée, en moyenne, durant les mois d'avril et mai 2025.

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

	2024				2025		
	T1	T2	T3	T4	T1	avr.	mai
26 semaines	2,86	2,85	2,70	2,58	2,45	2,18	2,00
2 ans	3,25	3,24	2,85	2,71	2,60	2,33	2,21
5 ans	3,42	3,43	3,11	2,94	2,84	2,58	2,44
10 ans	3,79	3,75	3,48	3,25	3,17	2,89	2,84
15 ans	4,05	4,03	3,74	3,54	3,45	3,22	3,15

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



*Moyenne observée en avril et mai 2025.

Au niveau du marché de la dette privée, les taux des émissions des certificats de dépôt ont poursuivi leur repli au premier trimestre de 2025. Pour ce qui est des taux créditeurs, ceux appliqués aux dépôts à 6 mois ont connu, en moyenne, une hausse trimestrielle de 8 pb à 2,53% avant de revenir à 2,72% en avril. Ceux à un an ont, pour leur part, reculé de 10 pb à 2,78% au premier trimestre puis à 2,73% en avril.

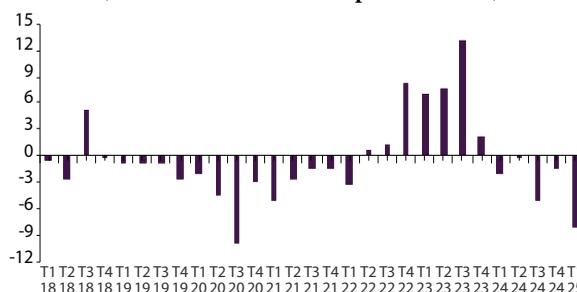
Tableau 3.2 : Taux créditeurs (en %)

	2024				2025	
	T1	T2	T3	T4	T1	avr.
6 mois	2,54	2,56	2,77	2,45	2,53	2,72
12 mois	2,86	3,06	2,60	2,88	2,78	2,73

Quant au taux minimum de rémunération des comptes sur carnet, il a été fixé pour le premier semestre de l'année 2025 à 2,21%, en repli de

27 pb par rapport au semestre précédent. Dans ces conditions, le coût de financement des banques¹ a connu une baisse de 8 points de base d'un trimestre à l'autre.

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



Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au premier trimestre de 2025 indiquent une diminution trimestrielle de 10 pb du taux moyen global à 4,98%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les crédits aux entreprises non financières ont baissé de 16 pb à 4,84%, avec un repli de 26 pb à 4,73% pour les facilités de trésorerie ainsi que des augmentations de 16 pb à 5,14% pour les crédits à l'équipement et de 31 pb à 5,49% pour les prêts à la promotion immobilière. Par taille d'entreprises, les taux appliqués ont reculé de 12 pb à 4,96% pour les grandes entreprises et de 9 pb à 5,61% pour les TPME. En revanche, les taux appliqués aux crédits aux particuliers ressortent en hausse de 17 pb à 5,96%, reflétant une augmentation de 14 pb à 7,13% pour les prêts à la consommation, ceux à l'habitat ayant quasiment stagné, d'un trimestre à l'autre, à 4,74%.

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

Tableau 3.3 : Taux débiteurs (en %)

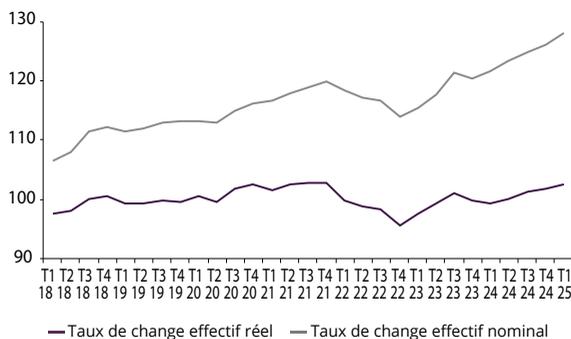
	2023	2024				2025
	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Taux global	5,36	5,40	5,43	5,21	5,08	4,98
Particuliers	5,94	6,09	5,89	5,91	5,79	5,96
Crédits immobiliers	4,83	4,81	4,79	4,76	4,75	4,74
Crédits à la consommation	7,18	7,22	7,03	7,06	6,99	7,13
Entreprises	5,30	5,26	5,37	5,12	5,00	4,84
Crédits de trésorerie	5,35	5,30	5,38	5,06	4,99	4,73
Crédits à l'équipement	4,90	5,11	4,99	5,24	4,98	5,14
Crédits immobiliers	5,49	5,19	5,69	5,68	5,18	5,49

3.1.2 Marché des changes

Au premier trimestre de l'année, l'euro s'est déprécié de 1,4% face au dollar américain. Dans ce contexte, la valeur du dirham s'est appréciée de 0,3% face au dollar américain et de 1,7% contre l'euro.

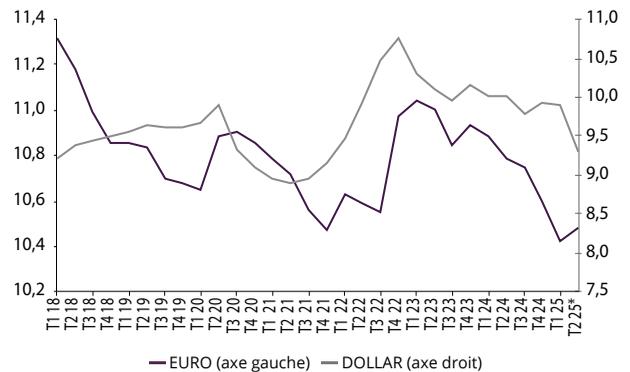
Par rapport aux devises des principaux pays émergents, la monnaie nationale s'est appréciée au premier trimestre de 2025 de 5,2% vis-à-vis de la livre turque, de 2% contre la livre sterling et de 1,4% face au yuan chinois. En conséquence, et tenant compte du différentiel d'inflation par rapport aux principaux partenaires et concurrents commerciaux du Maroc, le taux de change effectif s'est apprécié de 1,5% en termes nominaux et de 0,8% en termes réels.

Graphique 3.4 : Taux de change effectifs nominal et réel (Base 100 en 2010)



Les dernières données disponibles relatives aux mois d'avril et mai indiquent une appréciation de l'euro de 6,9% en moyenne vis-à-vis du dollar américain par rapport au premier trimestre. Ainsi, le dirham s'est apprécié de 6,5% face au dollar et s'est déprécié de 0,5% contre l'euro.

Graphique 3.5 : Taux de change du dirham



*Moyenne des mois d'avril et mai 2025

S'agissant du volume des transactions, le montant mensuel moyen des échanges de devises contre dirhams sur le marché interbancaire a marqué un repli annuel de 8,7% au premier trimestre à 45,9 milliards de dirhams. Concernant les opérations au comptant des banques avec leur clientèle, elles ont connu une hausse de 10,3% à 37,2 milliards de dirhams pour les achats de la clientèle et une baisse de 1% à 34 milliards pour les ventes. Quant aux opérations à terme, elles ont augmenté de 25% à 18,5 milliards pour les ventes et de 48,8% à 5,1 milliards pour les achats.

3.1.3 Situation monétaire²

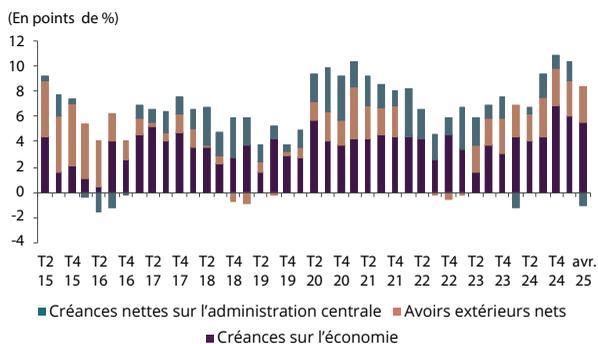
Entre le premier trimestre de 2025 et le mois d'avril, l'évolution de l'agrégat M3 a décéléré de 8% à 6,9%. Par principales composantes, la progression des dépôts à vue est revenue de 11,4% à 8,4% et celle de la circulation fiduciaire de 9,3% à 8,4%. Concernant les titres des OPCVM monétaires, ils se sont accrus de 14,6% après une hausse de 17,7%. Pour ce qui est des comptes d'épargne, ils ont augmenté

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

de 2,3% en avril, une évolution similaire à celle du premier trimestre. En revanche, les dépôts en devises et à terme ont connu des hausses de 3,3% et de 4,5% respectivement après des replis de 14,9% et de 0,7% un trimestre auparavant.

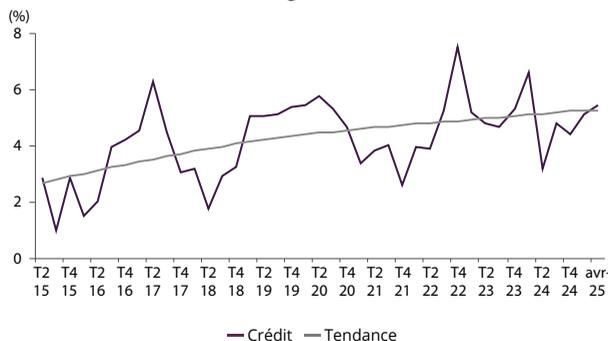
Par principales contreparties, l'évolution de la masse monétaire est le résultat d'un repli de 3,4%, après une hausse de 7,5% au premier trimestre, des créances nettes sur l'administration centrale et de l'accélération des progressions de 2,5%, à 8,9%, des avoirs officiels de réserve et de 5,1% à 5,4% du crédit bancaire.

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



En particulier, le crédit au secteur non financier a augmenté de 4,2% après 3,9% au premier trimestre, résultat d'une accélération de la progression des prêts de 2,3% à 2,6% pour les ménages et de 2,1% à 2,3% pour les entreprises privées, alors que les concours accordés aux entreprises publiques ont connu une décélération de 11,9% à 10,5%.

Graphique 3.7 : Crédit bancaire (variation en glissement annuel)

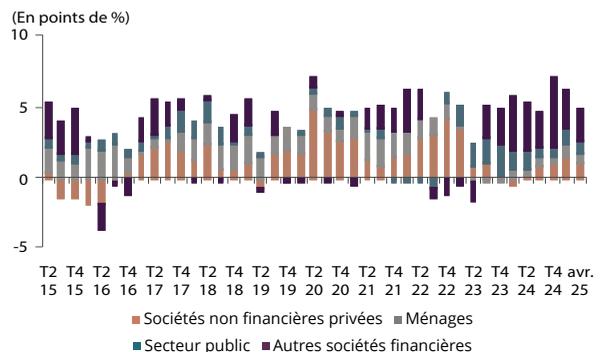


Concernant les prêts aux particuliers, leur accroissement est passé de 2,2% à 2,5%, avec une hausse de 1,7% à 2% pour ceux à l'habitat, et de 2,1% à 2,9% pour leurs crédits à la consommation. Quant aux concours aux entrepreneurs individuels, leur repli est resté quasiment stable à 0,8%.

L'évolution des prêts aux sociétés non financières privées reflète les accélérations des crédits en faveur de la promotion immobilière de 6,4% à 9,8% et de ceux à l'équipement de 9,3% à 9,6%. En revanche, les facilités de trésorerie ont connu une accentuation de leur repli de 0,5% à 2%.

Pour ce qui est des concours aux entreprises publiques, la décélération de leur croissance traduit le ralentissement de 30,8% à 24,9% qu'ont connu les facilités de trésorerie, alors que les prêts à l'équipement ont augmenté de 1,1%, après un recul de 1,1% au premier trimestre.

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 2025 indiquent des progressions de 13,4% pour le secteur de

l'« Electricité, gaz et eau », de 16,9% pour les « Industries extractives », de 3,4% pour la branche du « Commerce, réparations automobiles et d'articles domestiques » et de 2,3% pour les entreprises du « Bâtiment et travaux publics ». A l'inverse, les concours destinés aux branches

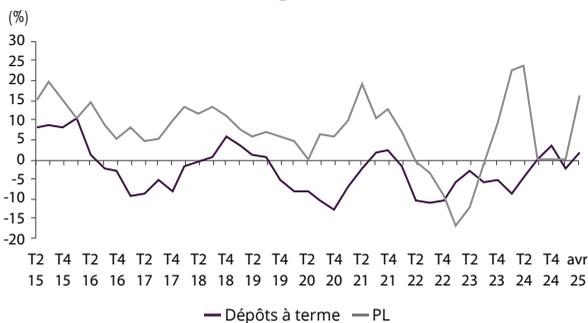
des « Hôtels et restaurants » et des « Industries chimiques et para chimiques » ont marqué des replis respectifs de 12,8% et 5,1%.

Pour ce qui est des créances en souffrance, elles se sont accrues de 4,5% en avril et leur ratio à l'encours du crédit bancaire s'est établi à 8,7%. Elles ont augmenté de 6,5% pour les ménages et de 2,7% pour les entreprises non financières privées avec des ratios respectifs de 10,7% et 13,2%.

Concernant les crédits octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils se sont accrues de 7,7% au premier trimestre de 2025. Cette évolution reflète des accroissements de 8,2% pour les prêts distribués par les sociétés de financement et de 6,5% pour les concours des associations de micro-crédit, alors que ceux accordés par les banques offshore ont reculé de 3,4%.

Pour ce qui est des agrégats de placements liquides, ils ont augmenté de 19,5% après 15,6% au premier trimestre, traduisant des accélérations de 19,6% à 28,5% du rythme d'accroissement des titres des OPCVM obligataires et de 8,2% à 10% de celui des bons du Trésor ainsi qu'une décélération de 47,7% à 42,5% de la progression des titres OPCVM actions et diversifiés.

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



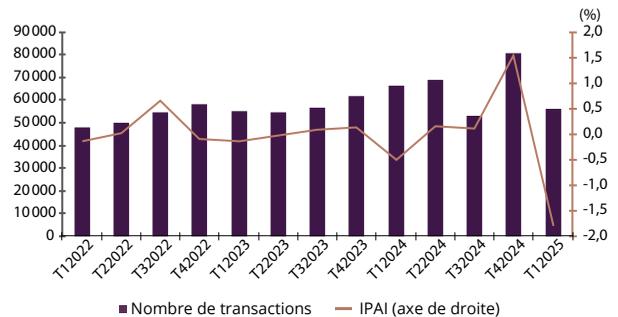
3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

Au premier trimestre de 2025, l'indice des prix des actifs immobiliers s'est contracté de 1,8%, recouvrant des diminutions de 2,1% pour le résidentiel, de 2,5% pour le foncier et de 0,7% pour les biens à usage professionnel. En parallèle, les transactions ont affiché un repli de 30,3% globalement, de 29,3% pour les biens résidentiels, de 33,1% pour les terrains et de 31,4% pour les biens à usage professionnel.

A l'exception de Rabat et d'Agadir, où les prix ressortent en quasi-stagnation ainsi que d'Oujda où ils ont enregistré une hausse de 0,6%, la baisse des prix a été quasi-généralisée à toutes les autres principales villes avec des replis allant de 1,1% à El Jadida et Kénitra, à 2,3% à Marrakech. S'agissant des ventes, l'ensemble des principales villes ont affiché des baisses à des taux variant de 15,7% à Tanger à 55,9% à Agadir.

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



Sources : BAM et ANCFCC.

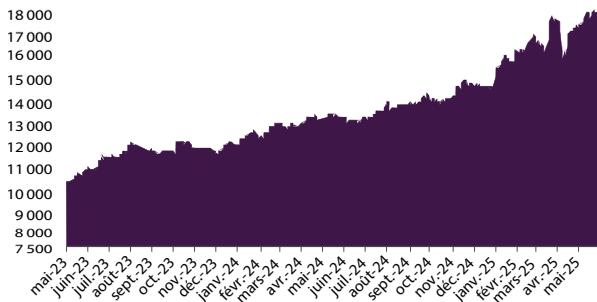
3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

Au mois d'avril et mai, la tendance haussière du MASI s'est poursuivie, avec une progression de 1,2% par rapport au premier trimestre, ramenant sa performance à 21,7% depuis décembre 2024.

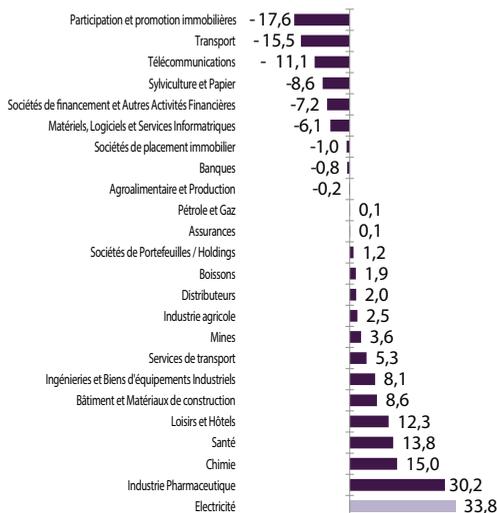
Cette évolution récente recouvre principalement des progressions des indices sectoriels de 8,6% pour le secteur des « Bâtiments et Matériaux de Construction », de 33,8% pour celui de l'« Electricité », ainsi que des reculs de 11,1% pour les « Télécommunications » et de 17,6% pour la « Participation et promotion immobilières ».

Graphique 3.11 : Evolution de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

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



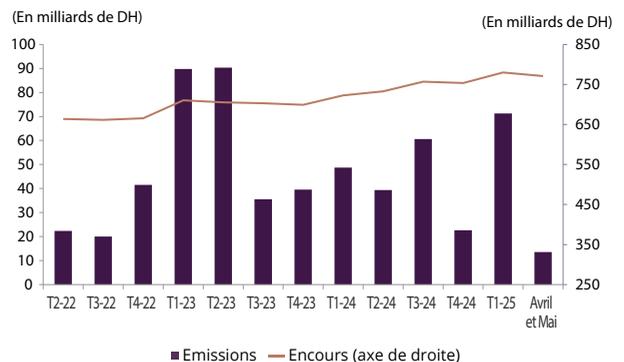
Source : Bourse de Casablanca.

Pour ce qui est du volume des échanges, il s'est établi à 21,6 milliards, en avril et mai après 33,5 milliards de dirhams au cours du premier trimestre 2025. Dans ce contexte, la capitalisation boursière a atteint 944,6 milliards de dirhams, en accroissement de 2,1% par rapport au mois de mars et de 25,5% depuis décembre 2024.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Au cours des mois d'avril et mai, les émissions des bons du Trésor ont atteint 13,5 milliards de dirhams après 44,2 milliards levées au premier trimestre. Elles ont porté à hauteur de 49% sur des maturités moyennes et de 44% sur celles longues, tandis que les courtes n'en représentaient que 7%. Compte tenu des remboursements de 22,4 milliards, l'encours des bons du Trésor s'est établi à 771 milliards à fin mai, en recul de 1,1% par rapport au premier trimestre.

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



Source : BAM.

Les données relatives au mois de janvier font ressortir une hausse des émissions de bons du Trésor en janvier 2025 à 19,1 milliards contre 2,5 milliards de dirhams un mois auparavant. Celles-ci ont porté essentiellement sur des maturités moyennes à hauteur de 50% et celles longues pour 48%. Compte tenu des remboursements d'un montant de 2,9 milliards, l'encours des bons du Trésor a atteint 769,7 milliards à fin janvier, en accroissement mensuel de 2,1%.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

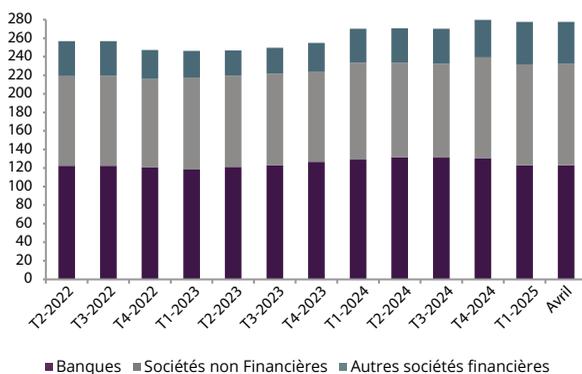
Les émissions des titres de dette privée se sont établies à 7,1 milliards de dirhams au mois d'avril, après 24,2 milliards de dirhams au premier trimestre. Les sociétés financières ont levé

4,6 milliards au lieu de 12,8 milliards le trimestre précédent, et les sociétés non financières 2,5 milliards après 11,5 milliards.

Par instrument, les émissions des titres de créances négociables se sont établies à 5,6 milliards de dirhams, répartis entre 3,9 milliards en certificats de dépôt, 1 milliard en billets de trésorerie, 800 millions en bons des sociétés de financement. Pour leur part, les émissions des obligations se sont chiffrées à 1,5 milliard, réalisées par les sociétés non financières.

Compte tenu des remboursements, l'encours de la dette privée ressort à 278,6 milliards de dirhams à fin mai 2025.

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



Source : Maroclear et calculs BAM.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Au cours des cinq premiers mois de l'année, les souscriptions aux OPCVM se sont chiffrées à 672,2 milliards de dirhams contre 476,4 milliards durant la même période un an auparavant. De leur côté, les rachats se sont élevés à 594,5 milliards au lieu de 441,8 milliards, soit une collecte nette de 77,7 milliards de dirhams. S'agissant des indices de performance, ils ont connu des progressions pour l'ensemble des fonds, avec des taux allant de

3,1% pour les OPCVM monétaires à 39,5% pour les fonds actions.

L'actif net des OPCVM ressort à fin mai en augmentation de 18,3% par rapport à fin décembre 2024, à 772,7 milliards de dirhams, porté par des hausses d'encours allant de 6,9% pour les fonds monétaires à 51,5% pour ceux obligataires à court terme. En revanche, les OPCVM contractuels ont accusé un repli de 15,9%.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exécution budgétaire au titre des quatre premiers mois de 2025 s'est soldée par un déficit budgétaire de 17,5 milliards de dirhams, au lieu de 6 milliards un an auparavant. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 16,9% à 148,7 milliards, recouvrant principalement une hausse de 18,9% des rentrées fiscales et une baisse de 4,1% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 25,6% à 146,2 milliards, traduisant essentiellement des accroissements de 33,4% de celles de biens et services et de 27,5% de celles en intérêts de la dette, tandis que les charges de compensation se sont repliées de 25,9%. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 2,5 milliards, au lieu de 10,8 milliards un an auparavant. Pour sa part, l'investissement a connu une progression de 15,7% à 34,9 milliards, portant les dépenses globales à 181,1 milliards, en augmentation de 23,6%. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il est ressorti positif de 14,9 milliards contre 13,4 milliards à fin avril 2024.

Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 15,7 milliards, le déficit de caisse s'est creusé à 33,2 milliards, contre 10,2 milliards à fin avril 2024. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures nettes de 4,6 milliards et par un flux net extérieur positif de 28,6 milliards de dirhams. Ainsi, l'encours de la dette publique directe se serait accru de 4,1% à fin avril 2025 par rapport à son niveau à fin décembre 2024. S'agissant des conditions de financement du Trésor, elles se sont améliorées comparativement à la même période en 2024.

4.1 Recettes ordinaires

L'exécution budgétaire à fin avril 2025 fait ressortir un accroissement de 16,9% à 148,7 milliards des recettes ordinaires, avec une progression de 18,9% à 137,4 milliards des rentrées fiscales, tirées principalement par les produits de l'IS et de la TVA, et un recul de 4,1% à 9,6 milliards de celles non fiscales.

Les recettes des impôts directs se sont accrues de 33,1% à 65,3 milliards de dirhams, reflétant des augmentations de 34,1% à 36,4 milliards du produit de l'IS et de 32,1% à 27,3 milliards des rentrées de l'IR. L'évolution de ce dernier incorpore essentiellement des rentrées de 3,8 milliards issues de la régularisation fiscale volontaire, ainsi que des améliorations de 1,7 milliard des recettes découlant du contrôle fiscal et de 528 millions de dirhams des recettes générées par l'IR sur les salaires. Quant à l'évolution de l'IS, elle s'explique principalement par la hausse du complément

de régularisation de 6,7 milliards et du premier acompte de 3,8 milliards.

Pour ce qui est des recettes des impôts indirects, elles ont drainé 57,7 milliards, en progression de 9,1%, traduisant celles de 8,3% à 46,2 milliards des rentrées de la TVA et de 12,3% à 11,5 milliards de celles de la TIC. L'évolution de cette dernière taxe reflète en particulier des hausses de 15,3% à 6,8 milliards des TIC sur les produits énergétiques et de 6,8% à 3,8 milliards de celles sur les tabacs. L'amélioration de la TVA recouvre un renforcement de 14,4% à 29,3 milliards des recettes de la TVA à l'importation et un repli de 0,9% à 16,9 milliards de celle à l'intérieur.

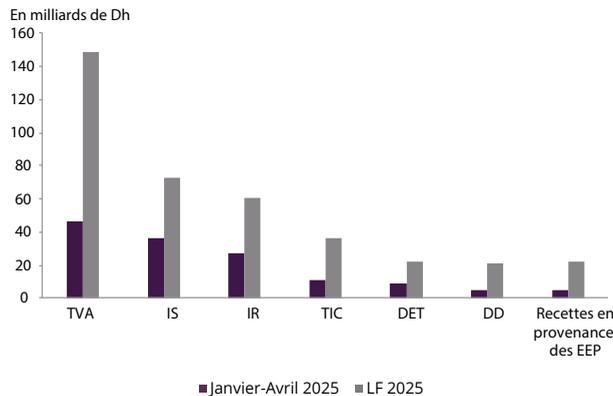
**Tableau 4.1 : Recettes ordinaires
(en milliards de dirhams)***

	Jan. - Avr. 2024	Jan. - Avr. 2024	Var. en %	LF 2025	Réalisation par rapport à la LF (en %)
Recettes ordinaires	127,2	148,7	16,9	436,7	34,0
Recettes fiscales	115,5	137,4	18,9	367,6	37,4
- Impôts directs	49,1	65,3	33,1	139,3	46,9
Dont IS	27,1	36,4	34,1	73,0	49,8
IR	20,7	27,3	32,1	60,9	44,9
- Impôts indirects	52,9	57,7	9,1	185,3	31,1
TVA*	42,6	46,2	8,3	148,4	31,1
TIC	10,3	11,5	12,3	36,9	31,3
- Droits de douane	5,0	5,4	6,9	21,3	25,3
- Enregistrement et timbre	8,5	9,0	5,4	21,7	41,4
Recettes non fiscales	10,0	9,6	-4,1	65,6	14,7
- Recettes en provenance des EEP	3,7	4,9	32,8	22,6	21,7
- Autres recettes	6,3	4,7	-25,6	43,0	11,0
Mécanismes de financement innovants	0,0	0,0	0,0	35,0	0,0
Recettes des CST	1,6	1,7	5,6	3,6	46,7

* Compte tenu des 30% de la TVA transférée aux collectivités territoriales (CT) en 2024 et 32% en 2025.

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

De leur côté, les rentrées des droits de douane se sont renforcées de 6,9% à 5,4 milliards et des droits d'enregistrement et de timbre de 5,4% à 9 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, leur évolution reflète des encaissements de 4,7 milliards au titre de la rubrique des « autres recettes », contre 6,3 milliards à fin avril 2024. Les ressources provenant des établissements et entreprises publics (EEP) ont totalisé 4,9 milliards, au lieu de 3,7 milliards un an auparavant, versées principalement par Bank Al-Maghrib à hauteur de 3,8 milliards, contre 2,4 milliards, et par l'Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie pour 1 milliard, soit le même montant qu'à fin avril 2024.

4.2 Dépenses

Les dépenses globales se sont alourdies de 23,6% à 181,1 milliards à fin avril 2025, reflétant des accroissements de 25,6% à 146,2 milliards de celles ordinaires et de 15,7% à 34,9 milliards de celles d'investissement. Les dépenses de biens et services se sont élevées à 110 milliards, en progression de 33,4%, avec des augmentations de 12,4% à 58,3 milliards de la masse salariale et de 69% à 51,7 milliards des dépenses au titre des autres biens et services. Ces dernières tiennent compte des transferts d'un montant de 22,3 milliards aux EEP et de 17,2 milliards aux comptes spéciaux du Trésor, soient des hausses de 6,3 milliards et 15 milliards respectivement. Concernant l'évolution de la masse salariale, la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel s'est accrue de 11,1% à 48,2 milliards, résultat de la progression de 15,7% de sa composante structurelle et du recul de 53,7% à 1,3 milliard des rappels.

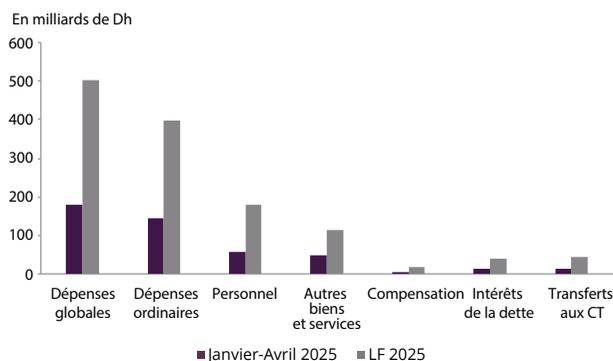
Tableau 4.2 : Exécution des dépenses publiques (en milliards de dirhams) *

	Jan. - Avr. 2024	Jan. - Avr. 2024	Var. en %	LF 2025	Exécution par rapport à la LF (en %)
Dépenses globales	146,5	181,1	23,6	507,0	35,7
Dépenses ordinaires	116,4	146,2	25,6	401,4	36,4
Biens et services	82,5	110,0	33,4	294,2	37,4
Personnel	51,9	58,3	12,4	180,3	32,3
Autres biens et services	30,6	51,7	69,0	113,9	45,4
Intérêts de la dette	10,8	13,7	27,5	42,6	32,2
Compensation	10,3	7,7	-25,9	17,1	44,7
Transferts aux CT	12,8	14,8	15,5	47,5	31,1
Investissement	30,2	34,9	15,7	105,6	33,1

* Compte tenu des 30% de la TVA transférée aux collectivités territoriales (CT) en 2024 et 32% en 2025.

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

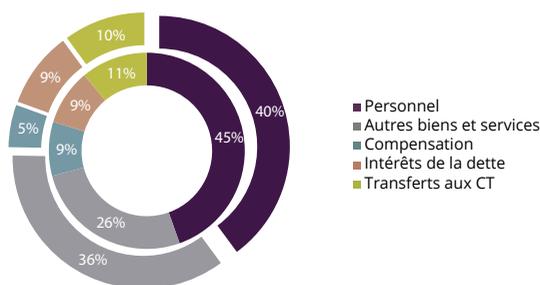
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

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

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires



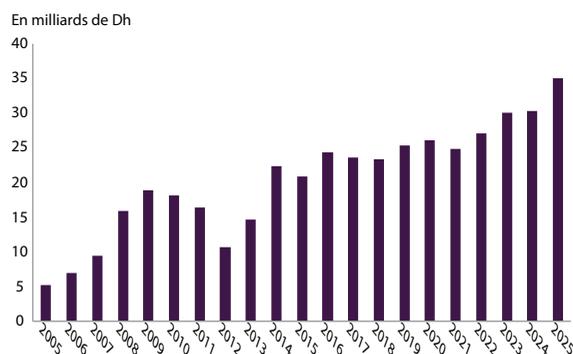
Anneau intérieur : Janvier-Avril 2024
Anneau extérieur : Janvier-Avril 2025

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

Les charges de compensation se sont repliées de 25,9% à 7,7 milliards, soit un taux d'exécution de 44,7% par rapport à la LF. Ce résultat reflète les régressions de 0,9 milliard de dirhams à 5,1 milliards de la charge allouée au gaz butane, de 0,6 milliard à 1,8 milliard de celle du sucre et de 0,2 milliard à 0,7 milliard de celle de la farine nationale de blé tendre. Aucune dépense n'a été constatée en matière de soutien aux professionnels du secteur du transport routier, contre un montant de 1 milliard accordé un an auparavant.

De leur côté, les dépenses d'investissement ont progressé de 15,7% à 34,9 milliards, soit un taux d'exécution de 33,1% par rapport aux prévisions d'émissions de la LF. Elles incorporent un accroissement de 9,5% à 17,8 milliards des dépenses des Ministères.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin avril

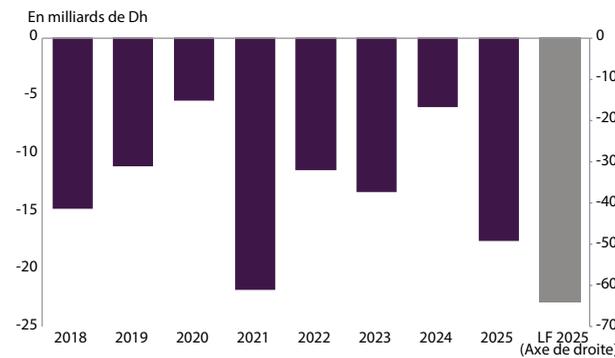


Source : MEF (DTFE).

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 d'une année à l'autre de 6 milliards à 17,5 milliards. Par ailleurs, le Trésor a réduit son stock des opérations en instance d'un montant de 15,7 milliards, contre 4,2 milliards à fin avril 2024, portant ainsi le déficit de caisse à 33,2 milliards, au lieu de 10,2 milliards.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin avril



Source : MEF (DTFE).

Le besoin de financement du Trésor a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 4,6 milliards et par un flux net extérieur positif de 28,6 milliards de dirhams. Celui-ci recouvre des tirages bruts à hauteur de 32,5 milliards, contre 11,3 milliards un an auparavant, dont 20,9 milliards mobilisés sur le marché financier international et 4,8 milliards auprès du FMI.

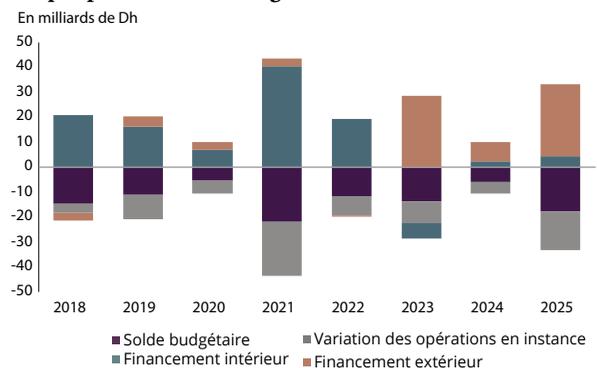
Tableau 4.3 : Financement du déficit (en milliards de dirhams)

	Jan. - Avr. 2024	Jan. - Avr. 2024	LF 2025
Solde ordinaire	10,8	2,5	35,4
Solde des CST	13,4	14,9	6
Solde primaire	4,7	-3,8	-21,6
Solde budgétaire	-6	-17,5	-64,2
Variation des opérations en instance	-4,2	-15,7	0
Besoin de financement	-10,2	-33,2	-64,2
Financement intérieur	2,2	4,6	58,2
Financement extérieur	8	28,6	51,5
Cession des participations de l'Etat	0	0	6

Sources : MEF (DTFE).

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a permis de mobiliser un montant net de 21,6 milliards, contre 22,6 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont porté notamment sur les bons à 10 ans pour un montant de 9,5 milliards, ceux à 2 ans à hauteur de 6,8 milliards, les bons à 52 semaines pour un montant de 5,1 milliards et ceux à 30 ans pour 2,2 milliards. En parallèle, les remboursements nets ont été réalisés sur les bons à 15 ans pour un montant de 4,6 milliards.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin avril*

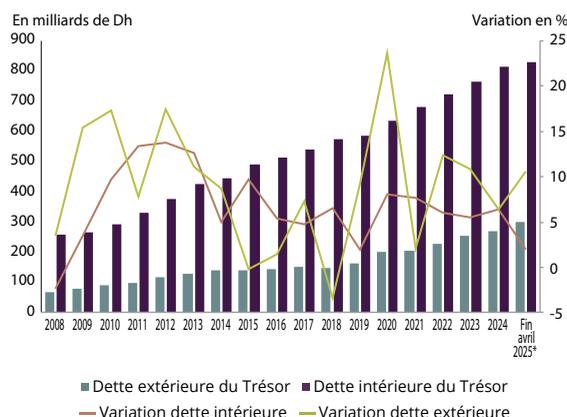


Source : MEF (DTFE).

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

S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, les données arrêtées à fin avril indiquent une diminution des taux moyens pondérés par rapport à la même période en 2024. Pour les maturités moyennes et courtes, les baisses ont atteint 71 pb à 2,53% pour les bons à 2 ans, 65 pb à 2,77% pour les bons à 5 ans, 60 pb à 2,27% pour ceux à 13 semaines, 52 pb à 2,46% pour ceux à 52 semaines et 47 pb à 2,39% pour les bons à 26 semaines. De même, pour les maturités longues, les taux ont reculé de 94 pb à 4,04% pour les bons à 30 ans, de 68 pb pour les bons à 10 ans et de 67 pb à 3,66% et 3,37% pour ceux à 20 ans et à 15 ans respectivement.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



* Estimations BAM.
Sources : Données MEF (DTFE).

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

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Fin avril 2025*
Dette extérieure du Trésor	161,6	199,7	203,8	228,9	253,6	269,8	298,4
Var en %	9,2	23,6	2,0	12,3	10,8	6,4	10,6
Dette intérieure du Trésor	585,7	632,9	681,5	722,9	763,0	811,8	827,8
Var en %	1,9	8,1	7,7	6,1	5,6	6,4	2,0
Encours de la dette directe	747,3	832,6	885,3	951,8	1 016,7	1 081,6	1 126,2
Var en %	3,4	11,4	6,3	7,5	6,8	6,4	4,1

Source : MEF (DTFE).

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

Dans ces conditions, la dette publique directe se serait accrue de 4,1% à fin avril 2025 comparativement à son niveau à fin décembre 2024, avec des hausses de 2% de sa composante intérieure et de 10,6% de celle extérieure.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL¹

En 2024, la croissance économique est ressortie à 3,8% après 3,7%, avec une contraction de 4,8% de la valeur ajoutée agricole et une amélioration de 4,8% du PIB non agricole. Du côté demande, sa composante intérieure a marqué une contribution s'élevant à 6,3 points de pourcentage, alors que celle des exportations nettes en volume est restée négative de l'ordre de 2,5 points.

Au premier semestre de 2025, et compte tenu d'une récolte céréalière de 44 millions de quintaux, la valeur ajoutée agricole s'accroîtrait de 5,2%. En parallèle, les activités non agricoles devraient progresser de 3,9% et la croissance s'établirait ainsi à 4,2%.

Sur le marché du travail, la situation a été marquée au premier trimestre de 2025 par une importante création de 282 mille postes. Hormis l'agriculture qui a accusé une nouvelle baisse de 72 mille emplois, les autres secteurs ont enregistré des créations s'élevant à 216 mille dans les services, à 83 mille dans l'industrie et à 52 mille dans le BTP. Tenant compte d'une entrée nette de 266 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité est ressorti ainsi en amélioration de 0,3 point à 42,9% globalement, de 0,4 point à 41,5% en milieu urbain et quasi stable à 45,6% dans les campagnes. En parallèle, le taux de chômage a diminué de 13,7% à 13,3% au niveau national et de 17,6% à 16,6% dans les villes, et a en revanche augmenté de 6,8% à 7,3% dans les zones rurales.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

La consommation des ménages a progressé de 3,2% en 2024 après 4,7% en 2023, et sa contribution à la croissance est ressortie positive de 1,9 point de pourcentage.

Au premier semestre de 2025, son rythme devrait s'accroître en moyenne de 3,7%, au lieu de 3% à la même période une année auparavant. Cette dynamique serait favorisée par une inflation modérée et une consolidation des revenus des ménages.

S'agissant de la consommation des administrations publiques, les réalisations au titre de l'année 2024 font ressortir un ralentissement de 6,1% à 5,6% en 2024. Sa participation à la croissance s'est quasiment stabilisée à 1 point de pourcentage.

Au cours du premier semestre de 2025, elle devrait s'accroître de 4,7%, après 3,9%, en lien notamment avec l'accroissement des dépenses de fonctionnement

5.1.2 Investissement

L'investissement a marqué un bond de 10,9% en 2024 après 4,3% un an auparavant, et sa contribution à la croissance s'est renforcée, passant de 1,3 à 3,2 points de pourcentage.

En termes de perspectives, l'investissement poursuivrait sa performance positive entamée depuis le quatrième trimestre de 2023, s'accroissant de 8,4% au premier semestre de 2025 après 6,7% enregistrée à la même période de l'année précédente. Cette évolution refléterait notamment la mise en œuvre de nombreux chantiers d'infrastructure liés à la préparation de l'accueil d'événements internationaux d'envergure. Les indicateurs infra-annuels disponibles à fin avril confirment ce mouvement haussier, comme en témoigne les accroissements de 13,3% des importations de biens d'équipement, de 10,3% des ventes de ciments et de 18,2% des crédits à l'équipement. De même, les ventes de ciments se sont améliorées de 9,5% à fin mai.

¹ L'analyse trimestrielle de ce chapitre se base sur les données des comptes nationaux trimestriels telles que publiées par le HCP le 31 mars 2025.

5.2 Demande extérieure

En 2024, les exportations nettes en volume ont de nouveau contribué négativement à la croissance à hauteur de 2,5 points de pourcentage après 1,8 point en 2023. Les importations de biens et services ont marqué une accélération notable de leur rythme de 9,5% à 11,6%, tandis que celui des exportations est ressorti en progression de 7,9% à 8,0%.

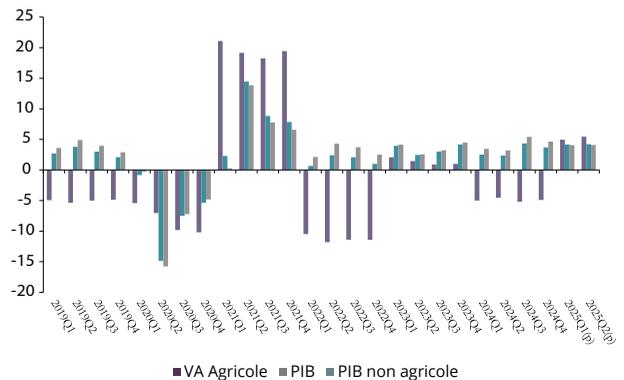
Au premier semestre de 2025, les exportations de biens et services, en volume, devrait croître à un rythme moins soutenu que celui enregistré un an auparavant, en lien avec le repli des expéditions du secteur automobile et le ralentissement de celles de phosphates et dérivés.

En parallèle, les importations de biens et services ralentiraient, reflétant une décélération du rythme des achats de produits finis de consommation et de produits alimentaires.

5.3 Offre globale

Au premier semestre de 2025, le PIB devrait se renforcer en moyenne de 4,2% après 2,4%, avec une progression de 5,2% contre un repli de 4,8% de la valeur ajoutée agricole, à la faveur d'une amélioration de la récolte céréalière de 41% par rapport à la campagne précédente à 44 millions de quintaux selon les estimations du Département de l'Agriculture. Pour leur part, les activités non agricoles enregistreraient une hausse de 3,9% au lieu de 3,2%.

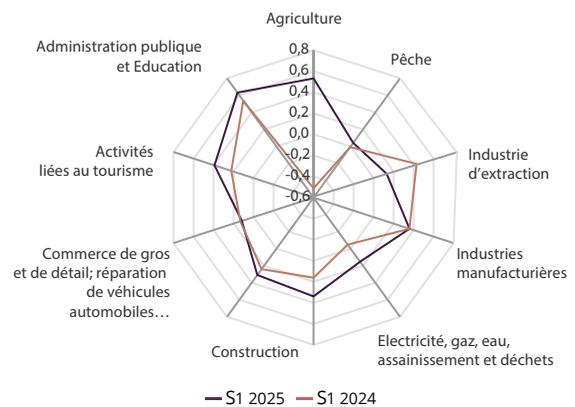
Graphique 5.1 : PIB par composante (aux prix de l'année précédente, variation en %, en glissement annuel, base 2014)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

S'agissant du secteur secondaire, le rythme d'accroissement de sa valeur ajoutée devrait s'accroître à 4,1% après 3,7%, reflétant notamment des améliorations dans les branches de la « construction » et de l'« Electricité, gaz, eau, assainissement et déchets ».

Graphique 5.2 : Contributions de certaines branches d'activité à la croissance (en points de pourcentage)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Au niveau du tertiaire, la valeur ajoutée devrait progresser de 3,8% au lieu de 3,1% à la même période de l'année précédente. Cette évolution traduirait en particulier un raffermissement dans l'activité d'« hébergement et restauration » ainsi que dans les services non marchands.

5.4 Marché du travail et capacités de production

5.4.1 Activité et emploi

Entre le premier trimestre de 2024 et la même période de 2025, la situation du marché du travail a été caractérisée par une hausse de 2,2% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à près de 12,2 millions de personnes. Cet accroissement recouvre ceux de 3,2% dans les villes et 0,5% dans les campagnes.

Compte tenu de l'évolution de la population en âge de travailler, le taux d'activité s'est amélioré de 0,3 point à 42,9% au niveau national, de 0,4 point à 41,5% en milieu urbain et ressort quasi stable à 45,6% dans les campagnes.

En parallèle, l'économie nationale a marqué une importante création de 282 mille postes, exclusivement en milieu urbain, après une perte de 80 mille un an auparavant, et la population active occupée a ainsi progressé de 2,7% à 10,6 millions de personnes.

A l'exception de l'agriculture qui a accusé une nouvelle diminution de 72 mille emplois, les autres secteurs ont connu des augmentations atteignant 52 mille dans le BTP, 83 mille dans l'industrie et 216 mille dans les services. Ces derniers reflètent essentiellement une création de 74 mille postes par les « services sociaux fournis aux collectivités », de 66 mille postes par les « activités financières, d'assurance, immobilières, scientifiques, techniques, de services administratifs, de soutien » et de 48 mille postes au niveau de la branche du commerce.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population au chômage a affiché un recul de 0,9% pour s'établir à près de 1,6 million de personnes, et le taux de chômage a diminué de 13,7% à 13,3% au niveau national et de 17,6% à 16,6% dans les villes, alors qu'il est passé de 6,8% à 7,3% dans les zones rurales. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, le taux de chômage a poursuivi son accroissement avec une hausse de 1,8 point à 37,7%. Ce taux a augmenté de 5,3 points à 25,5% dans les campagnes et a diminué de 0,8 point à 46,9% en milieu urbain. Le taux de chômage des diplômés a, de son côté, enregistré une baisse de 0,9 point, revenant de 20,3% à 19,4%.

Parallèlement, le taux de sous-emploi¹ a marqué une progression de 1,5 point à 11,8% au niveau national, de 2,3 points à 14,8% dans les zones rurales et d'un point à 10% dans les villes.

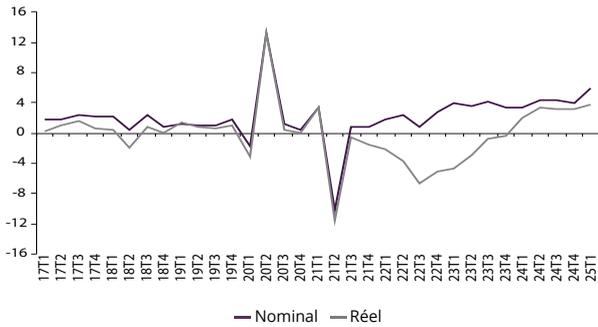
5.4.3 Productivité et salaires

La productivité apparente du travail dans les secteurs non agricoles, appréhendée par le ratio de la valeur ajoutée à l'emploi, devrait connaître, au premier trimestre 2025, une baisse de 0,8% après une amélioration de 1,5% une année auparavant. Cette évolution reflèterait des augmentations de 3,9%, au lieu de 3,2%, de la valeur ajoutée et de 4,6%, après 1,7%, des effectifs employés.

Pour sa part, et sur la base des dernières données disponibles du premier trimestre 2025, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS en rapportant la masse salariale aux effectifs employés, a affiché une hausse de 5,8%, au lieu de 3,3% un an auparavant, en termes nominaux et de 3,7%, après 2,1%, en termes réels.

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

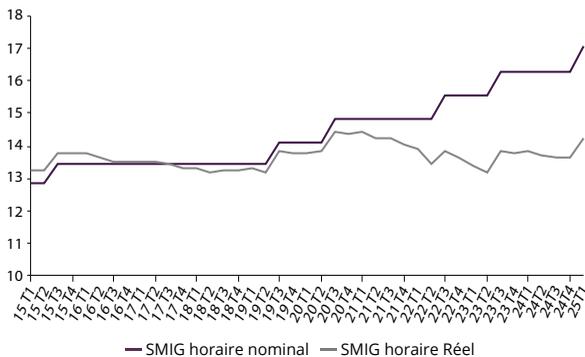
Graphique 5.3 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)



Sources : Données CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, et en application de l'accord social conclu le 29 avril 2024, il a été revalorisé en termes nominaux de 5% à 17,10 dirhams au premier trimestre 2025. Tenant compte d'une progression de 2% de l'indice des prix à la consommation, il aurait augmenté de 2,9% en termes réels.

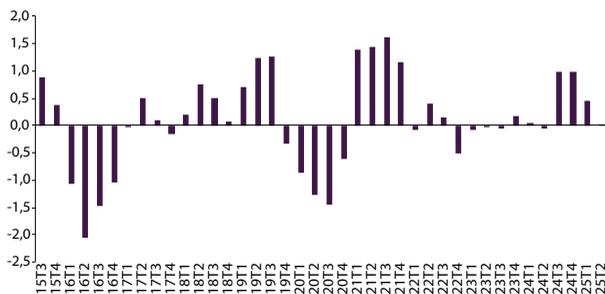
Graphique 5.4 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)



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

Au total, l'output-gap devrait rester positif au cours du premier semestre 2025.

Graphique 5.5 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T1 2024	T1 2025
Taux d'activité (en %)	42,6	42,9
Urbain	41,1	41,5
Rural	45,6	45,6
Taux de chômage (en %)	13,7	13,3
Jeunes âgés de 15 à 25 ans	35,9	37,7
Urbain	17,6	16,6
Jeunes âgés de 15 à 25 ans	47,7	46,9
Rural	6,8	7,3
Créations d'emplois (en milliers)	-80	282
Urbain	78	285
Rural	-159	-3
Secteurs		
- Agriculture, forêt et pêche	-206	-72
- Industrie y compris l'artisanat	34	83
- BTP	25	52
- Services	63	216
Productivité apparente non agricole (variation en %)	1,5	-0,8
Indice des salaires moyens (variation en %)		
Nominal	3,3	5,8
Réel	2,1	3,7

Source HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

En ligne avec les prévisions publiées dans le RPM de mars dernier, l'inflation s'est accélérée au premier trimestre 2025, quoiqu'à un rythme moins rapide que prévu. Elle est passée de 0,7% au quatrième trimestre de l'année 2024 à 2% en moyenne entre janvier et mars, avant de décélérer à 0,6% en moyenne en avril et mai. Cette évolution traduit pour l'essentiel le ralentissement de l'inflation sous-jacente de 1,9% au premier trimestre 2025 à 1% en moyenne en avril et mai, tiré principalement par celui de sa composante alimentaire, ainsi que l'atténuation de la progression des prix des produits alimentaires à prix volatils de 5,1% à 0,2%. De même, les prix des carburants et lubrifiants ont vu leur repli s'accroître de 9,8% à 14,6%. Pour leur part, les tarifs réglementés se sont accrus de 2,1% au lieu de 2,6%.

Au deuxième trimestre, l'inflation devrait ralentir à 0,5% et sa composante sous-jacente devrait s'établir à 1%.

6.1 Evolution de l'inflation

L'inflation est revenue de 2% en moyenne au premier trimestre 2025 à 0,6% en moyenne en avril et mai. Cette évolution traduit les décélérations de l'inflation sous-jacente et des progressions des prix des produits alimentaires à prix volatils et des tarifs réglementés, et dans une moindre mesure, l'accentuation du repli des prix des carburants et lubrifiants.

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

Les prix des produits alimentaires à prix volatils ont connu une baisse cumulée de 3,5% en avril et mai, traduisant principalement le recul de 8,5% pour les « volaille et lapin », de 16,6% pour les « œufs » et de 6,5% pour les « poissons frais ».

En glissement annuel, la croissance des prix des produits alimentaires à prix volatils a connu une nette décélération, revenant de 5,1% au premier trimestre à 0,2% en moyenne en avril et mai.

Ainsi, leur contribution à l'inflation ressort nul au lieu de 0,7 point de pourcentage un trimestre auparavant.

Tableau 6.1 : Inflation et ses composantes

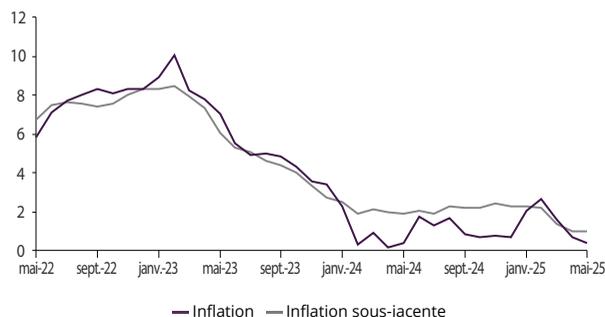
(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	mars 25	avr. 25	mai 25	mars 25	avr. 25	mai 25
Inflation	-0,3	-0,3	-0,4	1,6	0,7	0,4
- Produits alimentaires à prix volatils	0,6	-1	-2,6	4,2	0,5	-0,2
- Produits réglementés	0,1	0,1	0	2,6	2,7	1,5
- Carburants et lubrifiants	-1,8	-3,4	-2,7	-10,0	-14,2	-15,1
Inflation sous-jacente	-0,5	-0,2	0,0	1,4	1,0	1,0
Produits alimentaires	-1,4	-0,6	-0,1	1,6	0,8	0,8
- Articles d'habillement et chaussures	0,3	0,1	-0,1	1,0	0,8	0,7
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,1	0,2	0,1	1,1	1,0	1,1
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,1	-0,1	0,4	0,4	0,4
- Santé ¹	-0,2	0,6	-0,3	-1,7	-0,8	-1,1
- Transport ²	-0,1	0,1	-0,1	1,5	1,2	0,9
- Communication	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
- Loisirs et cultures ¹	-0,1	-0,3	0,1	-0,6	-1,2	-0,9
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	2,3	2,3	2,3
- Restaurants et hôtels	0,1	0,5	0,2	3,9	4,4	3,9
- Biens et services divers ¹	0,4	0,1	0,1	1,9	1,5	1,5

¹ Hors produits réglementés.

² Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

Sources : Données HCP et calculs BAM.

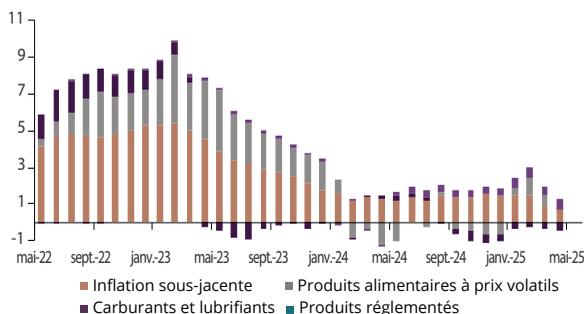
Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente (en %, en glissement annuel)



Sources : HCP et calculs BAM.

S'agissant des tarifs réglementés, ils ont progressé de 2,1% en moyenne en avril et mai au lieu de 2,6% au premier trimestre 2025, traduisant le ralentissement de la progression des prix du gaz de 17,2% après 24,5%. Leur contribution à l'inflation s'est établie à 0,4 point de pourcentage au lieu de 0,5 point le trimestre précédent.

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



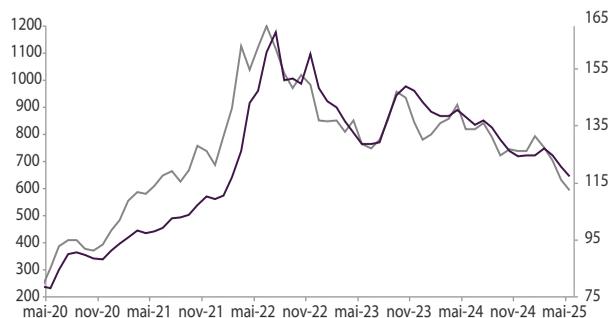
Sources : Données HCP et calculs BAM.

Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants ont enregistré une baisse cumulée de 6,1% en avril et mai, dans un contexte marqué par une diminution des cours internationaux de produits pétroliers. En particulier, le cours du Brent a reculé de 75,6\$/bl au premier trimestre à 66\$/bl en moyenne en avril et mai, soit une contraction de 12,8%.

En glissement annuel, les prix des carburants et lubrifiants ont vu leur repli s'accroître, passant

de 9,8% au premier trimestre à 14,6% en moyenne en avril et mai. Par conséquent, ils continuent de contribuer négativement à l'inflation à hauteur de 0,5 point de pourcentage, contre 0,3 point un trimestre auparavant.

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



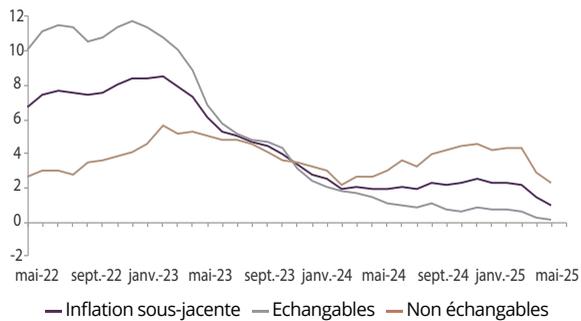
— Brent (en dirhams/bl) — Indice des prix des carburants et lubrifiants (axe de droite)

Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

6.1.2. Inflation sous-jacente

Pour sa part, l'inflation sous-jacente est revenue de 1,9% au cours du premier trimestre à 1% en moyenne en avril et mai. Cette décélération est liée principalement à celle de 2,9% à 0,8% de sa composante alimentaire, avec notamment le recul du rythme de progression des prix des « viandes fraîches » de 13,3% à 3,6% et l'accentuation du repli de ceux des « huiles » de 0,1% à 1,2%.

Concernant les composantes hors alimentaires de l'inflation sous-jacente, les prix ont augmenté de 1% au lieu de 1,8% pour le « transport » et de 1,6% après 1,9% pour les « biens et services divers ».

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

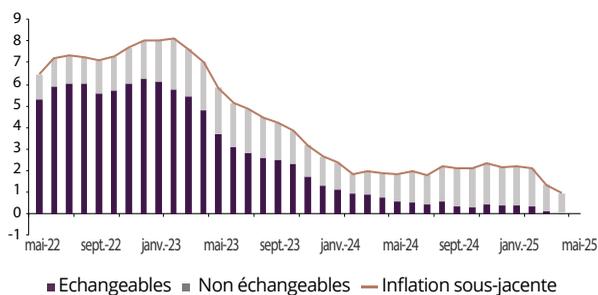
Sources : Données HCP et calculs BAM.

La décélération de l'inflation sous-jacente a été tirée par celle de 3,8% à 2% des prix des biens et services non échangeables, et dans une moindre mesure par le ralentissement de 0,6% à 0,3% des prix de ceux échangeables.

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

(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	mars 25	avr. 25	mai 25	mars 25	avr. 25	mai 25
Biens échangeables	-0,2	-0,2	-0,1	0,3	0,1	0,4
Biens non échangeables	-1,0	-0,2	0,1	2,9	2,3	1,8
Inflation sous-jacente	-0,5	-0,2	0,0	1,4	1,0	1,0

Sources : Données HCP et calculs BAM.

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

Sources : HCP et calculs BAM.

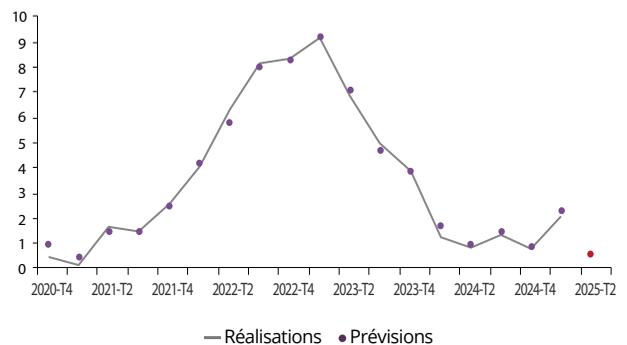
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

A court terme, l'inflation devrait décélérer à 0,5% au deuxième trimestre, contre 2% au premier trimestre 2025. Ce ralentissement serait lié principalement à celui de sa composante sous-jacente qui devrait revenir à 1% après 1,9%.

Quoique dans une moindre mesure, les prix des produits alimentaires à prix volatils ressortiraient en progression de 0,4% au deuxième trimestre, au lieu de 5,1% le trimestre précédent.

De même, le repli des prix des carburants et lubrifiants devrait s'accroître à 14,1% au cours du deuxième trimestre, contre 9,8% au premier trimestre.

Pour leur part, les tarifs réglementés devraient augmenter de 1,6% au deuxième trimestre, après 2,6% un trimestre auparavant.

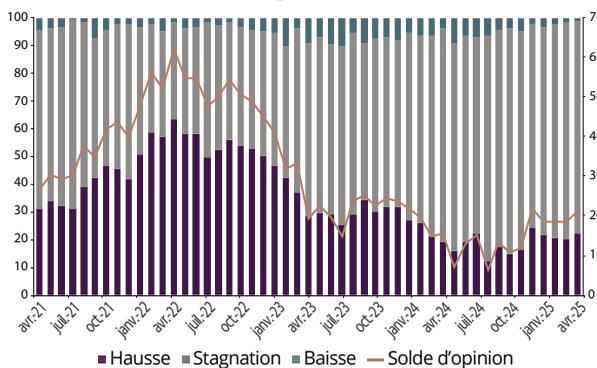
Graphique 6.6 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation (en %)

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 2025 montrent que 77% des enquêtés s'attendent à une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 22% anticipent une hausse, tandis que 1% d'entre eux tablent sur une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à 21%.

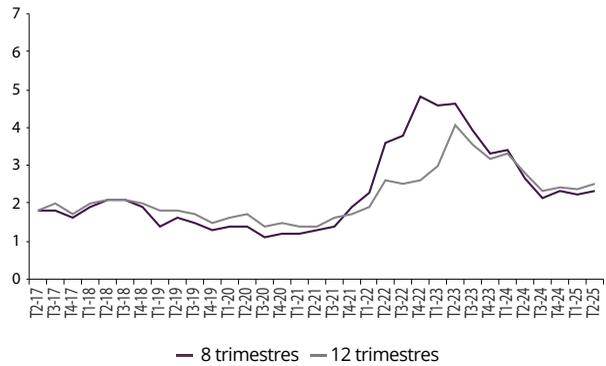
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises (en %)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib sur les anticipations d'inflation, conduite auprès des experts du secteur financier au titre du deuxième trimestre 2025, font ressortir une quasi-stabilité des attentes de ces derniers. Ils tablent, en effet, sur une inflation moyenne de 2,3% à l'horizon des huit prochains trimestres au lieu de 2,2% au premier trimestre. De même, sur l'horizon des 12 prochains trimestres, leur anticipation s'établit à 2,5% après 2,4%.

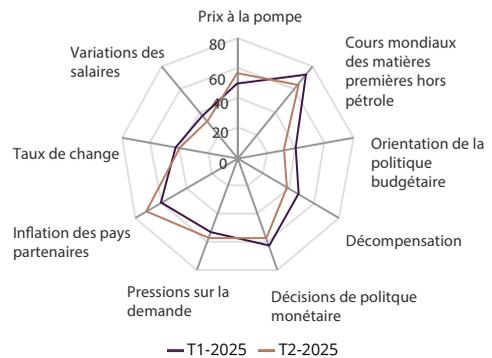
Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres (en%)



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

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

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



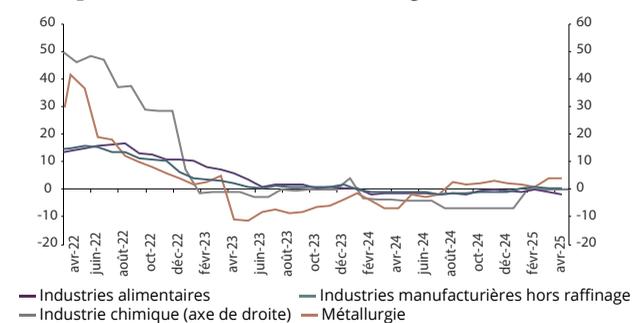
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4 Prix à la production

Les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole ont enregistré un repli mensuel de 0,2% en avril. Cette baisse a été portée principalement par des diminutions de 0,9% pour les « industries alimentaires », de 0,2% pour l'« industrie chimique » et de 0,1% pour la branche « fabrication d'autres produits minéraux non métalliques ».

En comparaison annuelle, les prix à la production hors raffinage se sont accrus de 0,3% en avril au lieu de 0,5% en moyenne au premier trimestre 2025.

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



Source : HCP.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

Après un « atterrissage en douceur » en 2024, l'économie mondiale devrait poursuivre son ralentissement dans un contexte de fortes incertitudes liées notamment à l'orientation des politiques économiques, en particulier commerciales, ainsi qu'à leurs implications. Sa croissance devrait ainsi revenir de 3,2% en 2024 à 2,8% cette année puis à 2,6% en 2026. Aux Etats-Unis, la hausse des droits de douane pèserait sur l'activité, la croissance devant décélérer de 2,8% en 2024 à 1,5% en 2025, puis s'établirait à 1,7% en 2026. Dans la zone euro, l'économie bénéficierait de la hausse des dépenses, notamment en Allemagne, mais serait freinée par la montée des tensions commerciales. Elle continuerait ainsi d'évoluer à un rythme faible, quoiqu'en légère accélération, passant de 0,8% en 2024 à 1% en 2025 puis à 1,5% en 2026. Au Royaume-Uni, elle se stabiliserait à 1,1% en 2025, principalement en raison du ralentissement de la demande mondiale et du resserrement budgétaire, et se maintiendrait à ce niveau en 2026, tandis qu'au Japon, et après une légère hausse de 0,2% en 2024, le PIB devrait croître en termes réels de 0,8% en 2025, puis de 0,5% en 2026.

Dans les principaux pays émergents, la croissance de l'économie chinoise se stabiliserait à 4,9% en 2025, soutenue par l'augmentation marquée des exportations, avant de ralentir à 3,9% en 2026, pâtissant des difficultés persistantes du secteur immobilier et de la faiblesse de la demande mondiale. En Inde, l'activité resterait vigoureuse, avec une croissance qui passerait de 6,6% en 2024 à 7,4% cette année puis à 6,2% en 2026 et ce, à la faveur principalement de la reprise de l'activité manufacturière et des services. Au Brésil, la croissance décélérerait de 2,9% en 2024 à 2% en 2025, puis à 1% en 2026, et en Russie, elle devrait ralentir de 4,4% en 2024 à 0,4% en 2025, en raison notamment de la baisse des prix du pétrole et du recul de la demande extérieure, puis se situerait à 0,7% en 2026.

Sur les marchés des matières premières, les cours du pétrole maintiendraient leur tendance baissière. Le prix du Brent en particulier devrait revenir de 79,8 dollars le baril en 2024 à 66,8 dollars en 2025 puis à 64,8 dollars en 2026. Pour ce qui est du phosphate et dérivés marocains, le cours du DAP devrait, selon les projections de la Commodities Research Unit, augmenter de 586 dollars la tonne en 2024 à 689 dollars cette année puis reviendrait à 678 dollars en 2026. Celui du TSP passerait de 436 dollars la tonne à 540 dollars, puis à 535 dollars en 2026. En revanche, le prix de la roche poursuivrait sa tendance baissière, revenant de 214 dollars la tonne en 2024 à 206 dollars en 2025, puis à 183 dollars en 2026. S'agissant des denrées alimentaires, après le repli de 2% enregistré en 2024, l'indice FAO devrait augmenter de 4,4% en 2025 et de 1% en 2026.

Dans ces conditions, l'inflation mondiale poursuivrait sa décélération pour ressortir à 3% cette année, contre 3,7% en 2024, puis se situerait à 3,2% en 2026. Dans la zone euro, elle ralentirait de 2,4% en 2024 à 2,2% en 2025, et se maintiendrait à ce niveau en 2026, et aux Etats-Unis, elle passerait de 3% à 2,8% cette année, avant de s'accélérer à 3,3% en 2026.

Concernant l'orientation des politiques monétaires, la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 5 juin, de réduire ses trois taux directeurs de 25 points de base (pb), soit la septième baisse consécutive et la huitième depuis juin 2024, soulignant que l'inflation se situe actuellement autour de l'objectif de 2%. Pour sa part, lors de sa réunion des 17 et 18 juin, la Fed a maintenu, pour la quatrième fois consécutive, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [4,25%-4,50%] dans un contexte caractérisé par une inflation quelque peu élevée, un rythme soutenu de l'activité économique et un marché du travail solide. De même, la Banque d'Angleterre a décidé, à l'issue de sa réunion du 18 juin, de maintenir inchangé son taux directeur à 4,25%, tout en soulignant que des progrès substantiels ont été accomplis en matière de désinflation au cours des deux dernières années.

Au niveau national, la dynamique des échanges extérieurs de biens et services devrait se poursuivre sur l'horizon de prévision. Les exportations s'amélioreraient de 5,1% en 2025, portées essentiellement par une augmentation de 20,1% de celles de phosphates et dérivés, puis de 9% en 2026, sous l'effet essentiellement de l'accélération prévue du rythme de progression des expéditions du segment de la construction automobile. Les importations devraient, pour leur part, augmenter de 5,1% en 2025 puis de 7% en 2026, reflétant en particulier une forte progression des acquisitions de biens d'équipement, en lien avec la dynamique prévue de l'investissement. En parallèle, les recettes de voyages devraient maintenir leur bonne performance, avec des accroissements de 8,3% en 2025 et de 5,3% en 2026 pour atteindre 128,4 milliards de dirhams. Quant aux transferts des MRE, ils devraient, sous l'hypothèse de la poursuite de leur tendance baissière, terminer l'année en repli de 3,3%, avant de s'accroître de 5,1% à 120,9 milliards en 2026. Dans ces conditions, après s'être établi à 1,2% du PIB en 2024, le déficit du compte courant devrait se situer autour de 2,2% en 2025 et de 2% en 2026. Concernant les IDE, les projections tablent sur un flux de recettes équivalent à 3,3% du PIB en 2025 et à 3,5% en 2026.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve devraient s'élever à 407 milliards de dirhams à fin 2025 puis à 423,7 milliards à fin 2026, représentant des couvertures de 5 mois et 11 jours et 5 mois et 17 jours d'importations de biens et services respectivement.

S'agissant des conditions monétaires, après son ralentissement à 2,6% en 2024, le crédit bancaire au secteur non financier devrait marquer une hausse de 6,2% en 2025 puis de 6,1% en 2026. Pour sa part, le taux de change effectif réel poursuivrait son appréciation en 2025.

Sur le volet des finances publiques, le déficit budgétaire se stabiliserait à 3,9% du PIB en 2025, soit le même niveau qu'en 2024. Cette prévision tient compte des crédits supplémentaires ouverts au titre du budget général de 13 milliards de dirhams consacrés à la couverture d'une partie de l'augmentation des salaires publics et au soutien de certains établissements et entreprises publics (EEP), et du relèvement

des prévisions des rentrées fiscales en raison d'une meilleure performance au titre des réalisations à fin avril 2025. En 2026, le déficit s'atténuerait à 3,4% du PIB, recouvrant notamment l'intégration de l'impact des hausses des salaires publics et des investissements, ainsi qu'une meilleure performance du produit fiscal.

Pour ce qui est de la croissance économique, elle devrait s'accélérer de 3,8% en 2024 à 4,6% cette année, puis se consoliderait à 4,4% en 2026. Cette évolution reflèterait une augmentation de la valeur ajoutée agricole de 5% en 2025, tenant compte d'une récolte céréalière de 44 millions de quintaux (MQx) estimée par le Département de l'Agriculture, suivie d'une hausse de 3,2% en 2026, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne de 50 MQx. Pour les activités non agricoles, elles devraient poursuivre leur amélioration, tirée notamment par les grands chantiers d'infrastructures et le dynamisme touristique, avec une progression de 4,5% en 2025 et en 2026.

Dans ce contexte, après la décélération à 0,9% en 2024, l'inflation continuerait d'évoluer à des niveaux modérés, se situant à 1,1% en 2025 et à 1,8% en 2026. Sa composante sous-jacente, quant à elle, ralentirait de 2,2% en 2024 à 1,2% en 2025, avant de remonter à 1,8% en 2026, sous l'effet principalement du ralentissement des prix des « viandes fraîches » et du recul de l'inflation importée.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

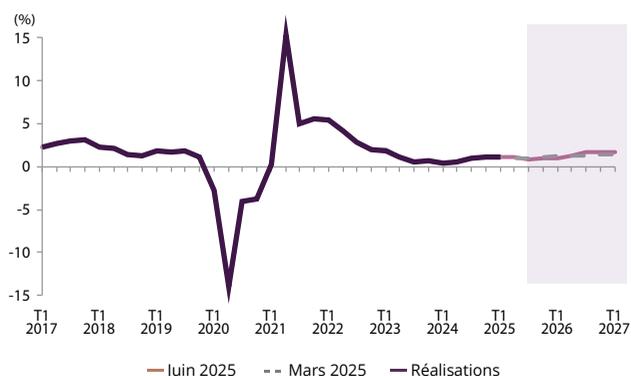
Décélération de l'activité économique mondiale sur l'horizon de prévision

Après un « atterrissage en douceur » en 2024, la croissance de l'économie mondiale devrait décélérer de 3,2% en 2024 à 2,8% en 2025 puis à 2,6% en 2026 et ce, dans un contexte marqué par de fortes incertitudes ayant conduit les principales institutions internationales (FMI, OCDE et Banque mondiale) à réviser à la baisse leurs prévisions.

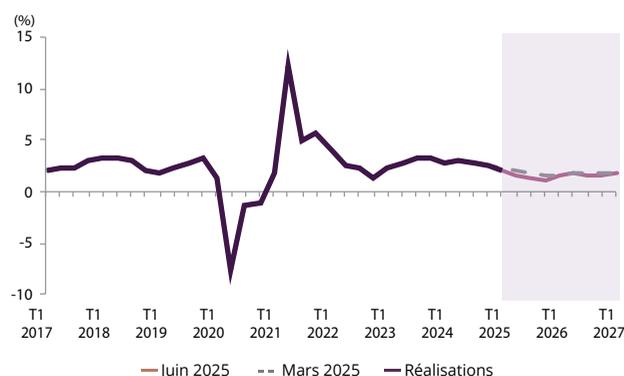
Aux Etats-Unis, la hausse des droits de douane se traduirait par une baisse des dépenses de consommation, une relative détérioration de la confiance des entreprises et une décélération de la croissance potentielle, sans pour autant conduire à une récession. Ainsi, la croissance ralentirait de 2,8% en 2024 à 1,5% en 2025, et atteindrait 1,7% en 2026. Concernant la zone euro, l'économie bénéficierait de la hausse des dépenses, notamment en Allemagne, mais les tensions commerciales ont affaibli la confiance des consommateurs et des investisseurs. Ainsi, après s'être établie à 0,8% en 2024, la croissance se limiterait à 1% en 2025, puis se situerait à 1,5% en 2026. Au Royaume-Uni, la croissance atteindrait 1,1% en 2025, soit le même rythme qu'en 2024, en raison notamment du ralentissement de la demande mondiale et du resserrement budgétaire, et demeurerait à ce niveau en 2026. Quant au Japon, le rythme de l'activité économique devrait s'accélérer de 0,2% en 2024 à 0,8% en 2025, porté par la hausse des salaires, mais resterait freiné par les tensions commerciales et l'affaiblissement de la demande extérieure notamment en provenance des pays asiatiques. Un ralentissement marqué à 0,5% devrait ainsi être enregistré en 2026.

Au niveau des principales économies émergentes, l'augmentation des exportations en Chine devrait soutenir l'activité en 2025, avec une croissance annuelle estimée à 4,9%. Cependant, la faiblesse de la demande mondiale et la persistance des difficultés du marché immobilier devraient peser sur la croissance en 2026, son rythme devant ralentir à 3,9%. En Inde, l'activité resterait vigoureuse, avec une croissance passant de 6,6% en 2024 à 7,4% en 2025 puis à 6,2% en 2026, bénéficiant principalement de la reprise de l'activité manufacturière et des services, sur fonds d'apaisement du conflit frontalier avec le Pakistan. Quant au Brésil, le rythme de l'activité devrait se modérer, passant de 2,9% en 2024 à 2% cette année puis à 1% en 2026, en lien avec la persistance de l'orientation restrictive de la politique monétaire et la consolidation budgétaire. En Russie, après avoir atteint 4,4% en 2024, le rythme de l'activité décélérerait sensiblement à 0,4% en 2025, en raison notamment du recul des prix du pétrole et de la baisse de la demande extérieure, puis atteindrait 0,7% en 2026.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : GPMN, mai 2025.

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

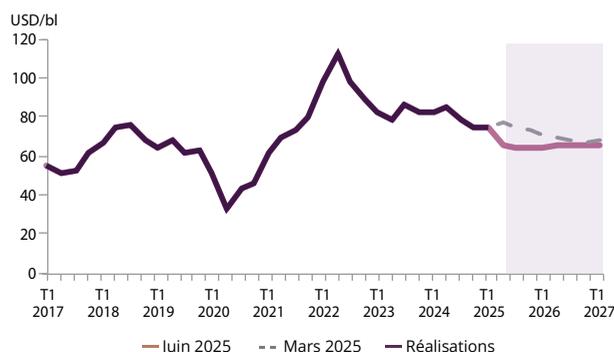
Sur le marché des matières premières, la tendance baissière des cours du pétrole se poursuivrait sur l'horizon de prévision, le prix du Brent en particulier devant revenir de 79,8 dollars le baril en 2024 en moyenne à 66,8 dollars en 2025 puis à 64,8 dollars en 2026, en raison d'une offre supérieure aux prévisions (l'OPEP+ ayant décidé à l'issue de sa réunion du 31 mai, de maintenir l'augmentation de sa production à partir de juillet 2025) et de la hausse des stocks américains. Concernant le charbon, les cours demeureraient à des niveaux bas, soient 100,3 dollars la tonne en 2025 puis 103,5 dollars en 2026, en lien avec la baisse de la demande mondiale et la transition progressive vers les énergies renouvelables, réduisant ainsi la part du charbon dans la production d'électricité. Pour sa part, le prix du gaz naturel sur le marché européen a accusé un repli de 16,4% en 2024 à 11,6 dollars/mmbtu et devrait, selon les projections de la BM d'avril 2025, osciller autour de ce niveau en 2025 et en 2026.

Concernant les phosphates et dérivés, les cours des dérivés devraient s'orienter à la hausse en 2025, en lien avec la baisse de l'offre induite notamment par de nouvelles restrictions à l'exportation du DAP par la Chine, en raison d'une forte augmentation des prix intérieurs de cet engrais dans le pays. En revanche, le cours de la roche poursuivrait sa tendance baissière en raison essentiellement de l'amélioration de l'offre. Dans ces conditions, les prévisions du CRU tablent sur un accroissement des cours des dérivés d'origine marocaine à 689 dollars la tonne pour le DAP et à 540 dollars pour le TSP en 2025, avant de s'établir en 2026 à 678 dollars et 535 dollars respectivement. Quant au phosphate brut, son prix diminuerait à 206 dollars la tonne en 2025, puis à 183 dollars en 2026.

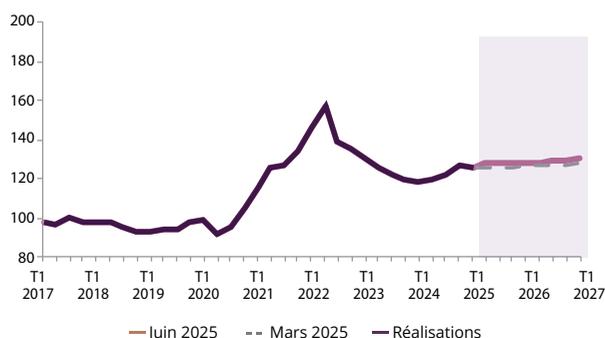
Pour ce qui est des prix des denrées alimentaires, après la baisse de 2% en 2024, l'indice FAO devrait s'orienter à la hausse, en raison principalement de l'accroissement des prix du riz, des produits laitiers et de la viande, avec une augmentation de 4,4% en 2025, puis de 1% en 2026. Ces perspectives restent toutefois entourées de fortes incertitudes liées notamment aux tensions commerciales et aux conditions climatiques. S'agissant du blé dur américain en particulier, après une contraction de 26,7% en 2024, son cours devrait poursuivre sa tendance baissière sur l'horizon de prévision selon les projections de la BM d'avril 2025, avec des replis de 2,1% à 263 dollars en 2025 et de 1,1% à 260 dollars en 2026. Cette évolution s'explique, selon le Département de l'agriculture américain, par une bonne récolte cette année et un niveau prévu des stocks (2025/2026) en hausse de 10% par rapport à celui de la saison précédente (2024/2025), soit le plus haut depuis 6 ans.

Dans ces conditions, l'inflation mondiale poursuivrait sa tendance baissière, passant de 3,7% en 2024 à 3% en 2025, du fait notamment du ralentissement prévu de la croissance économique mondiale et du recul des prix de l'énergie. Elle devrait légèrement s'accélérer à 3,2% en 2026. Dans la zone euro, elle devrait ralentir à 2,2% en 2025 et se maintenir à ce niveau en 2026. Toutefois, la hausse des droits de douane et les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales continueraient de peser sur ces projections. Aux Etats-Unis, les pressions inflationnistes résulteraient de la hausse des tarifs douaniers et des politiques budgétaires. L'inflation devrait ainsi se stabiliser à 2,8% en 2025 avant de s'accélérer à 3,3% en 2026. En Chine, l'inflation serait proche de 0% en 2025, reflétant la poursuite de la baisse des prix des denrées alimentaires et énergétiques. Elle se situerait à 1,2% en 2026, en lien avec une reprise graduelle de la demande intérieure.

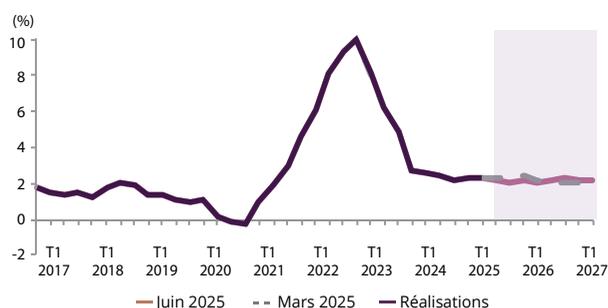
Graphique 7.3 : Prix du Brent



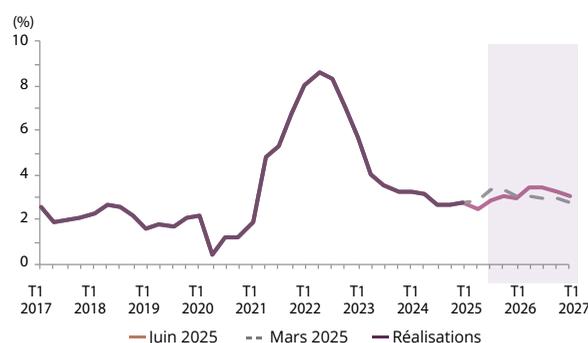
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2014-2016=100)



Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis



Source : GPMN, mai 2025.

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

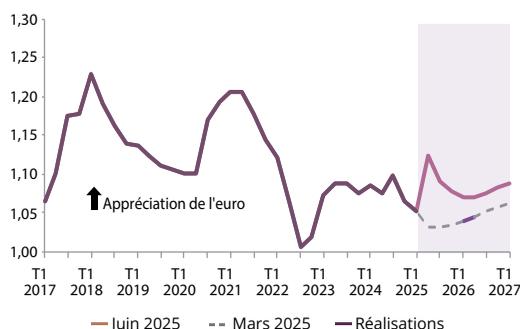
La BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 5 juin, de réduire ses trois taux d'intérêt directeurs de 25 points de base (pb), soit la septième baisse d'affilée, en indiquant que l'inflation se situe actuellement autour de l'objectif de 2%. En conséquence, les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont été ramenés respectivement à 2,00%, 2,15% et 2,40%.

De son côté, lors de sa réunion des 17 et 18 juin, la FED a maintenu, pour la quatrième fois consécutive, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [4,25%-4,50%]. Elle a précisé que, bien que les fluctuations des exportations nettes aient affecté les données, les indicateurs récents indiquent que l'activité économique a continué de croître à un rythme soutenu, le taux de chômage reste faible tandis que l'inflation demeure quelque peu élevée. En parallèle, elle a annoncé qu'elle continuera à réduire les avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires.

De même, la Banque d'Angleterre a décidé à l'issue de sa réunion du 18 juin, de maintenir inchangé son taux directeur à 4,25%, après la baisse de 25 pb opérée le 8 mai dernier, en soulignant que des progrès substantiels ont été accomplis en matière de désinflation au cours des deux dernières années.

Au niveau du marché de change international, l'euro, qui s'était fortement apprécié en avril, devrait se déprécier sur le reste de l'année et en 2026, compte tenu des tensions commerciales, du creusement du différentiel de taux et de la faiblesse structurelle persistante de l'économie de la zone euro. Au total, l'euro connaîtrait une légère appréciation de 0,4% en 2025 face au dollar à 1,086 dollar en moyenne, avant de se déprécier de 1,1% pour s'établir à 1,075 dollar en 2026.

Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, mai 2025.

Production céréalière de 44 MQx pour la campagne agricole 2024/2025 et récolte moyenne de 50 MQx pour 2025/2026

Pour la campagne 2024/2025, la récolte céréalière est estimée par le Département de l'Agriculture à 44 millions de quintaux (MQx), en hausse de 41% par rapport à la campagne précédente. Parallèlement, certaines cultures printanières devraient connaître une relative amélioration à la faveur des pluies de mars et avril 2025. Dans ces conditions, la valeur ajoutée agricole connaîtrait une hausse de 5%, au lieu de 2,5% prévue dans l'exercice de mars 2025.

Pour la campagne 2025/2026, sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 50 MQx et d'une évolution tendancielle des autres cultures, la valeur ajoutée agricole progresserait de 3,2% en 2026, contre 6,1% prévue dans l'exercice précédent.

7.2 Projections macroéconomiques

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

Tenant compte des nouvelles hypothèses relatives à l'environnement international, des prévisions macroéconomiques ainsi que des réalisations à fin avril 2024, le déficit du compte courant devrait passer de 1,2% du PIB en 2024 à 2,2% en 2025 puis à 2% en 2026.

En 2025, les exportations devraient augmenter de 5,1%, portées essentiellement par une hausse de 20,1% des ventes de phosphates et dérivés à 104,6 milliards, sous l'effet essentiellement d'une hausse de leur prix. Quant aux exportations de l'industrie automobile, impactées notamment par une situation défavorable sur le marché européen, elles devraient quasiment se stabiliser à près de 158 milliards. En parallèle, sous l'effet en partie d'un allègement de 15,9% de la facture énergétique, le rythme de progression des importations devrait décélérer à 5,1%, avec en particulier une augmentation de 12,1%

des acquisitions de biens d'équipement, en lien avec la dynamique prévue de l'investissement. S'agissant des recettes de voyages, elles devraient maintenir leur dynamique, avec une hausse de 8,3% pour atteindre 121,9 milliards. En revanche, sous l'hypothèse de la poursuite de leur tendance baissière, les transferts des MRE devraient terminer l'année en repli de 3,3% à 115,1 milliards. Les recettes d'IDE devraient poursuivre leurs bonnes performances pour atteindre 56 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 3,3% du PIB après 2,7% en 2024.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve devraient se renforcer à 407 milliards de dirhams à fin 2025, soit l'équivalent de 5 mois et 11 jours d'importations de biens et services.

En 2026, les exportations devraient s'améliorer de 9%, sous l'effet d'une part, d'une accélération du rythme de progression des exportations du secteur automobile à 18,8%, sous l'effet d'une reprise du segment de la construction, et d'autre part, d'une poursuite de la bonne performance des ventes de phosphates et dérivés qui devraient atteindre 106,7 milliards. Quant aux importations, elles augmenteraient de 7% en 2026, reflétant en particulier une progression de 12,2% des acquisitions de biens d'équipement. La facture énergétique devrait, pour sa part, quasiment se stabiliser à 96 milliards de dirhams. S'agissant des recettes de voyages devraient afficher une hausse de 5,3% à 128,4 milliards, alors que les transferts des MRE devraient s'élever à 120,9 milliards, en accroissement de 5,1%. En ce qui concerne les recettes d'IDE, les projections tablent sur un niveau équivalent à 3,5% du PIB en 2026.

Tenant compte notamment des tirages extérieurs prévus par le Trésor, les AOR devraient s'élever à 423,7 milliards à fin 2026, représentant l'équivalent de 5 mois et 17 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	2025	2026
Exportations de biens (FAB)	10,7	3,3	-7,5	25,2	30,1	0,4	6,1	5,1	9,0	-1,2	-0,8
Importations de biens (CAF)	9,9	2,0	-13,9	25,0	39,5	-2,9	6,4	5,1	7,0	-1,7	1,0
Recettes voyages	1,2	7,8	-53,7	-5,1	171,5	14,6	4,6	8,3	5,3	3,0	-0,1
Transferts des MRE	-1,5	0,1	4,8	40,1	16,0	4,0	3,3	-3,3	5,1	-3,3	1,7
Solde du compte courant (en % PIB)	-4,9	-3,4	-1,2	-2,3	-3,5	-1,0	-1,2	-2,2	-2,0	0,7	-0,1
Avoirs officiels de réserve en mois d'importations de biens et services	5,4	6,9	7,1	5,3	5,4	5,4	5,3	5,4	5,6	0,2	0,2

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

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

Le déficit de liquidité bancaire devrait s'alléger pour ressortir à 122,5 milliards de dirhams à fin 2025. En 2026, il devrait se creuser à 140 milliards en lien essentiellement avec la progression des billets et monnaies en circulation. Après un accroissement de 7,6% en 2024, ces derniers devraient croître de 8,1% en 2025 et de 7,1% en 2026. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte des réalisations, des projections de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, il devrait s'accroître de 6,2% en 2025 et de 6,1% en 2026. Dans ces conditions, et en ligne avec l'évolution prévue des autres contreparties de la masse monétaire, l'agrégat M3 devrait augmenter de 7,2% en

2025 et de 6,3% en 2026. Pour sa part, le taux de change effectif réel (TCER) devrait poursuivre son appréciation en 2025, avec une hausse de 1,9%. Cette évolution résulte d'une appréciation de sa valeur en termes nominaux, atténuée par un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux.

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	2025	2026
Crédit bancaire au secteur non financier	4,2	2,9	7,8	2,9	2,6	6,2	6,1	0,3	0,1
M3	8,4	5,1	8,0	3,9	8,0	7,2	6,3	1,0	0,0
Besoin de liquidité, en MMDH	-74,6	-64,4	-86,6	-111,4	-137,4	-122,5	-139,9	20,2	21,7

Le déficit budgétaire devrait se stabiliser en 2025 avant de s'atténuer en 2026

Après s'être établi à 3,9% du PIB en 2024, le déficit budgétaire devrait se stabiliser au même niveau en 2025 avant de s'alléger à 3,4% du PIB en 2026. Ces projections se basent sur la loi de finances de 2025 et sur la programmation budgétaire triennale pour l'année 2026, ainsi que sur l'exécution budgétaire à fin avril 2025. Elles tiennent compte, en outre, des crédits supplémentaires ouverts par le Gouvernement en avril de 13 milliards de dirhams, dont 4 milliards consacrés au soutien à l'ONEE, 5,5 milliards comme contribution aux programmes d'investissement de certains établissements et entreprises publics (EEP) et 3 milliards pour la couverture d'une partie de l'augmentation des salaires publics décidée dans le cadre du dialogue social.

En 2025, les recettes fiscales s'amélioreraient de 11,1%, reflétant des accroissements de 11,9% du produit des impôts indirects et de 10,9% de celui des impôts directs. Les rentrées non fiscales, quant à elles, enregistreraient un repli de 0,8%, impactées essentiellement par les baisses dans la rubrique des « autres recettes » non fiscales de 43,6% et de celles des mécanismes de financement innovants de 0,8% à 35 milliards. En regard, les dépenses ordinaires devraient s'alourdir de 15,2%, avec en particulier un accroissement de 18,7% de celles au titre des biens et services. La masse salariale augmenterait de 11,3% et les charges des autres biens et services de 32,9%. De même, les paiements d'intérêts de la dette devraient progresser de 23,9%. En revanche, les dépenses de compensation devraient reculer de 42,5% et celles d'investissement se replier de 1,5% à 115,6 milliards, ou 6,8% du PIB.

En 2026, le produit fiscal devrait se renforcer de 5,6% d'une année à l'autre, avec des hausses de 4,1% des rentrées des impôts directs et de 7,2% de celles des impôts indirects. Pour leur part, les recettes non fiscales régresseraient de 1,2%, avec notamment un recul de 4,4% des ressources en provenance des EEP, celles des mécanismes de financement innovants devant se maintenir à 35 milliards. En parallèle, les dépenses ordinaires devraient s'alourdir de 3,8%, tirées principalement par les progressions de 4,8% de celles de biens et services et de 1% des charges en intérêts de la dette. La masse salariale s'accroîtrait de 5,3% et les dépenses au titre des autres biens et services de 4,1%. Les charges de compensation devraient s'alléger de 22% et celles d'investissement augmenter de 0,6%, s'établissant à 6,5% du PIB.

Nette amélioration des activités non agricoles à moyen terme

Portée par une nette amélioration des activités non agricoles en 2024, la croissance nationale devrait s'accélérer pour atteindre 4,6% en 2025, après 3,8% en 2024. Cette évolution, nettement plus élevée que les prévisions communiquées en mars, s'explique principalement par une dynamique plus importante que celle prévue en mars des activités non agricoles, avec une croissance attendue de 4,5%, et dans une moindre mesure, par une révision à la hausse de la croissance de la valeur ajoutée agricole à 5%. Du côté de la demande, la croissance resterait portée par sa composante intérieure, à la faveur notamment d'une dynamique soutenue de l'investissement porté par les projets lancés ou programmés et de la poursuite de la consolidation de la consommation finale des ménages en lien avec l'amélioration des revenus agricoles. En revanche, les exportations nettes devraient y participer négativement, sous l'effet d'un rebond plus important des importations de biens et services lié au raffermissement de la demande intérieure. Quant aux exportations, bien qu'en décélération, suite à l'appréciation prévue du TCER et la dégradation de la demande étrangère dans un contexte international marqué par la montée des incertitudes, elles maintiendraient un taux de croissance soutenu.

En 2026, la croissance devrait se consolider à 4,4%, reflétant une hausse de la valeur ajoutée agricole à 3,2%, sous l'hypothèse d'un retour à une récolte céréalière moyenne de 50 millions de quintaux. Quant aux activités non agricoles, elles devraient se maintenir à 4,5%, confirmant ainsi la poursuite de la dynamique favorable observée en 2024. Du côté de la demande, cette évolution devrait être soutenue principalement par le renforcement de sa composante intérieure, tandis que la contribution négative des exportations nettes devrait s'atténuer.

Tableau 7.3 : Croissance économique

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

Sources : Données du HCP et prévisions BAM.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T1 2025 - T1 2027), en glissement annuel *

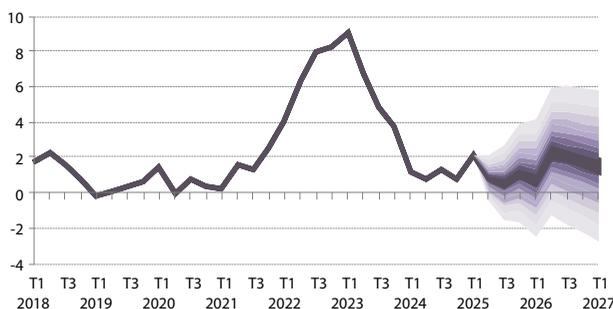


* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Inflation modérée sur l'horizon de prévision

Après un net ralentissement à 0,9% en 2024, l'inflation devrait connaître une hausse modérée pour atteindre 1,1% en 2025, soit une révision à la baisse de 0,9 point de pourcentage comparativement aux projections de mars, avant de s'établir à 1,8% en 2026. Tirée principalement par le ralentissement des prix des « viandes fraîches » et par le recul de l'inflation importée, sa composante sous-jacente décélérerait de 2,2% en 2024 à 1,2% en 2025, avant de remonter à 1,8% en 2026. Concernant les prix des carburants et lubrifiants, ils enregistreraient une baisse de 11% en 2025, suivie d'une hausse de 4,1% en 2026, en ligne avec les évolutions prévues des cours mondiaux du Brent et du taux de change vis-à-vis le dollar. Pour leur part, les tarifs réglementés afficheraient une hausse moyenne de 2,5% sur l'horizon de prévision, tenant compte de la poursuite du processus de décompensation graduel du gaz butane. Quant aux prix des produits alimentaires à prix volatils, les projections tablent sur une hausse en 2025 et une stabilité en 2026.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T1 2025 - T1 2027)*



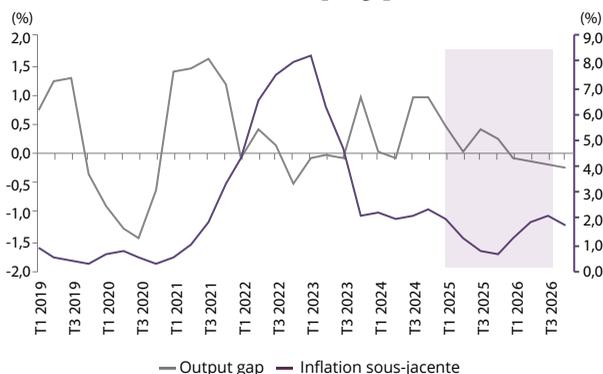
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente

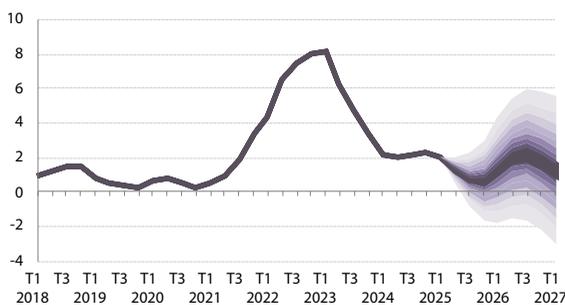
	Réalisations						Prévisions			Ecart (juin/mars)	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Horizon de prévision T2-2025 - T1-2027	2025	2026
Inflation	0,2	0,7	1,4	6,6	6,1	0,9	1,1	1,8	1,4	-0,9	0,0
Inflation sous-jacente	0,5	0,5	1,7	6,6	5,6	2,2	1,2	1,8	1,4	-0,8	-0,2

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

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



Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T1 2025 - T1 2027)*



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

7.3 Balance des risques

Les incertitudes entourant les perspectives de l'économie mondiale demeurent élevées, exacerbées par les tensions commerciales, en lien notamment avec les récentes mesures adoptées par la nouvelle administration américaine. Celles-ci risquent de freiner les échanges internationaux, de perturber les chaînes d'approvisionnement et de peser sur les investissements, tout en accentuant les pressions inflationnistes. À cela s'ajoutent les difficultés persistantes du secteur immobilier en Chine. Par ailleurs, la recrudescence du conflit au Moyen-Orient et la persistance de la guerre en Ukraine pourraient fragiliser davantage l'activité économique mondiale et perturber les chaînes d'approvisionnement, en particulier énergétiques et alimentaires.

Au niveau national, les principaux risques pour l'activité économique sont liés à la récurrence des sécheresses et à l'aggravation du stress hydrique. En revanche, les chantiers lancés ou programmés dans le cadre de l'accueil de manifestations sportives internationales peuvent stimuler l'investissement et susciter un optimisme quant à un rythme plus rapide de la croissance. En ce qui concerne l'inflation, les risques restent orientés à la hausse. Outre les pressions externes, des conditions climatiques défavorables pourraient entraîner une flambée des prix des denrées alimentaires, exacerbant ainsi les pressions inflationnistes. Par ailleurs, l'évolution des prix des viandes fraîches reste entourée de fortes incertitudes, liées en particulier aux contraintes d'approvisionnement et aux comportements de consommation, notamment durant la période de l'Aïd Al-Adha.

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.....	19
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	20
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	21
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.....	23
Graphique 2.2 : Evolution mensuelle des recettes de voyages	25
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 nominal et réel	29
Graphique 3.5 : Taux de change du dirham	29
Graphique 3.6 : Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire en glissement annuel	30
Graphique 3.7 : Crédit bancaire	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 troisième trimestre 2025	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	37
Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin avril	37
Graphique 4.7 : Endettement du Trésor	38
Graphique 5.1 : PIB par composante	40
Graphique 5.2 : Contributions de certaines branches d'activité à la croissance	40
Graphique 5.3 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé	42
Graphique 5.4 : SMIG horaire en termes nominaux et réels	42
Graphique 5.5 : Output-gap global.....	42

Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente.....	44
Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	44
Graphique 6.3 : Cours du Brent et indice des prix des carburants et lubrifiants	44
Graphique 6.4 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables	45
Graphique 6.5 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	45
Graphique 6.6 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	45
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises	46
Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres.....	46
Graphique 6.9 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier	46
Graphique 6.10 : Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle	47
Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro.....	51
Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis.....	51
Graphique 7.3 : Prix du Brent	53
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires	53
Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro	53
Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis	53
Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR	54
Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision, en glissement annuel	57
Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision	58
Graphique 7.10 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap	58
Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision	58

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel	18
Tableau 1.2 : Evolution du taux de chômage	18
Tableau 1.3 : Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés, en glissement annuel	22
Tableau 2.1 : Exportations par secteur	24
Tableau 2.2 : Importations par principaux produits.....	25
Tableau 2.3 : Balance des services	25
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	36
Tableau 4.3 : Financement du déficit	37
Tableau 4.4 : Endettement du Trésor	38
Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail.....	42

Tableau 6.1 : Inflation et ses composantes	43
Tableau 6.2 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables	45
Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements	55
Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire.....	56
Tableau 7.3 : Croissance économique.....	57
Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente	58