



◆ REVUE MENSUELLE DE LA CONJONCTURE  
ÉCONOMIQUE, MONÉTAIRE ET FINANCIÈRE ◆

Février 2026





◆ REVUE MENSUELLE DE LA CONJONCTURE  
ÉCONOMIQUE, MONÉTAIRE ET FINANCIÈRE ◆

Février 2026



بنك المغرب

## Table des matières

<b>Vue d'ensemble .....</b>	<b>5</b>
<b>I. Environnement international .....</b>	<b>12</b>
Croissance et inflation dans les principaux pays partenaires .....	15
Principales mesures de politique monétaire .....	16
Marchés mondiaux des matières premières .....	17
<b>II. Comptes extérieurs .....</b>	<b>18</b>
Balance commerciale.....	19
<b>III. Production, demande et marché du travail.....</b>	<b>22</b>
Comptes nationaux .....	24
Agriculture .....	26
Industrie .....	27
Mines ..	28
Energie .....	29
Principaux indicateurs des activités sectorielles .....	30
Marché du travail .....	31
<b>IV. Finances publiques .....</b>	<b>32</b>
Situation des charges et ressources du Trésor à fin décembre 2025.....	34
<b>V. Monnaie, taux d'intérêt et liquidité.....</b>	<b>36</b>
Taux d'intérêt .....	38
Monnaie, crédits et placements liquides .....	39
<b>VI. Marché des changes.....</b>	<b>43</b>
Cotation des devises .....	44
Opérations sur le marché des changes .....	44
<b>VII. Marchés des Actifs .....</b>	<b>45</b>
Indices boursiers .....	46
Activité .....	47
Cours.....	48
Gestion d'actifs .....	49
Marchés de la dette.....	50
<b>VIII. Evolution de l'inflation .....</b>	<b>52</b>
Evolution de l'inflation et ses composantes.....	53
Prix à la production industrielle.....	58

بنك المغرب

## VUE D'ENSEMBLE

---

L'environnement international a été marqué, depuis le début de l'année, par une montée des tensions géopolitiques entre les États-Unis et plusieurs partenaires européens au sujet du contrôle du Groenland, réclamé par l'Administration américaine sous peine d'augmentations tarifaires. Un relatif apaisement a été observé par la suite avec l'annonce, le 21 janvier, d'un accord-cadre sur la sécurité de ce territoire d'Arctique. Ailleurs, les tensions géopolitiques persistent, voire s'accroissent même dans plusieurs régions, en lien notamment avec la guerre en Ukraine et les conflits au Moyen-Orient.

Sur le plan économique, les dernières données disponibles indiquent un ralentissement de l'activité dans la plupart des grandes économies avancées et émergentes, à l'exception des États-Unis et de l'Inde. Parallèlement, l'inflation a poursuivi sa décélération, notamment dans la zone euro, et s'est stabilisée aux États-Unis au-dessus de la cible de la FED. Sur les marchés du travail des économies avancées, la situation reste globalement favorable en dépit de certains signes de détente. Pour leur part, les marchés des matières premières ont été marqués par une hausse notable des prix des métaux précieux, soutenue par leur statut de valeurs refuges dans un contexte d'incertitude géopolitique, et plus récemment par une progression des prix de l'énergie en raison des conditions climatiques et de l'exacerbation des tensions entre les États-Unis et l'Iran.

Les dernières données des comptes nationaux relatives au quatrième trimestre de 2025 font ressortir un ralentissement de **la croissance économique** à 1,3% en glissement annuel dans la zone euro, après 1,4% le trimestre précédent, avec des contrastes importants entre pays membres. Elle a ainsi décéléré de 2,7% à 2,6% en Espagne et s'est accélérée de 0,9% à 1,1% en France, de 0,3% à 0,4% en Allemagne et de 0,6% à 0,8% en Italie. Aux États-Unis, elle a affiché une hausse à 2,3% au troisième trimestre après 2,1% un trimestre auparavant, portée par la consommation des ménages, le net rebond des exportations et la poursuite des investissements dans l'intelligence artificielle. Pour les autres économies avancées, le rythme de l'activité a ralenti de 1,9% à 0,7% au Japon et de 1,4% à 1,3% au Royaume-Uni.

Dans les principaux pays émergents, les trajectoires ont été tout aussi différenciées. La croissance est en effet revenue de 4,8% au troisième trimestre à 4,5% au quatrième trimestre en Chine, sous l'effet principalement d'un affaiblissement de la consommation privée et de l'investissement. Pour les autres économies émergentes, les données restent celles du troisième trimestre et indiquent des décélérations de la croissance de 2,4% à 1,8% au Brésil, de 4,9% à 3,7% en Turquie et de 1,1% à 0,6% en Russie, alors qu'en Inde, elle s'est accélérée de 7,8% à 8,2%.

Sur les **marchés du travail** des économies avancées, les données du mois de décembre font ressortir une légère baisse du taux de chômage aux États-Unis à 4,4%, après 4,5% en novembre, avec toutefois un ralentissement des créations d'emplois de 56 mille à 50 mille postes. Dans la zone euro, le taux de chômage est ressorti en légère diminution à 6,2%, après 6,3% le mois précédent, avec des évolutions divergentes entre les pays membres. Il est resté inchangé à 7,7% en France, à 3,8% en Allemagne et à 5,6% en Italie, tandis qu'il a reculé de 10,1% à 10% en Espagne. Au Royaume-Uni, il s'est stabilisé à 5,1% en novembre.

S'agissant des **marchés boursiers** des principales économies avancées, après avoir clôturé l'année 2025 sur des performances globalement positives, les principaux indices ont poursuivi leur dynamique haussière en janvier 2026. Le Dow Jones Industrials a ainsi augmenté de 2%, l'Eurostoxx de 3,7%, le FTSE 100 de 3,5% et le Nikkei 225 de 5%. Ces évolutions se sont accompagnées d'un accroissement de la volatilité, aussi bien sur les marchés européens qu'américains, le VSTOXX ayant augmenté de 15,4 à 16,6 entre décembre et janvier, et le VIX de 15,6 à 16 sur la même période. Au niveau des économies émergentes, l'indice MSCI EM a enregistré une progression de 6,3% en janvier, avec notamment des hausses de 2,8% pour le sous-indice chinois et de 10,6% pour celui de la Turquie.

Pour leur part, les **rendements obligataires souverains** sont demeurés globalement inchangés entre décembre et janvier. Ainsi, le taux à 10 ans est resté stable à 4,2% pour les États-Unis, à 3% pour l'Allemagne, à 3,3% pour l'Espagne et à 3,5% pour la France et pour l'Italie. Concernant les principales économies émergentes, ce taux a légèrement augmenté à 1,9% pour la Chine, a stagné à 6,6% pour l'Inde et à 13,8% pour le Brésil, tandis qu'il a diminué de 77 points de base (pb) à 27,6% pour la Turquie.

Sur les **marchés de change**, l'euro s'est stabilisé entre décembre et janvier vis-à-vis du dollar américain et de la livre sterling, alors qu'il s'est apprécié de 0,9% face au yen japonais. Quant aux monnaies des principales économies émergentes, elles ont affiché des évolutions disparates face au dollar, avec des gains de 1,1% pour la livre turque et de 0,6% pour la roupie indienne, une stabilisation pour le renminbi chinois et une perte de 1,6% pour le real brésilien.

Sur le **marché des matières premières**, le cours du Brent a enregistré une hausse mensuelle en janvier de 6,5% à 66,8 dollars le baril, reflétant en particulier l'instabilité géopolitique alimentée par l'intervention américaine au Venezuela, les tensions entre les États-Unis et l'Iran et les perturbations de production au Kazakhstan suite aux attaques de l'Ukraine sur les installations pétrolières russes dans ce pays. De même, le prix du gaz naturel sur le marché européen a sensiblement augmenté de 24% à 11,8 \$/mmBTU d'un mois à l'autre, alors qu'il reste en repli de

19,8% en glissement annuel. Pour leur part, les produits hors énergie ont vu leur cours progresser de 2,9%, recouvrant notamment une hausse de 9,3% des prix des métaux et minerais et une diminution de 0,5% de ceux des produits agricoles. En comparaison annuelle, ils ressortent en accroissement de 3%, avec en particulier une hausse de 30,2% des prix des métaux et minerais et un repli de 8,9% de ceux des produits agricoles. S'agissant du phosphate et dérivés, les cours ont diminué, en glissement mensuel, de 1,3% à 619,2 dollars la tonne pour le DAP et de 1,7% à 529,2 dollars pour le TSP, alors que ceux du phosphate brut sont restés stables à 152,5 dollars. En glissement annuel, les prix ressortent en appréciation de 6,3% pour le DAP et de 10,7% pour le TSP, tandis que ceux du phosphate brut sont restés inchangés.

Dans ce contexte, **l'inflation** a affiché une décélération dans la zone euro à 1,7% en janvier, après 2% un mois auparavant, recouvrant notamment celles de 1,2% à 1% en Italie, de 0,7% à 0,4% en France et de 3% à 2,5% en Espagne, tandis qu'une légère hausse de 2% à 2,1% a été enregistrée en Allemagne. Aux Etats-Unis, elle s'est stabilisée à 2,7%. Dans les autres principales économies avancées, l'inflation s'est accélérée de 3,2% à 3,4% au Royaume-Uni, tandis qu'elle a sensiblement ralenti de 2,9% à 2,1% au Japon.

Concernant les **décisions de politique monétaire**, la **BCE** a décidé, à l'issue de sa réunion des 4 et 5 février, de garder inchangés, pour la cinquième fois d'affilée et après 8 baisses opérées depuis juin 2024, ses trois taux directeurs. De même, à l'issue de sa réunion des 27 et 28 janvier, la **FED** a maintenu la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [3,50%-3,75%], en indiquant que les données disponibles suggèrent que l'activité économique a progressé à un rythme soutenu. La **Banque d'Angleterre** a également décidé, le 5 février, de garder inchangé son taux directeur à 3,75%. Elle a indiqué que l'inflation, actuellement supérieure à l'objectif de 2%, devrait s'en rapprocher à partir du mois d'avril.

**Au niveau national**, les données des comptes nationaux relatifs au troisième trimestre 2025 indiquent un ralentissement de la croissance économique à 4%, au lieu de 5% la même période de l'année précédente. Cette évolution reflète une décélération de 5,7% à 3,8% du rythme d'accroissement de la valeur ajoutée non agricole et une hausse de 4,4%, après un recul de 5,1%, de celle agricole.

Le déroulement de la campagne agricole 2025/2026 est marqué par des conditions climatiques très favorables. Plus particulièrement, à partir de la deuxième décade de novembre, des précipitations importantes et généralisées ont été enregistrées, ce qui devrait encourager les travaux d'emblavement du sol. Le cumul pluviométrique a atteint 332,3 mm au 30 janvier 2026, en hausse de 239% par rapport à la campagne précédente et de 166% par rapport à la moyenne des cinq



dernières années. Dans ces conditions, le taux de remplissage des barrages s'est inscrit dans une tendance haussière, pour se situer à 64,8% au 6 février 2026 au lieu de 27,7% à la même date de l'année précédente.

Pour les industries manufacturières, leur valeur ajoutée s'est accrue de 2,6% au troisième trimestre, après 6,6% un an auparavant, reflétant essentiellement un repli de 3% pour la branche « fabrication de textiles, d'articles d'habillement, de cuir et d'articles de cuir », et des décélérations de 15,8% à 3,2% pour la « fabrication de produits chimiques » et de 8,5% à 5,6% pour la « fabrication de matériel de transport ». Pour le quatrième trimestre, les données disponibles indiquent notamment une amélioration du taux d'utilisation des capacités dans l'industrie de 1,3 point à 79,3% en moyenne en comparaison annuelle.

Concernant le secteur du BTP, sa valeur ajoutée a connu un ralentissement au troisième trimestre à 5,6%, au lieu de 6,8% à la même période de 2024. Cette décélération se serait poursuivie, comme le laisse indiquer la progression limitée à 2,1% des ventes de ciment au quatrième trimestre, suivie d'une baisse de 18,8% en janvier 2026<sup>1</sup>. Quant aux industries extractives, leur valeur ajoutée s'est accrue de 5,2% au troisième trimestre, après 14% un an auparavant ; et au cours quatrième trimestre, la production marchande de phosphate brut a baissé de 4,8%.

S'agissant de la branche « électricité, gaz, eau, assainissement et déchets », sa valeur ajoutée a marqué une hausse de 5,9% au troisième trimestre après 4,6% un an auparavant. Au quatrième trimestre, l'activité aurait enregistré une décélération, comme en témoigne la progression de 2,6% de la production d'électricité.

Pour ce qui est des « activités d'hébergement et de restauration », leur valeur ajoutée s'est accrue de 7,4% au troisième trimestre après 12,3% un an auparavant. Cette dynamique se serait maintenue, avec une hausse en glissement annuel des arrivées touristiques de 15,3% au cours du quatrième trimestre et de 23,4% durant le mois de décembre. Sur l'ensemble de l'année 2025, les arrivées touristiques ont progressé de 14% pour atteindre 19,8 millions.

Sur le **marché de travail**, l'économie nationale a créé 193 mille emplois en 2025, exclusivement en milieu urbain, après 82 mille un an auparavant. A l'exception de l'agriculture qui a accusé une perte de 41 mille emplois, les autres secteurs d'activité ont enregistré des créations de 123 mille dans les services, de 64 mille dans le BTP et de 46 mille dans l'industrie. Tenant compte d'une entrée nette de 177 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité s'est stabilisé à 43,5%, avec un repli de 0,4 point à 46,1% dans les campagnes et une progression de 0,2% à 42,2% en milieu urbain. Dans ces

---

<sup>1</sup> Cette évolution serait due en partie à l'abondance des précipitations enregistrée au cours des derniers mois du trimestre et qui auraient perturbé les travaux dans les chantiers.

conditions, le taux de chômage a baissé de 13,3% à 13% globalement, de 16,9% à 16,4% en milieu urbain et de 6,8% à 6,6% en zones rurales.

Au niveau **des comptes extérieurs**, l'année 2025 a été marquée par une poursuite de la dynamique des échanges de biens, un niveau exceptionnel des recettes de voyages, une consolidation des transferts des MRE et une nette amélioration des investissements directs étrangers au Maroc. Ainsi, les importations ont augmenté de 8% à 822,2 milliards de dirhams et les exportations de 2,8% à 469,1 milliards. Le déficit commercial s'est, en conséquence, creusé de 15,8% à 353,1 milliards, et le taux de couverture est revenu à 57%, au lieu de 59,9% en 2024.

Les importations ont été tirées principalement par des hausses de 13,3% des biens d'équipement, de 11,8% des produits finis de consommation et de 31,5% des produits bruts, tandis que la facture énergétique s'est allégée de 5,5% à 107,6 milliards. Quant aux exportations, leur progression reflète essentiellement celle de 14,6% des ventes de phosphate et dérivés, les expéditions du secteur automobile s'étant, en revanche, contractées de 2% à 154,5 milliards. S'agissant des recettes de voyages, elles se sont élevées à 138,1 milliards, en hausse de 20,6% par rapport à 2024, en lien notamment avec l'organisation de la Coupe d'Afrique des Nations de Football au Maroc, et les dépenses au même titre se sont accrues de 12,3% à 33 milliards. Quant aux transferts des MRE, ils ont progressé de 2,6% à 122 milliards de dirhams. En ce qui concerne les principales opérations financières, les recettes d'IDE ont augmenté de 28% à 56,1 milliards, alors que les investissements directs marocains à l'étranger ont diminué de 17,1% à 22,4 milliards.

A fin 2025, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est établi à 443,3 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 23 jours d'importations de biens et services.

**Sur le plan des finances publiques**, l'exécution budgétaire au titre de l'exercice 2025 s'est soldée par un déficit global, hors produit de cession des participations de l'Etat, de 60,5 milliards de dirhams en allègement de 2,7 milliards. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 15,3% à 470,1 milliards, traduisant principalement des hausses de 15,3% des rentrées fiscales et de 16,5% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 13,5% à 394,6 milliards, reflétant essentiellement des augmentations de 15,7% de celles de biens et services et de 22,3% de celles en intérêts de la dette, tandis que les charges de compensation se sont repliées de 30%. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 75,5 milliards, au lieu de 60,1 milliards à fin 2024. Pour sa part, l'investissement a progressé de 6,7% à 125,3 milliards, portant les dépenses globales à 520 milliards, en hausse de 11,8%. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il est ressorti négatif à 10,7 milliards, au lieu de 5,8 milliards un an auparavant. Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 13,5 milliards de dirhams, le déficit de caisse

s'est creusé à 74 milliards, contre 54,5 milliards à fin 2024. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures nettes de 37,1 milliards et par un flux net extérieur positif de 37 milliards.

**Sur le plan monétaire**, l'agrégat M3 a enregistré un accroissement annuel de 9,4% à fin décembre. Par principales composantes, les dépôts à vue auprès des banques ont augmenté de 10,3% et la circulation fiduciaire de 18,5%. Pour les titres d'OPCVM monétaires, ils ont connu une hausse de 8,5% et les dépôts en devises de 9,5%, alors que les dépôts à terme se sont repliés de 4,7%. Quant au crédit bancaire au secteur non financier, il a progressé de 4,7% globalement, de 3,6% pour les prêts accordés aux ménages et de 3% pour ceux aux entreprises privées, tandis que les concours aux entreprises publiques se sont contractés de 3,7%.

S'agissant de la liquidité bancaire, le besoin s'est allégé à 132 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire en janvier 2026, contre 135,7 milliards un mois auparavant. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a ramené le volume global de ses injections à 147,8 milliards de dirhams. Sur le marché interbancaire, le volume quotidien moyen des échanges s'est élevé à 4,9 milliards de dirhams et le taux moyen pondéré s'est situé à 2,25%.

Pour ce qui est des taux créditeurs assortissant les dépôts bancaires, ils ont enregistré en décembre une hausse de 22 points de base (pb) à 2,53% pour ceux à 6 mois et de 4 pb à 2,64% pour ceux à un an. En ce qui concerne les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au quatrième trimestre de 2025 indiquent une baisse, d'un trimestre à l'autre, du taux moyen global à 4,82%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les crédits aux particuliers ont reculé de 2 pb à 5,69%, avec un repli de 30 pb à 7,19% pour les comptes débiteurs et crédits de trésorerie, une augmentation de 3 pb à 4,67% pour ceux à l'habitat et une stabilité à 6,89% de ceux à la consommation. S'agissant des taux appliqués aux crédits aux entreprises non financières, ils ont enregistré un repli de 2 pb à 4,72%, recouvrant un recul de 15 pb à 4,57% pour les facilités de trésorerie et des hausses de 47 pb à 4,95% pour les prêts à l'équipement et de 7 pb à 5,44% pour les crédits à la promotion immobilière.

Au niveau du **marché des bons du Trésor**, les taux ont connu de légères hausses en janvier, aussi bien sur le compartiment primaire que secondaire. Les émissions ont totalisé 7,6 milliards de dirhams en décembre, après 20,1 milliards un mois auparavant. Tenant compte des remboursements de 14,7 milliards à fin décembre, l'encours des bons du Trésor est ressorti à 787,3 milliards, en progression de 4,5% depuis le début de l'année.

**Sur le marché boursier**, après un accroissement de 27,6% en 2025, le MASI s'est replié de 1% en janvier 2026. Cette évolution recouvre, d'un côté, des reculs de 4,5% pour l'indice des « Bâtiment et matériaux de construction », de 2,2% pour celui des « Banques », de 1,9% pour les « Services de

transport » et de 7,7% pour la « Participation et promotion immobilières » et, de l'autre, une amélioration de 32,9% pour l'indice des « Mines ». La capitalisation boursière s'est chiffrée, quant à elle, à 1041,6 milliards de dirhams, en légère hausse de 0,1% par rapport à fin 2025. Concernant le volume mensuel des échanges, il est revenu de près de 30 milliards de dirhams en décembre à 8,6 milliards en janvier, réalisé principalement sur le marché central.

S'agissant de **l'inflation**, elle s'est stabilisée à -0,3% en décembre, maintenant sa moyenne au cours de l'année 2025 à 0,8%. Sa composante sous-jacente est ressortie à -1,1%, contre -1% un mois auparavant, tirée exclusivement par l'accentuation du recul des prix des biens échangeables à 2,8% après 2,2%.

## I. ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

---

L'environnement international a été marqué depuis le début de l'année par une montée des tensions géopolitiques entre les États-Unis et plusieurs partenaires européens au sujet du contrôle du Groenland, réclamé par l'Administration américaine sous peine d'augmentations tarifaires. Un relatif apaisement a été observé par la suite avec l'annonce, le 21 janvier, d'un accord-cadre sur la sécurité de ce territoire d'Arctique.

Sur le plan économique, les dernières données disponibles indiquent un ralentissement de l'activité dans la plupart des grandes économies avancées et émergentes, à l'exception des États-Unis et de l'Inde. Parallèlement, l'inflation a poursuivi sa décélération, notamment dans la zone euro, et s'est stabilisée aux États-Unis au-dessus de la cible de la FED. Sur les marchés du travail des économies avancées, la situation reste globalement favorable en dépit de certains signes de détente. Pour leur part, les marchés des matières premières ont été marqués en janvier par une hausse notable des prix des métaux précieux, soutenue par leur statut de valeurs refuges dans un contexte d'incertitude géopolitique, ainsi que par une augmentation des prix de l'énergie en raison des conditions climatiques et de l'exacerbation des tensions entre les États-Unis et l'Iran.

Aux États-Unis, les données relatives au troisième trimestre 2025 font ressortir une hausse de la croissance à 2,3% après 2,1% un trimestre auparavant, portée par la consommation des ménages, le net rebond des exportations et la poursuite des investissements dans l'intelligence artificielle. En revanche, dans la zone euro, le rythme de l'activité a décéléré de 1,4% à 1,3% au quatrième trimestre, avec toutefois des évolutions disparates entre les pays membres. Il a ainsi légèrement décéléré de 2,7% à 2,6% en Espagne, tandis qu'il a enregistré des améliorations de 0,9% à 1,1% en France, de 0,6% à 0,8% en Italie et de 0,3% à 0,4% en Allemagne. Dans les autres grandes économies avancées, la croissance a ralenti de 1,4% à 1,3% au Royaume-Uni et est revenue de 1,9% à 0,7% au Japon.

Au sein des économies émergentes, le rythme de l'activité a décéléré au quatrième trimestre en Chine à 4,5% après 4,8% au troisième trimestre, sous l'effet principalement d'un affaiblissement de la consommation privée et de l'investissement. De même, il est revenu entre le deuxième et le troisième trimestre de 2,4% à 1,8% au Brésil, de 1,1% à 0,6% en Russie et de 4,9% à 3,7% en Turquie, tandis qu'il s'est accéléré de 7,8% à 8,2% en Inde.

Concernant les indicateurs avancés de l'activité, l'indice PMI composite de la zone euro est resté inchangé à 51,5 entre décembre et janvier, tandis que l'ISM manufacturier américain a augmenté de 47,9 à 52,6, sur la même période.

Sur les **marchés du travail**, les données de décembre font ressortir une légère baisse du taux de chômage aux États-Unis à 4,4%, après 4,5% en novembre, et un ralentissement des créations d'emplois de 56 mille à 50 mille postes. De même, dans la zone euro, le taux de chômage est ressorti en diminution à 6,2% en décembre après 6,3% le mois précédent, avec des stagnations quasi généralisées dans les principaux pays membres. Ainsi, il est demeuré inchangé à 3,8% en Allemagne, à 7,7% en France et à 5,6% en Italie, tandis qu'il a légèrement reculé à 10% en Espagne. Au Royaume-Uni, les données de novembre indiquent un taux inchangé à 5,1%.

Sur le marché des **matières premières**, le cours du Brent a affiché un accroissement mensuel de 6,5% en janvier 2026 pour s'établir à 66,8 dollars le baril, reflétant notamment l'instabilité géopolitique alimentée par l'intervention américaine au Venezuela, les manifestations en Iran et les perturbations de production au Kazakhstan (suite aux attaques de l'Ukraine sur les installations pétrolières russes dans ce pays). Il ressort toutefois en baisse de 15,7% en glissement annuel, les dernières prévisions de l'AIE tablant sur la persistance en 2026, d'un excédent de l'offre au niveau mondial. De même, le cours du gaz naturel sur le marché européen a sensiblement augmenté de 24%, d'un mois à l'autre, en janvier à 11,8 \$/mmBTU, en raison des conditions climatiques, alors qu'il reste en repli de 19,8%, en glissement annuel.

Pour leur part, les prix des produits hors énergie ont connu une hausse mensuelle de 2,9% en janvier, recouvrant notamment une progression de 9,3% de ceux des métaux et minerais et une diminution de 0,5% pour les produits agricoles. En glissement annuel, ils ressortent globalement en augmentation de 3%, avec un accroissement de 30,2% des cours des métaux et minerais et un repli de 8,9% de ceux des produits agricoles. En particulier, le cours de l'or, qui continue de bénéficier de son statut de valeur refuge, a poursuivi son ascension avec une hausse de 10,3% entre décembre et janvier et de 75,4% en glissement annuel, s'établissant à 4753 dollars l'once en moyenne au cours du premier mois de l'année. Pour ce qui est du phosphate et dérivés, les prix ont affiché une baisse mensuelle de 1,3% à 619,2 \$/t pour le DAP et de 1,7% à 529,2 \$/t pour le TSP. Sur une base annuelle, les prix ressortent en augmentation de 6,3% pour le DAP et de 10,7% pour le TSP. Quant au phosphate brut, son cours reste inchangé à 152,5 \$/t.

S'agissant de **l'inflation**, elle a ralenti dans la zone euro à 1,7% en janvier après 2% en décembre. Cette évolution recouvre notamment des décélérations de 0,7% à 0,4% en France, de 3% à 2,5% en Espagne et de 1,2% à 1% en Italie, tandis qu'une légère accélération de 2% à 2,1% a été enregistrée en Allemagne. Aux Etats-Unis, l'inflation s'est stabilisée à 2,7% entre novembre et décembre. Dans les autres principales économies avancées, elle s'est accélérée de 3,2% en novembre à 3,4% en décembre au Royaume-Uni, tandis qu'elle a sensiblement décéléré de 2,9% à 2,1% au Japon sur la même période. Concernant les principales économies émergentes, les évolutions demeurent contrastées, avec des accélérations entre novembre et décembre de 0,7% à 0,8% en Chine, soit la quatrième hausse consécutive, et de 0,7% à 1,3% en Inde, contre des ralentissements de 4,5% à 4,3% au Brésil et de 6,6% à 5,6% en Russie.

Concernant les **décisions de politique monétaire**, la **FED** a décidé à l'issue de sa réunion des 27 et 28 janvier de maintenir inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [3,50%-3,75%] et ce, après un total de trois baisses en 2025. Elle a indiqué que, selon les données disponibles, l'activité économique a continué de croître à un rythme soutenu. Les créations d'emplois sont restées faibles, le taux de chômage a montré certains signes de stabilisation et l'inflation demeure quelque peu élevée. Elle a également souligné que l'incertitude quant aux perspectives économiques demeure élevée et qu'elle reste attentive aux risques pesant sur les deux objectifs de son mandat dual.

De même, la **BCE** a maintenu inchangés, à l'issue de sa réunion des 4 et 5 février, ses trois taux directeurs, soit la cinquième décision consécutive de statu quo après un total de huit baisses depuis juin 2024. Elle a souligné que son évaluation actualisée confirme une nouvelle fois que l'inflation devrait se stabiliser au niveau de l'objectif de 2% à moyen terme. Elle a également indiqué que les portefeuilles du programme d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) se contractent à un rythme mesuré et prévisible, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

La **Banque d'Angleterre** a également décidé, le 5 février, de maintenir inchangé son taux directeur à 3,75%. Elle a indiqué que l'inflation, actuellement supérieure à l'objectif de 2%, devrait s'en rapprocher à partir du mois d'avril, en raison de la diminution des prix de l'énergie, y compris celle prévue par le budget 2025<sup>1</sup>.

S'agissant des **marchés financiers**, ils ont connu plusieurs épisodes de turbulences au cours du mois de janvier, en lien notamment avec l'intensification des tensions géopolitiques, commerciales et institutionnelles. Cela étant, soutenus par des conditions monétaires accommodantes et par la performance des valeurs technologiques, les *principaux indices boursiers des économies avancées* ont enregistré en janvier des hausses mensuelles moyennes de 2% pour le Dow Jones Industrials, de 3,7% pour l'Eurostoxx, de 3,5% pour le FTSE 100 et de 5% pour le Nikkei 225. Ces évolutions se sont accompagnées d'un accroissement de la volatilité sur les marchés européens et américains, avec des augmentations de 15,4 en décembre à 16,6 en janvier pour le VSTOXX et de 15,6 à 16 pour le VIX. Quant aux économies émergentes, l'indice MSCI EM a affiché une progression de 6,3% en janvier, avec une hausse de 2,8% pour le sous-indice chinois et de 10,6% pour celui de la Turquie.

Pour leur part, les *rendements obligataires souverains* des économies avancées et émergentes sont restés globalement inchangés entre décembre et janvier. Ainsi, le taux à 10 ans s'est stabilisé à 4,2% pour les Etats-Unis, à 3% pour l'Allemagne, à 3,3% pour l'Espagne et à 3,5% aussi bien pour la France que pour l'Italie. Concernant les pays émergents, ce taux a légèrement augmenté à 1,9% pour la Chine, alors qu'il a stagné à 6,6% pour l'Inde et à 13,8% pour le Brésil. En revanche, il a diminué de 77 pb à 27,6% pour la Turquie. Sur le *marché interbancaire*, le SOFR à trois mois a baissé de 16 pb entre décembre et janvier pour s'établir à 3,9%, alors que l'Euribor de même maturité est resté inchangé à 2% sur la même période. S'agissant du crédit bancaire, son rythme de progression s'est maintenu entre novembre et décembre à 5,4% aux Etats-Unis, alors qu'il s'est accéléré à 3,3%, après 3% dans la zone euro.

Sur les *marchés de change*, l'euro s'est stabilisé à 1,20 dollar américain entre décembre et janvier. Il est également resté inchangé vis-à-vis de la livre sterling, alors qu'il s'est apprécié de 0,9% par rapport au yen japonais. Pour ce qui est des monnaies des principales économies émergentes, elles ont affiché, entre décembre et janvier, des évolutions variées face au dollar américain, avec des gains de 1,1% pour la livre turque et de 0,6% pour la roupie indienne, contre une stabilisation à 7 yuans chinois et une dépréciation de 1,6% pour le real brésilien.

<sup>1</sup> Le budget 2025 vise à alléger les factures d'énergie grâce notamment à l'essor des énergies renouvelables et à une réforme de l'écotaxe.

## CROISSANCE ET INFLATION DANS LES PRINCIPAUX PAYS PARTENAIRES

### Profil trimestriel de la croissance (variation en glissement annuel, en %)

	2023	2024				2025			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Economies avancées</b>									
Etats-Unis	3,4	2,9	3,1	2,8	2,4	2,0	2,1	2,3	N.D
Zone Euro	0,2	0,5	0,5	1,0	1,3	1,6	1,5	1,4	1,3
France	1,6	1,7	1,0	1,1	0,6	0,7	0,8	0,9	1,1
Allemagne	-0,8	-0,5	-0,6	-0,6	-0,2	0,3	0,4	0,3	0,4
Italie	0,9	0,3	0,6	0,6	0,5	0,7	0,5	0,6	0,8
Espagne	2,2	2,9	3,7	3,6	3,7	3,0	2,8	2,7	2,6
Royaume-Uni	-0,5	0,3	0,8	1,3	1,9	1,8	1,4	1,3	N.D
Japon	0,1	-1,2	-1,2	0,8	0,7	1,6	1,9	0,7	N.D
<b>Economies émergentes</b>									
Chine	5,3	5,3	4,7	4,6	5,4	5,4	5,2	4,8	4,5
Inde	9,5	8,4	6,5	5,6	6,4	7,4	7,8	8,2	N.D
Brésil	2,4	2,5	3,5	4,1	3,6	3,1	2,4	1,8	N.D
Turquie	4,9	5,3	2,3	2,8	3,2	2,5	4,9	3,7	N.D
Russie	5,3	5,4	4,3	3,3	4,5	1,4	1,1	0,6	N.D

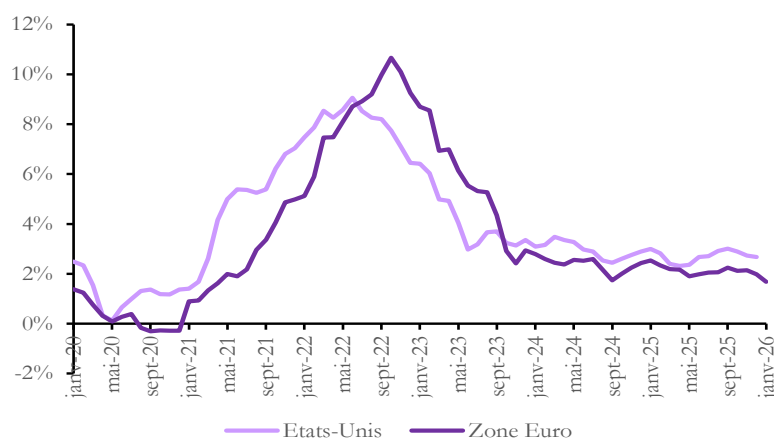
Source : Eurostat et Thomson Reuters Eikon

### Evolution du taux de chômage (en %)

	2023	2024	2025		
			Octobre	Novembre	Décembre
Etats-Unis	3,6	4,0	N.D	4,5	4,4
Zone euro	6,6	6,4	6,3	6,3	6,2
France	7,3	7,4	7,7	7,7	7,7
Allemagne	3,1	3,4	3,8	3,8	3,8
Italie	7,7	6,5	5,8	5,6	5,6
Espagne	12,2	11,4	10,2	10,1	10,0
Royaume-Uni	4,1	4,3	5,1	5,1	N.D

Source : Thomson Reuters Eikon, Eurostat et US BLS

### Inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro



Sources : Thomson Reuters et Eurostat

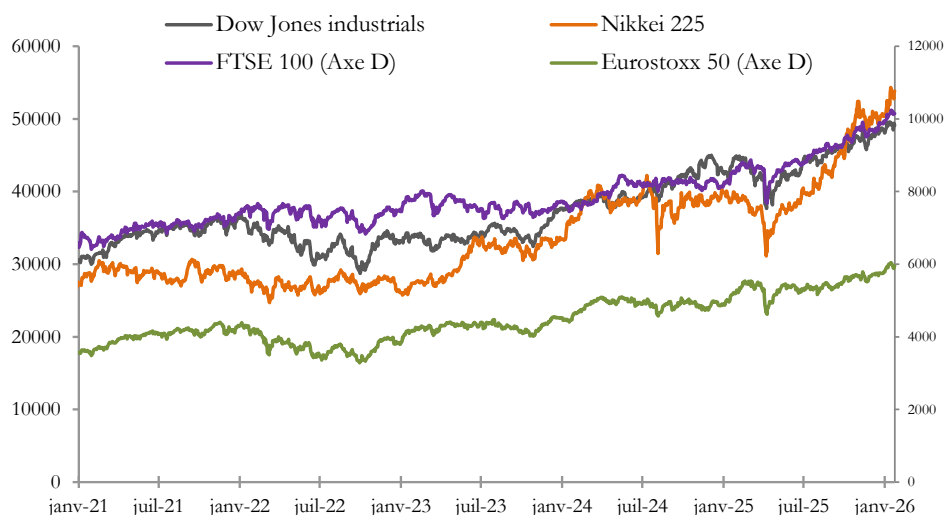


## PRINCIPALES MESURES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

Banques centrales	Taux directeurs (en %)		Dernière décision
	Février 2026	Décembre 2025	
Banque centrale européenne	2,0%	2,0%	4-5 février 2026
Banque d'Angleterre	3,75%	3,75%	5 février 2026
Réserve fédérale américaine	[3,50%-3,75%]	[3,50%-3,75%]	27-28 janvier 2026

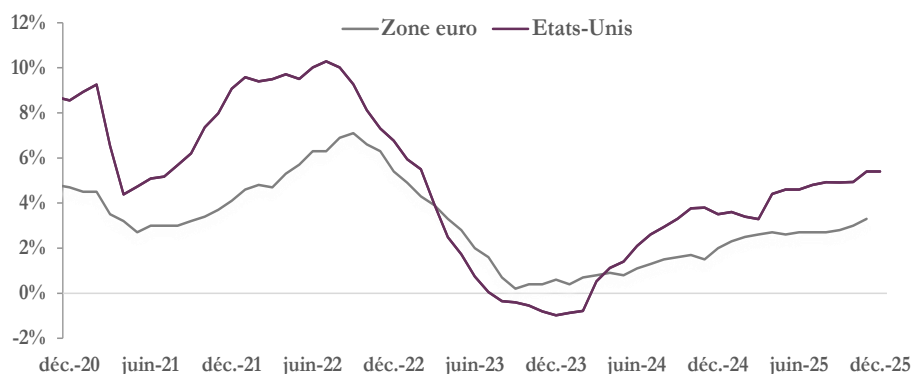
## CONDITIONS FINANCIÈRES

### Evolution des principaux indices boursiers dans les économies avancées



Source : Thomson Reuters

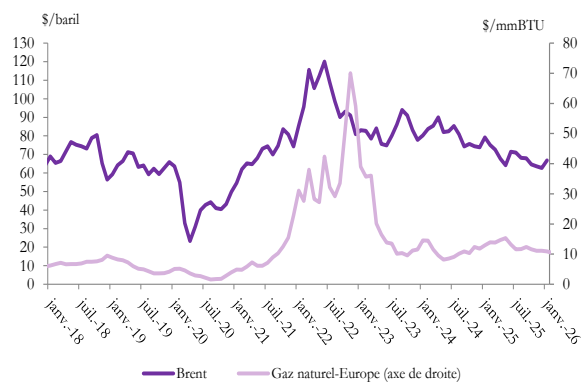
### Evolution du crédit au secteur privé aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)



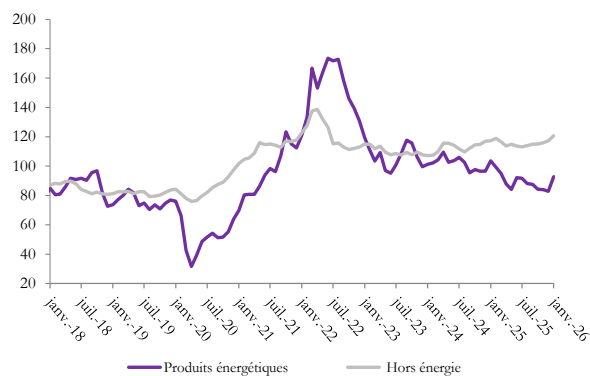
Sources : FED & BCE

# MARCHES MONDIAUX DES MATIÈRES PREMIÈRES

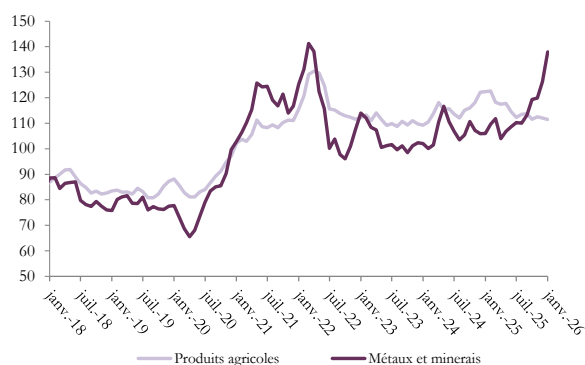
Évolution du cours du Brent et du Gaz naturel Europe



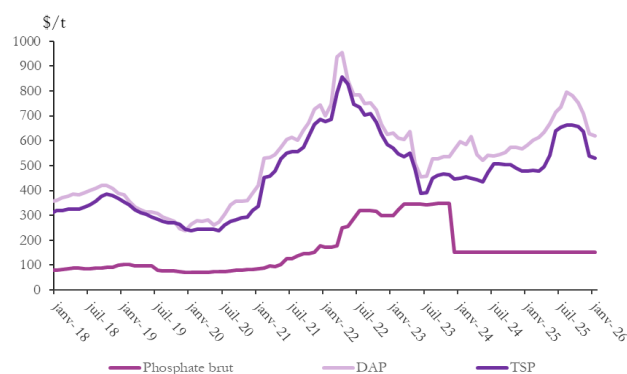
Évolution des indices des prix des produits énergétiques et hors énergie 2010=100



Évolution des indices des prix des produits agricoles et des métaux et minerais 2010=100



Evolution des prix du phosphate brut et dérivés



Source : Banque mondiale

## II. COMPTES EXTERIEURS

L'année 2025 a été marquée par une poursuite de la dynamique des échanges extérieurs de biens, un niveau exceptionnel des recettes de voyages, une consolidation des transferts MRE ainsi que par une nette amélioration des investissements directs étrangers au Maroc. Toutefois, le déficit commercial continue de se creuser, atteignant 353,1 milliards de dirhams, en hausse de 15,8% d'une année à l'autre. Son évolution résulte d'accroissement de 2,8% à 469,1 milliards des exportations, plus lent que celui de 8% à 822,2 milliards des importations. Le taux de couverture est, en conséquence, revenu à 57% au lieu de 59,9% en 2024.

L'augmentation des importations a concerné l'ensemble des principaux produits, à l'exception de ceux énergétiques dont la facture s'est allégée de 5,5% à 107,6 milliards, en raison notamment du recul de 9,7% des importations de « gas-oils et fuel-oils ». En effet, les acquisitions de biens d'équipement ont progressé de 13,3% à 199,1 milliards, avec notamment des hausses de 66,3% à 10,8 milliards des achats de « voitures utilitaires » et de 27,6% à 23,3 milliards des avions et autres véhicules aériens et leurs parties. Quant aux importations de biens de consommation, elles se sont accrues de 11,8% à 203,5 milliards, en lien particulièrement avec des augmentations de 37,7% des achats de « voitures de tourisme » à 39,4 milliards et de 16,5% de ceux de « médicaments et autres produits pharmaceutiques ». De même, les importations de produits bruts ont augmenté de 31,5% à 43,7 milliards, tirées essentiellement par un renchérissement des « soufres bruts et non raffinés ». Les acquisitions de demi-produits ont, pour leur part, enregistré une expansion de 4,8% à 171,8 milliards, reflétant en particulier celles des importations de « produits chimiques » de 9,6% et des « matières plastiques et ouvrages divers en plastique » de 5,2%. Concernant les achats de produits alimentaires, ils se sont élevés à 94,6 milliards, en hausse de 3,3%, en lien avec un accroissement de 25,1% des importations d'animaux vivants, les approvisionnements en blé ayant, à l'inverse, diminué de 5,8% à 16,8 milliards.

L'amélioration des exportations recouvre des évolutions différenciées par secteur. Les ventes de phosphates et dérivés ont affiché une progression de 14,6% à 99,8 milliards, reflétant des augmentations de 14,1% pour les engrais naturels, de 15,3% pour l'acide phosphorique et de 17,3% pour le phosphate brut. De même, les ventes du secteur aéronautique ont poursuivi leur tendance haussière, avec une expansion de 10% à 29,1 milliards attribuable essentiellement à celle de 11% à 19,1 milliards du segment de « l'assemblage ». Quant aux exportations du secteur « agricole et agroalimentaire », elles ont affiché une quasi-stagnation à 86,8 milliards, recouvrant une contraction de 3,4% à 41,8 milliards de celles de l'industrie alimentaire et une hausse de 3,6% à 42,2 milliards de celles de produits agricoles. En revanche, les expéditions du secteur automobile ont terminé l'année avec un repli de 2% à 154,5 milliards, tirées par un recul de 13,6% à 61,3 milliards pour le segment de la « construction », les exportations du « câblage » ayant à l'inverse augmenté de 7,7% à 57,8 milliards. De même, les ventes du « textile et cuir » ont diminué de 4,5% à 43,8 milliards, avec une baisse de 3,9% pour le segment des « vêtements confectionnés », et celles du secteur « électronique et électricité » ont fléchi de 8,8% à 16,7 milliards en lien avec un recul de 39,1% des ventes des « composants électroniques ».

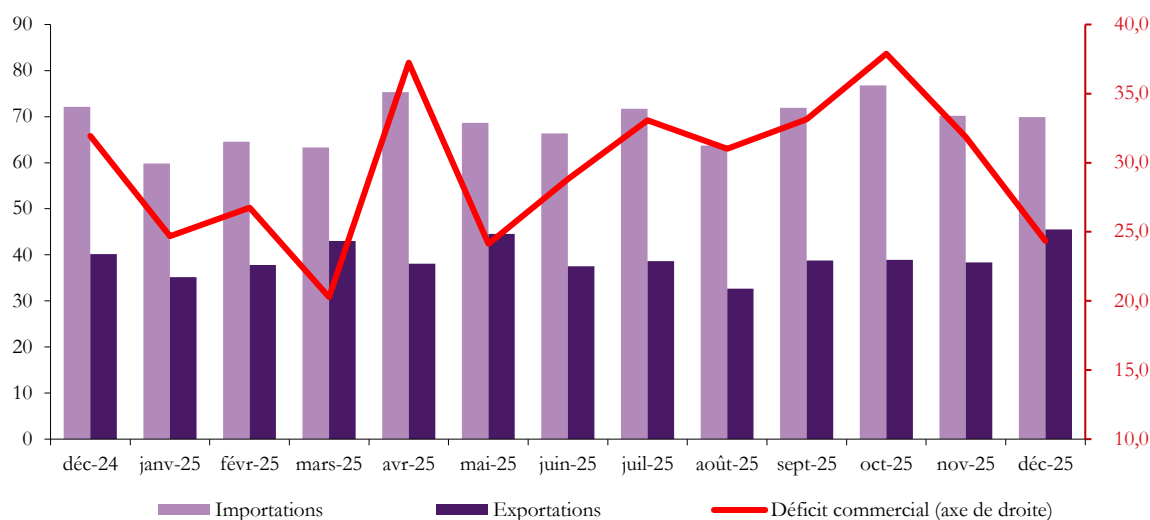
En ce qui concerne la balance des services, son solde excédentaire s'est amélioré de 14,2% à 159,7 milliards, résultat d'un accroissement de 33,5 milliards ou 11,9% des exportations, plus important que celui de 13,7 milliards ou 9,7% des importations. En particulier, le flux des recettes de voyages s'est renforcé de près de 75% en décembre, comparativement au même mois de 2024, en lien notamment avec l'organisation de la Coupe d'Afrique des Nations de Football au Maroc entre décembre 2025 et janvier 2026. Ces recettes ont ainsi totalisé 138,1 milliards sur l'ensemble de l'année 2025, en hausse de 20,6% par rapport à 2024. De même, les dépenses au même titre ont progressé de 12,3% à 33 milliards. Pour ce qui est des transferts des MRE, ils se sont élevés à 122 milliards, en progression de 2,6% d'une année à l'autre.

S'agissant des opérations financières, elles ont été marquées par une nette accélération de 28% des recettes d'IDE pour atteindre 56,1 milliards. Quant aux investissements directs marocains à l'étranger, leur flux net s'est renforcé de 16,6% à 8 milliards, résultat d'une contraction de ces investissements de 4,6 milliards, ou 17,1%, plus importante que celle de 5,8 milliards, ou 28,6%, des cessions au même titre.

Au titre de l'année de 2025, l'encours des avoirs officiels de réserves s'est établi à 443,3 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 23 jours d'importations de biens et services.

## BALANCE COMMERCIALE

### Evolution du flux mensuel des échanges commerciaux de biens (en milliards de dirhams)



Source : Office des Changes.

### Evolution des exportations (en millions de dirhams)

	Année		Variation	
	2025	2024	en valeur	en %
<b>Exportations</b>	<b>469 075</b>	<b>456 342</b>	<b>12 733</b>	<b>2,8</b>
<b>Phosphates et dérivés</b>	<b>99 804</b>	<b>87 083</b>	<b>12 721</b>	<b>14,6</b>
Engrais naturels et chimiques	73 140	64 101	9 039	14,1
Acide phosphorique	16 622	14 420	2 202	15,3
Phosphates	10 042	8 562	1 480	17,3
<b>Aéronautique</b>	<b>29 087</b>	<b>26 446</b>	<b>2 641</b>	<b>10,0</b>
Assemblage	19 129	17 233	1 896	11,0
Système d'interconnexion de câblage électrique	9 858	9 100	758	8,3
<b>Autres extractions minières</b>	<b>5 643</b>	<b>5 570</b>	<b>73</b>	<b>1,3</b>
Minerais de cuivre	1 942	1 659	283	17,1
Sulfate de baryum	1 217	1 046	171	16,3
Autres minerais métallifères et déchets métalliques	42	254	-212	-83,5
<b>Agriculture et Agro-alimentaire</b>	<b>86 828</b>	<b>86 958</b>	<b>-130</b>	<b>-0,1</b>
Industrie alimentaire	41 781	43 248	-1 467	-3,4
Pêche, aquaculture	1 529	1 678	-149	-8,9
Agriculture, sylviculture, chasse	42 183	40 700	1 483	3,6
<b>Electronique et Electricité</b>	<b>16 723</b>	<b>18 329</b>	<b>-1 606</b>	<b>-8,8</b>
Composants électroniques	4 701	7 721	-3 020	-39,1
Appareils électr. pr téléphonie ou télégraphie par fil	1 882	1 967	-85	-4,3
Fils et câbles	6 662	5 614	1 048	18,7
<b>Textile et Cuir</b>	<b>43 804</b>	<b>45 877</b>	<b>-2 073</b>	<b>-4,5</b>
Vêtements confectionnés	28 467	29 615	-1 148	-3,9
Artides de bonneterie	8 452	9 124	-672	-7,4
Maroquinerie	799	861	-62	-7,2
<b>Automobile</b>	<b>154 494</b>	<b>157 594</b>	<b>-3 100</b>	<b>-2,0</b>
Construction	61 299	70 955	-9 656	-13,6
Intérieur véhicules et sièges	9 659	9 050	609	6,7
Câblage	57 777	53 643	4 134	7,7
<b>Autres industries</b>	<b>32 692</b>	<b>28 484</b>	<b>4 208</b>	<b>14,8</b>
Métallurgie et travail des métaux	9 667	7 674	1 993	26,0
Industrie plastique et du caoutchouc	2 408	1 542	866	56,2
Industrie pharmaceutique	1 541	1 524	17	1,1

Source : Office des Changes.

## Evolution des exportations de phosphates et dérivés (en glissement annuel, en %)

	2025/2024		
	Valeur	Quantité	Prix
<b>Phosphate brut</b>	17,3	1,6	15,5
<b>Engrais naturels et chimiques</b>	14,1	-0,6	14,8
<b>Acide phosphorique</b>	15,3	1,6	13,5

*Source : Office des Changes.*

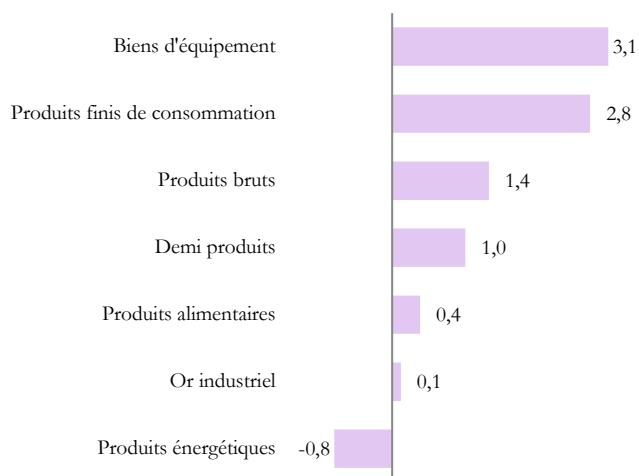
## Evolution des importations (en millions de dirhams)

	Année		Variation	
	2025	2024	en valeur	en %
<b>Importations</b>	<b>822 223</b>	<b>761 272</b>	<b>60 951</b>	<b>8,0</b>
<b>Biens d'équipement</b>	<b>199 133</b>	<b>175 714</b>	<b>23 419</b>	<b>13,3</b>
Voitures utilitaires	10 819	6 504	4 315	66,3
Parties d'avions et d'autres véhicules aériens	17 257	14 502	2 755	19,0
Avions et autres véhicules aériens ou spatiaux	6 056	3 765	2 291	60,8
<b>Produits finis de consommation</b>	<b>203 465</b>	<b>182 020</b>	<b>21 445</b>	<b>11,8</b>
Voitures de tourisme	39 436	28 630	10 806	37,7
Médicaments et autres produits pharmaceutiques	12 631	10 842	1 789	16,5
Appareils récepteurs radio et télévision	4 299	3 379	920	27,2
<b>Produits bruts</b>	<b>43 741</b>	<b>33 266</b>	<b>10 475</b>	<b>31,5</b>
Soufres bruts et non raffinés	15 084	9 108	5 976	65,6
Huile de soja brute ou raffinée	6 748	5 460	1 288	23,6
Ferraille, déchets et autres minerais	5 664	4 428	1 236	27,9
<b>Demi produits</b>	<b>171 835</b>	<b>163 914</b>	<b>7 921</b>	<b>4,8</b>
Produits chimiques	17 861	16 303	1 558	9,6
Fils , barres et profilés en cuivre	11 671	10 267	1 404	13,7
Matières plastiques et ouvrages divers en plastique	22 562	21 449	1 113	5,2
<b>Produits alimentaires</b>	<b>94 608</b>	<b>91 592</b>	<b>3 016</b>	<b>3,3</b>
Animaux vivants	6 976	5 577	1 399	25,1
Maïs	7 759	6 548	1 211	18,5
Sucre brut ou raffiné	8 186	9 980	-1 794	-18,0
Blé	16 803	17 831	-1 028	-5,8
<b>Produits énergétiques</b>	<b>107 567</b>	<b>113 827</b>	<b>-6 260</b>	<b>-5,5</b>
Gas-oils et fuel-oils	51 464	57 012	-5 548	-9,7
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	19 394	21 255	-1 861	-8,8
Energie électrique	2 466	1 720	746	43,4

*Source : Office des Changes.*

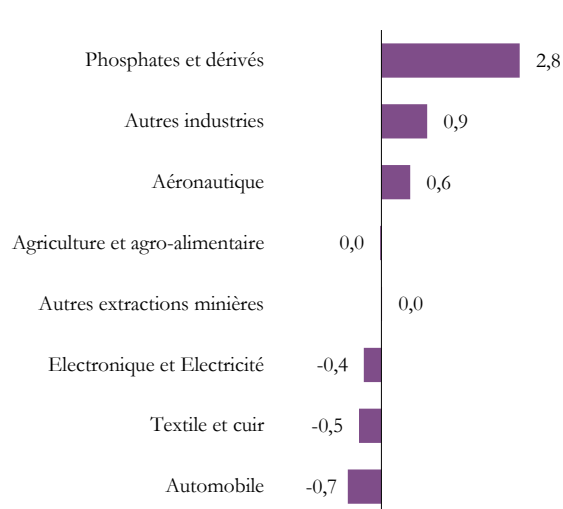
## Contributions des groupes de produits et secteurs d'activité à l'évolution des importations et des exportations

Contributions des groupes de produits à l'évolution des importations à fin 2025  
(en points de %)



Source : Office des Changes

Contributions des secteurs d'activité à l'évolution des exportations à fin 2025  
(en points de %)



Source : Office des Changes

Evolution des autres composantes du compte extérieur  
(en millions de dirhams)

	Année		Variation	
	2025	2024	en valeur	en %
<b>Recettes voyages</b>	<b>138 101</b>	<b>114 475</b>	<b>23 626</b>	<b>20,6</b>
<b>Transferts MRE</b>	<b>122 023</b>	<b>118 979</b>	<b>3 044</b>	<b>2,6</b>
<b>Investissements directs étrangers</b>	<b>28 392</b>	<b>16 292</b>	<b>12 100</b>	<b>74,3</b>
Recettes	56 052	43 802	12 250	28,0
Dépenses	27 660	27 510	150	0,5
<b>Investissements des marocains à l'étranger</b>	<b>8 040</b>	<b>6 896</b>	<b>1 144</b>	<b>16,6</b>
Dépenses	22 423	27 049	-4 626	-17,1
Recettes	14 383	20 153	-5 770	-28,6

Source : Office des Changes.

### III. PRODUCTION, DEMANDE ET MARCHE DU TRAVAIL

---

Au troisième trimestre 2025, la croissance économique a ralenti à 4%, au lieu de 5% à la même période de l'année précédente, résultat d'un accroissement de 3,8%, contre 5,7%, de la valeur ajoutée non agricole et d'une hausse de 4,4%, après un recul de 5,1%, de celle agricole. Pour le dernier trimestre de l'année, la dynamique économique serait restée soutenue, tirée par les activités liées au tourisme et les services non marchands.

Au niveau sectoriel, le déroulement de la campagne agricole 2025/2026 est marqué par des conditions climatiques très favorables. Plus particulièrement à partir de la deuxième décennie de novembre, des précipitations importantes et généralisées ont été enregistrées, ce qui devrait encourager les travaux d'emblavement du sol. Le cumul pluviométrique a atteint 332,3 mm au 30 janvier 2026, en hausse de 239% par rapport à la campagne précédente et de 166% par rapport à la moyenne des cinq dernières années. Dans ces conditions, le taux de remplissage des barrages s'est inscrit dans une tendance haussière, pour se situer à 64,8% au 6 février 2026 au lieu de 27,7% à la même date de l'année précédente.

Pour les industries manufacturières, leur valeur ajoutée s'est accrue de 2,6% au troisième trimestre 2025, après 6,6% un an auparavant. Ce ralentissement reflète notamment un repli de 3% pour la branche « Fabrication de textiles, d'articles d'habillement, de cuir et d'articles de cuir », ainsi que des décélérations de 15,8% à 3,2% pour « Fabrication de produits chimiques » et de 8,5% à 5,6% pour « Fabrication de matériel de transport ». Au quatrième trimestre, les résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture dans l'industrie de Bank Al-Maghrib font ressortir une hausse du TUC, en comparaison annuelle, de 1,3 point à 79,3% en moyenne.

Dans le secteur du BTP, la croissance de l'activité a connu un ralentissement au troisième trimestre, à 5,6% au lieu de 6,8% à la même période de 2024. Cette contreperformance se serait poursuivie, comme le laisse indiquer la progression limitée à 2,1% des ventes de ciment, au quatrième trimestre suivie par une baisse de 18,8% en janvier 2026. Cette évolution serait due aux conditions climatiques qui perturbent les travaux dans les chantiers.

De même, la valeur ajoutée des industries extractives s'est accrue de 5,2% au troisième trimestre, contre 14% un an auparavant. Pour le dernier trimestre, les données disponibles attestent d'une baisse de 4,8% de la production marchande de phosphate brut.

Concernant la branche « Electricité, gaz, eau, assainissement et déchets », sa valeur ajoutée a connu une hausse de 5,9% au troisième trimestre 2025 après 4,6% un an auparavant. Au quatrième trimestre, l'activité aurait enregistré une décélération comme en témoigne la hausse de 2,6% de la production d'électricité. Par source, celle-ci a reculé de 28,6% pour l'hydraulique, alors qu'elle a progressé de 1,2% pour le thermique, de 2,2% pour l'éolien et de 58,2% pour le solaire. Parallèlement, la demande, appréhendée par les livraisons du réseau de transport, s'est améliorée de 16,9% et le solde des échanges extérieurs d'électricité est resté déficitaire, les importations s'étant accrues de 72,3% et les exportations ayant diminué de 68,4%.

Quant aux activités d'hébergement et de restauration, leur valeur ajoutée a enregistré une hausse de 7,4% au troisième trimestre après 12,3% un an auparavant. Cette dynamique se serait poursuivie, avec un bond en glissement annuel des arrivées touristiques de 15,3% au cours du quatrième trimestre et de 23,4% durant le mois de décembre. Sur l'ensemble de l'année 2025, les arrivées touristiques ont progressé de 14% pour atteindre 19,8 millions.

Pour les services de transport et d'entreposage, le rythme de croissance de leur valeur ajoutée a ralenti à 3,5% au troisième trimestre, après 7,5% la même période une année auparavant. Pour le quatrième trimestre, les données disponibles indiquent un accroissement de 11,6%, au lieu de 23,6%, du trafic aérien de passagers.

Pour ce qui est de la demande intérieure, sa contribution à la croissance est ressortie à 8,3 points de pourcentage au lieu de 6,5 points au même trimestre de 2024. En effet, la consommation finale des ménages a augmenté de 3,9%, celle des administrations publiques de 7,4% et l'investissement de 15%. A l'inverse, les échanges extérieurs de biens et services en volume ont de nouveau contribué négativement à la croissance à hauteur de -4,3 points de pourcentage, les exportations de biens et services en volume ayant progressé de 8,2% et les importations de 15,3%.

Sur le marché de travail, l'économie nationale a créé 193 mille emplois en 2025, exclusivement en milieu urbain, après 82 mille un an auparavant. A l'exception de l'agriculture qui a accusé une perte de 41 mille emplois, les autres secteurs d'activité ont enregistré des créations de 123 mille dans les services, de 64 mille dans le BTP et de 46 mille dans l'industrie. Tenant compte d'une entrée nette de 177 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité s'est stabilisé à 43,5%, avec un repli de 0,4 point à 46,1% dans les campagnes et une progression de 0,2% à 42,2% en milieu urbain. Dans ces conditions, le taux de chômage a baissé de 13,3% à 13% globalement, de 16,9% à 16,4% en milieu urbain et de 6,8% à 6,6% en zones rurales.



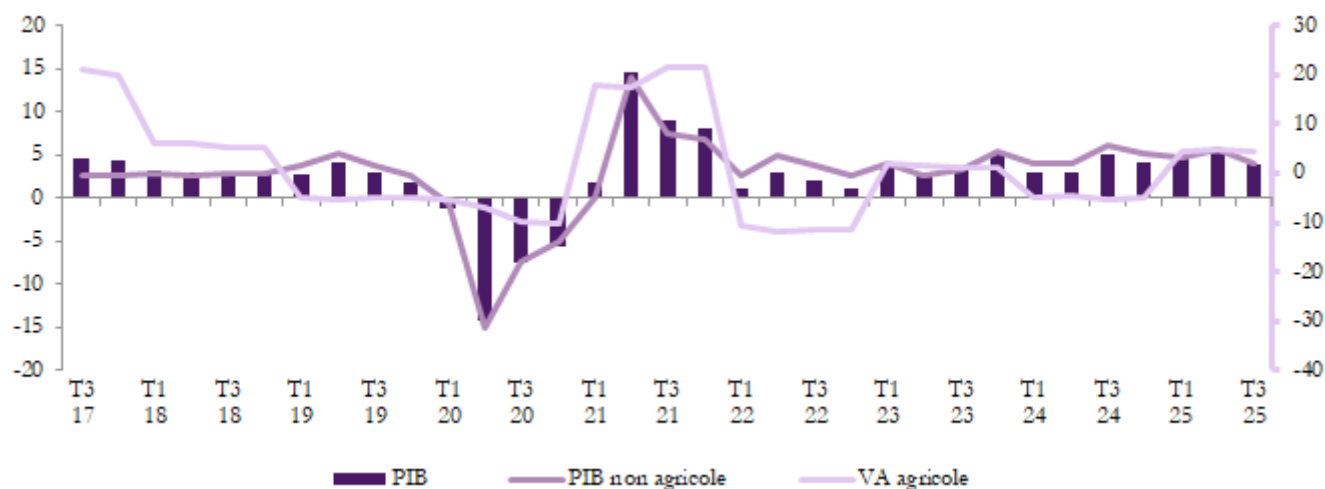
# COMPTES NATIONAUX

Evolution en glissement annuel des valeurs ajoutées (prix chaînés, base 2014) (en %)

	2019				2020				2021				2022				2023				2024				2025		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Agriculture et sylviculture	-4,9	-5,4	-5,0	-4,8	-5,4	-7,0	-9,8	-10,2	17,8	17,5	21,4	21,4	-10,5	-11,8	-11,4	-11,4	2,2	1,7	1,1	1,2	-5,0	-4,4	-5,1	-4,8	4,5	4,7	4,4
<b>Valeur Ajoutée Hors Agriculture</b>	3,8	5,5	4,0	2,8	-0,9	-14,6	-7,0	-5,0	-0,3	13,4	7,0	6,6	3,3	5,0	4,0	2,9	3,7	2,5	3,2	5,3	3,6	3,8	5,7	4,8	4,6	5,5	3,8
Pêche et aquaculture	24,9	6,7	25,2	-0,6	8,2	-0,4	40,4	-3,1	2,0	33,5	-22,0	49,6	-14,0	-18,6	-41,9	-10,2	-5,1	2,6	70,5	-16,0	10,6	-12,4	13,4	-1,9	-0,3	-7,7	-24,4
Extraction	3,4	0,2	2,5	3,1	-0,4	4,3	2,0	4,7	9,6	5,7	9,3	4,8	-13,3	-18,1	-23,2	-37,3	-20,6	-14,9	-4,5	32,9	19,1	20,0	14,0	1,2	6,7	10,9	5,2
Industries manufacturières	2,4	6,7	2,8	1,8	1,1	-21,3	-4,5	-4,6	2,3	23,8	5,0	7,6	-0,4	4,6	3,9	1,9	3,5	-0,9	1,8	8,1	1,7	2,6	6,6	2,4	3,4	6,9	2,6
Distribution d'électricité et de gaz- Distribution d'eau, réseau d'assainissement, traitement des déchets	19,7	20,2	13,6	6,0	-1,2	-9,3	3,3	2,3	2,3	15,7	4,8	8,0	-0,9	-2,5	-4,5	-8,6	-13,8	-10,5	-9,9	-8,0	4,2	-5,2	4,6	7,0	5,0	8,9	5,9
Construction	-4,7	-0,7	2,5	5,1	3,4	-11,1	-9,0	0,6	0,1	10,6	7,9	1,1	-1,1	-1,2	-5,3	-7,3	-2,3	-1,7	1,7	3,6	2,5	3,6	6,8	6,9	6,3	6,7	5,6
Commerce de gros et de détail; réparation de véhicules automobiles et de motocycles	1,5	4,1	2,6	0,2	0,5	-16,5	-6,4	-3,9	0,5	18,0	8,0	7,6	1,1	0,8	-1,9	-2,3	2,6	2,5	3,5	3,2	4,0	3,4	4,7	4,4	4,3	4,4	3,2
Activités d'hébergement et de restauration	3,9	6,6	1,5	2,2	-27,3	-70,3	-63,0	-57,2	-33,7	61,4	51,8	34,8	43,6	67,4	81,6	75,9	53,4	31,1	11,8	8,5	3,2	9,4	12,3	13,2	9,7	10,5	7,4
Transports et entreposage	4,2	10,9	5,5	1,3	-5,5	-48,2	-34,7	-23,3	-17,8	35,7	28,7	11,2	3,2	6,6	2,0	4,0	9,6	7,1	4,3	6,4	6,5	7,9	7,5	7,9	4,0	4,3	3,5
Information et communication	3,7	1,7	1,8	2,8	7,1	4,2	3,0	6,2	-3,5	-1,3	-0,1	-1,1	5,0	5,0	5,2	0,1	4,9	5,8	4,1	6,0	3,3	2,3	2,2	4,0	0,5	2,5	1,5
Activités financières et d'assurance	4,7	5,2	5,8	5,5	0,1	1,1	0,5	0,8	2,2	4,0	3,9	4,4	9,6	10,0	10,7	9,8	6,1	4,3	4,5	5,8	6,8	6,0	7,9	8,3	6,8	6,0	6,8
Activités immobilières	2,4	2,1	1,7	1,1	-0,8	-1,0	-0,9	-0,6	2,6	3,0	3,3	3,0	0,4	0,0	-0,3	0,0	1,7	2,0	1,9	2,0	-1,4	-1,6	-1,7	-1,7	0,8	0,8	0,9
Recherches et développement et services rendus aux entreprises	7,8	10,8	8,3	6,4	-2,0	-29,3	-13,8	-7,5	-0,5	26,2	9,9	6,8	9,3	13,3	11,0	9,6	6,5	7,1	6,8	6,8	4,0	3,7	4,3	4,8	3,9	4,2	2,8
Administration publique et défense; sécurité sociale obligatoire	6,3	6,7	6,8	6,7	5,6	5,3	5,2	5,1	5,2	5,1	5,1	5,1	5,5	5,3	4,9	4,3	2,4	2,0	1,9	2,1	3,4	3,9	4,3	4,8	5,3	4,8	4,8
Education, santé humaine et activités d'acti	2,7	2,2	1,8	1,5	0,7	0,6	0,8	1,3	2,5	3,2	3,9	4,7	6,2	6,6	6,7	6,5	4,7	4,5	4,5	4,8	5,9	6,4	6,8	7,3	6,2	5,7	5,7
Impôts nets des subventions	2,9	2,8	2,0	1,6	0,2	-17,6	-9,6	-6,2	3,3	19,9	12,0	7,9	-2,6	4,1	1,7	1,5	6,4	4,2	4,9	7,0	6,7	5,0	9,9	8,5	6,0	6,3	4,8
<b>Produit intérieur brut</b>	2,8	4,0	2,9	1,9	-1,2	-14,1	-7,6	-5,7	1,8	14,5	8,9	8,1	1,1	3,0	2,0	1,1	3,8	2,6	3,2	5,1	3,0	3,0	5,0	4,2	4,8	5,5	4,0
<b>PIB non agricole</b>	3,7	5,2	3,8	2,7	-0,7	-14,9	-7,3	-5,1	0,1	14,1	7,5	6,7	2,6	4,9	3,8	2,7	4,0	2,7	3,4	5,5	4,0	3,9	6,2	5,2	4,8	5,6	3,9

Source : HCP.

Evolution en glissement annuel du PIB et ses composantes (en %)



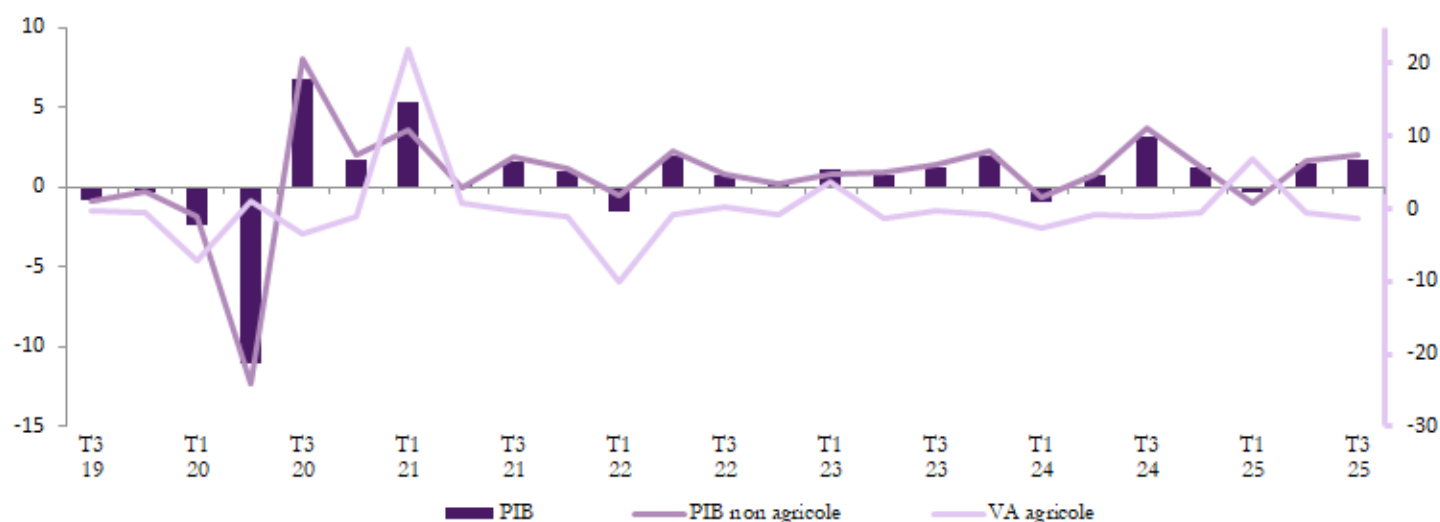
Source : HCP.

## Contributions sectorielles à la croissance globale (en points de pourcentage)

	2020				2021				2022				2023				2024				2025		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Secteur primaire	-0,5	-0,7	-0,8	-1,1	1,8	2,0	2,0	2,4	-1,3	-1,5	-1,6	-1,3	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	0,5	0,4	0,3
Secteur secondaire	0,3	-4,0	-1,0	-0,5	0,6	4,8	1,5	1,6	-0,4	0,2	-0,3	-1,1	-0,4	-0,8	0,1	2,0	0,8	0,8	1,7	1,0	1,1	1,9	1,0
Secteur tertiaire	-1,0	-7,5	-4,7	-3,5	-0,9	5,9	4,2	3,3	3,1	3,9	3,8	3,4	3,4	2,9	2,3	2,3	2,0	2,3	2,7	2,9	2,5	2,5	2,2
Impôts nets de subventions	0,0	-1,8	-1,0	-0,6	0,3	1,8	1,2	0,8	-0,3	0,4	0,2	0,2	0,6	0,4	0,4	0,7	0,6	0,5	1,0	0,8	0,6	0,7	0,5

Sources : HCP, calculs B.A.M.

## Evolution en glissement trimestriel du PIB et ses composantes (en %)



Source : HCP.

## Comptes nationaux trimestriels : principaux agrégats à prix courants

A prix courants	2019				2020				2021				2022				2023				2024				2025		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
PIB	305,0	314,5	311,8	308,5	302,3	267,7	285,8	296,7	312,2	312,6	321,3	330,4	320,7	330,6	338,4	343,9	358,6	365,2	375,3	380,7	383,1	390,4	407,9	415,4	409,7	420,8	431,0
(En %)	3,2	5,4	3,9	2,4	-0,9	-14,9	-8,4	-3,8	3,3	16,8	12,4	11,4	2,7	5,8	5,3	4,1	11,8	10,5	10,9	10,7	6,8	6,9	8,7	9,1	6,9	7,8	5,7
VA agricole	29,6	33,1	33,9	31,3	29,1	28,7	28,2	31,1	35,8	35,9	36,4	35,9	28,9	30,5	32,0	33,0	37,1	39,0	39,5	41,7	39,9	39,1	40,3	41,0	43,1	42,3	42,2
(En %)	-6,5	4,4	5,3	-0,8	-1,5	-13,3	-16,9	-0,6	22,9	25,1	29,4	15,2	-19,3	-15,0	-12,1	-8,2	28,3	27,8	23,5	26,6	7,7	0,3	1,9	-1,7	8,0	8,3	4,8
PIB non agricole	275,4	281,5	278,0	277,1	273,2	239,1	257,6	265,5	276,5	276,7	284,9	294,6	291,8	300,1	306,4	310,9	321,5	326,2	335,8	339,0	343,2	351,3	367,6	374,3	366,6	378,5	388,8
(En %)	4,4	5,5	3,8	2,8	-0,8	-15,1	-7,3	-4,2	1,2	15,8	10,6	10,9	5,5	8,5	7,6	5,6	10,2	8,7	9,6	9,0	6,7	7,7	9,5	10,4	6,8	7,7	5,8
VA non agricole	242,6	249,0	246,0	245,1	241,1	214,8	229,3	233,8	242,8	246,6	253,5	258,4	260,0	269,8	275,3	275,8	287,3	290,3	297,0	302,4	303,7	309,1	321,1	325,9	322,5	330,5	336,1
(En %)	4,0	5,5	3,9	2,9	-0,6	-13,8	-6,8	-4,6	0,7	14,8	10,6	10,5	7,1	9,4	8,6	6,7	10,5	7,6	7,9	9,6	5,7	6,5	8,1	7,8	6,2	6,9	4,7
Impôts sur les produits nets des subventions	32,9	32,5	32,0	32,0	32,0	24,3	28,4	31,7	33,6	30,1	31,4	36,1	31,8	30,3	31,1	35,1	34,2	35,9	38,8	36,6	39,5	42,2	46,5	48,5	44,1	48,0	52,7
(En %)	6,8	4,9	2,7	2,5	-2,5	-25,1	-11,2	-1,0	5,0	23,8	10,6	13,9	-5,5	0,7	-0,9	-2,8	7,6	18,4	24,8	4,3	15,6	17,7	19,8	32,5	11,4	13,7	13,3

Source : HCP.

## AGRICULTURE

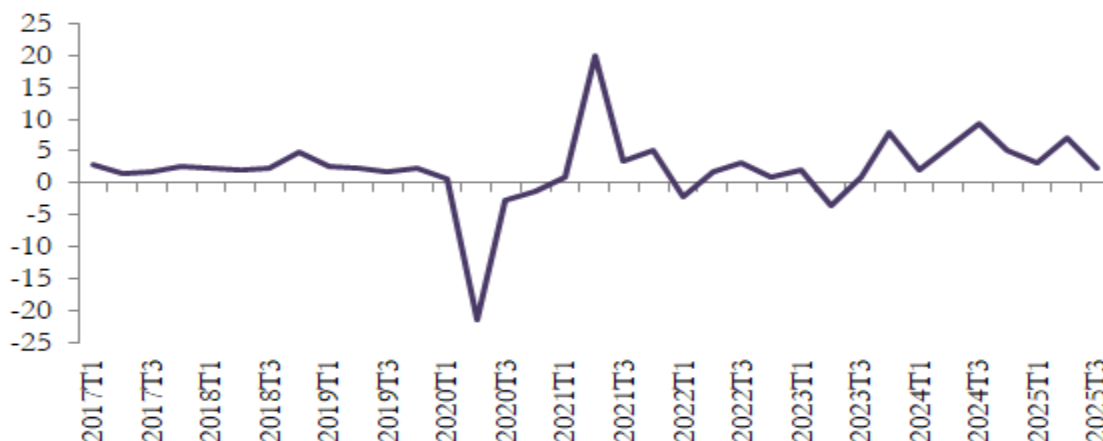
### Quelques caractéristiques des campagnes agricoles 2026-2025 et 2025-2024

	2026-2025 (1)	2025-2024 (2)	Variations en % (1)/(2)
<b>Indicateurs pluviométriques</b>			
Cumul pluviométrique (en mm) au 30 janvier 2026	332,3	98,0	239,0
Taux de remplissage des barrages (en %) au 06 février 2026	64,8	27,7	-

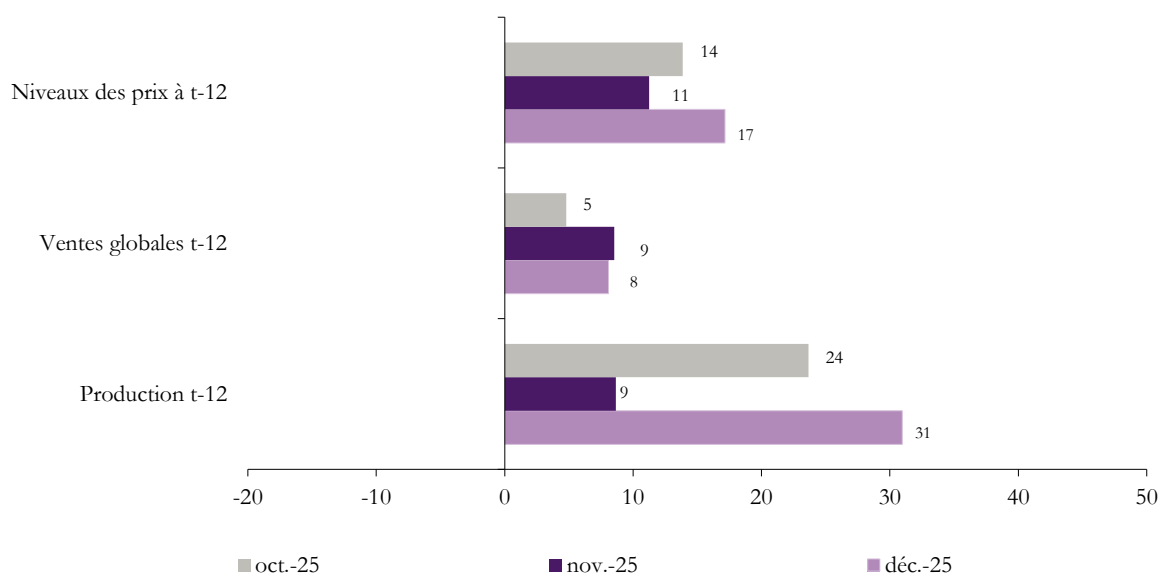
Sources : - Direction de la Météorologie Nationale.  
- Ministère de l'Équipement et de l'Eau.

## INDUSTRIE

Indice de la production industrielle (Variation en glissement annuel en %)

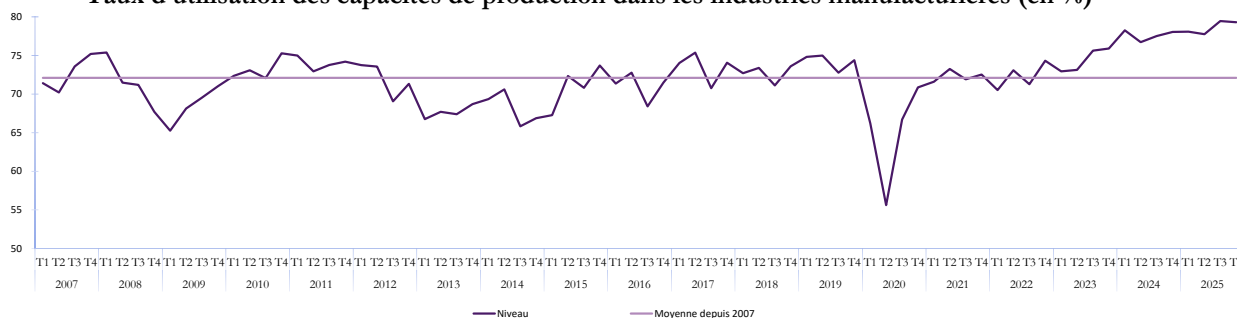


Résultats de l'enquête mensuelle de conjoncture de BAM dans l'industrie (soldes d'opinion\* en %)



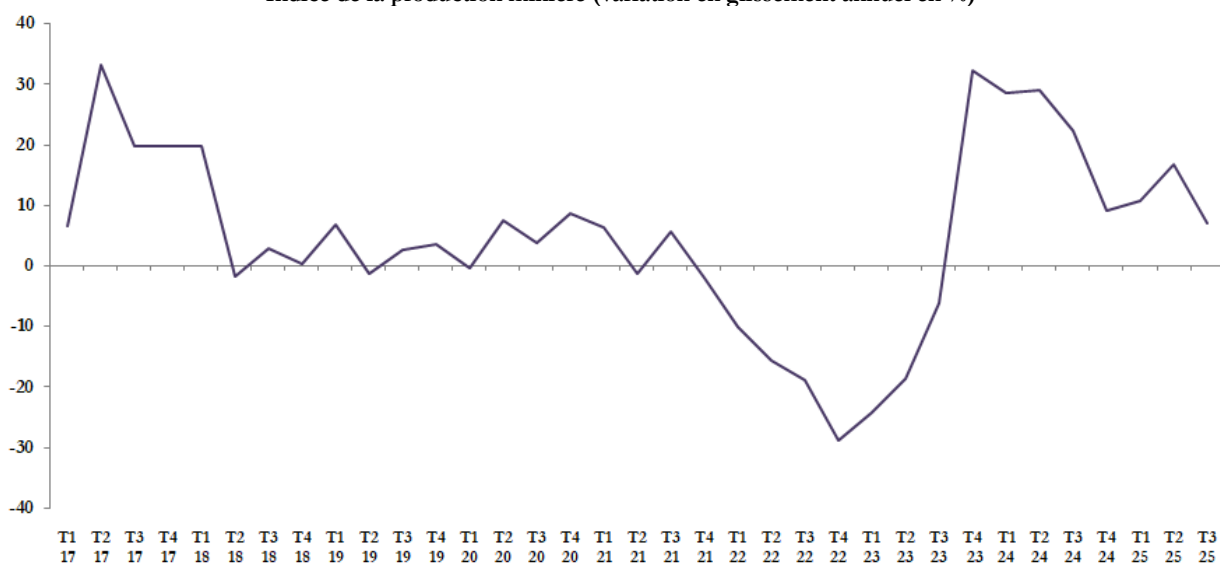
\* Différence entre les pourcentages des entreprises qui déclarent une amélioration et celles qui indiquent une baisse.  
Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM dans l'industrie.

Taux d'utilisation des capacités de production dans les industries manufacturières (en %)



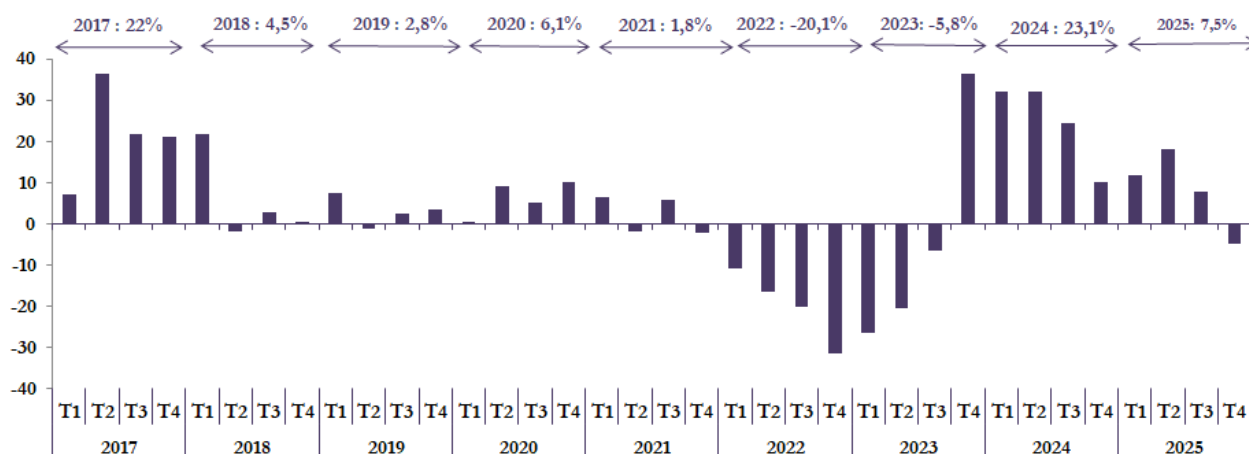
## MINES

Indice de la production minière (variation en glissement annuel en %)



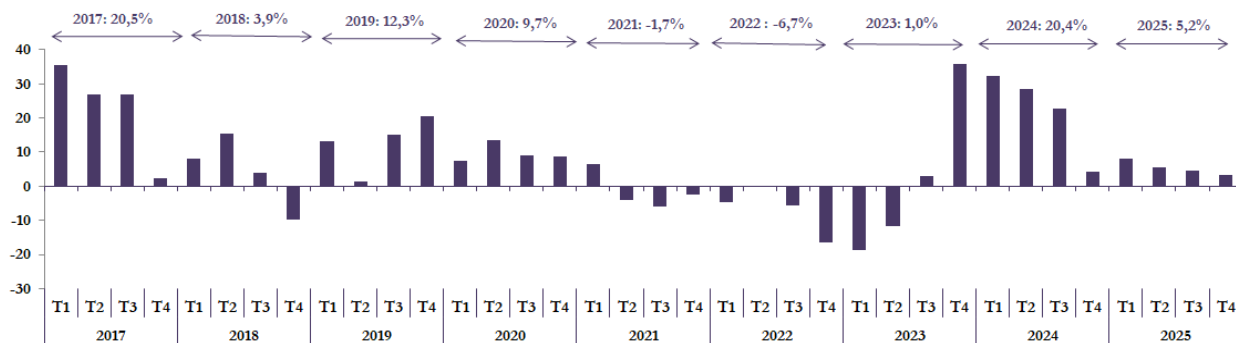
Source : HCP.

Production du phosphate brut (variation en glissement annuel en %)



Source : OCP.

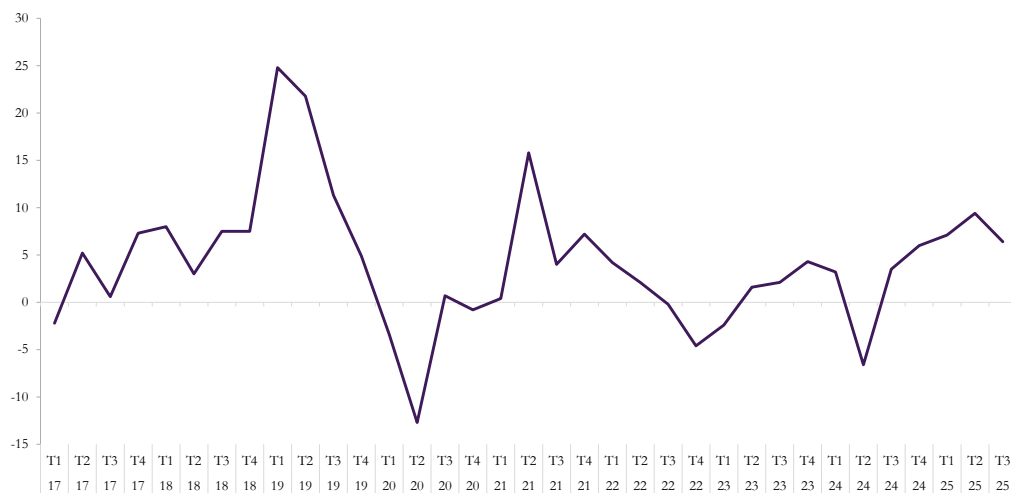
Production des dérivés du phosphate brut (variation en glissement annuel en %)



Source : OCP.

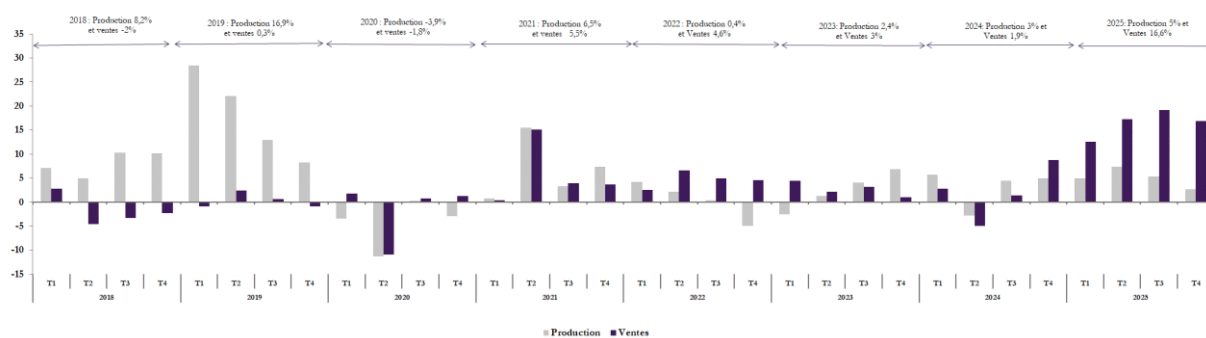
## ENERGIE

Indice de la production de l'électricité (variation en glissement annuel en %)



Source : HCP.

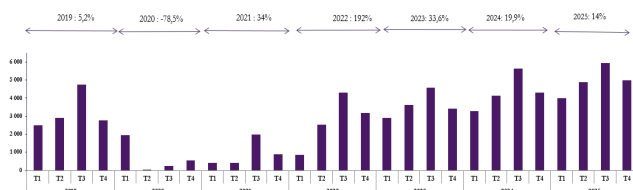
Production et consommation d'électricité (variation en glissement annuel en %)



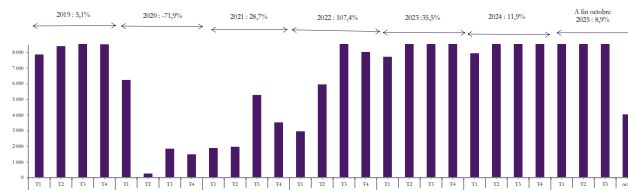
Source : ONEE.

## TOURISME

Arrivées touristiques (en milliers)



Nuitées dans les EHTC (en milliers)



Source : Ministère du Tourisme, de l'Artisanat et de l'Economie Sociale et Solidaire.

## PRINCIPAUX INDICATEURS DES ACTIVITÉS SECTORIELLES

### Pêche côtière et artisanale

	Quatrième trimestre		Variation en %
	2024	2025	
- Volume des débarquements (en milliers de tonnes)	399,7	318,1	-20,4
- Valeur des débarquements (en millions de dirhams)	2 088,5	1 912,7	-8,4

### Energie

	Quatrième trimestre		Variation en %
	2024	2025	
Electricité (en millions de kWh)			
- Production nette	10 989,8	11 274,6	2,6
Thermique	8 661,5	8 764,3	1,2
Eolien	1 810,7	1 850,3	2,2
Hydraulique	202,5	144,5	-28,6
Solaire	284,4	450,1	58,2
- Ventes	9 273,9	10 839,5	16,9
- Importations	618,7	1 066,2	72,3

### Mines

	Quatrième trimestre		Variation en %
	2024	2025	
Phosphate (en milliers de tonnes)			
- Production du phosphate brut	10 019,6	9 536,1	-4,8
- Production d'acide phosphorique	2 026	1 988,3	-1,9
- Production des engrais phosphatés	3 421,6	3 631,3	6,1

### Construction

	Janvier		Variation en %
	2025	2026	
Ventes de ciment (en milliers de tonnes)	1285,6	1044,1	-18,8
	Quatrième trimestre		Variation en %
	2024	2025	
Crédits immobiliers (en milliards de dhs)	310,9	321,5	3,4
- Habitat	248,2	256,2	3,3
- Promoteurs immobiliers	57,9	61,0	5,3

### Tourisme

	Quatrième trimestre		Variation en %
	2024	2025	
Flux touristiques (en millions)	4,3	5,0	15,3
Nuitées dans les établissements classés (en millions)	10,4	11,2	8,0

Sources : ONP, ONEE, OCP, APC, ministère de l'Aménagement du Territoire National, de l'Urbanisme, de l'Habitat et de la Politique de la Ville, ministère du Tourisme, de l'Artisanat et de l'Economie Sociale et Solidaire et B.A.M.

## MARCHE DU TRAVAIL

### Indicateurs d'activité et de chômage

	2024			2025		
	Urbain	Rural	Ensemble	Urbain	Rural	Ensemble
<b>Activité et emploi (15 ans et plus)</b>						
Population active (en milliers)	7 935	4 376	12 311	8 129	4 358	12 488
Taux d'activité (en %)	42,0	46,5	43,5	42,2	46,1	43,5
. Selon le sexe						
Hommes	66,4	72,9	68,6	66,4	72,6	68,5
Femmes	19,2	18,8	19,1	19,4	18,2	19,0
. Selon le diplôme						
Sans diplôme	33,5	48,2	40,1	33,2	47,7	39,6
Ayant un diplôme	47,6	43,2	46,6	47,8	43,4	46,8
Population active occupée (en milliers)	6 593	4 080	10 673	6 796	4 070	10 867
Taux d'emploi (en %)	34,9	43,3	37,7	35,3	43,0	37,8
Part de l'emploi rémunéré dans l'emploi total (en %)	97,8	77,3	90,0	98,0	78,4	90,7
<b>Population active en chômage (en milliers)</b>						
Taux de chômage (en %)	16,9	6,8	13,3	16,4	6,6	13,0
. Selon le sexe						
Hommes	14,3	6,7	11,6	13,4	6,3	10,8
Femmes	25,3	6,8	19,4	26,0	8,1	20,5
. Selon l'âge						
15 - 24 ans	48,4	21,3	36,7	48,0	22,7	37,2
25 - 34 ans	26,2	9,1	21,0	26,0	9,0	20,9
35 - 44 ans	9,5	3,5	7,6	9,0	3,0	7,2
45 ans et plus	5,1	2,3	4,0	4,7	1,9	3,6
. Selon le diplôme						
Sans diplôme	7,4	3,3	5,2	6,7	2,9	4,7
Ayant un diplôme	21,2	13,6	19,6	20,6	13,5	19,1

Source : HCP.



## IV. FINANCES PUBLIQUES

L'exécution budgétaire au titre de l'exercice 2025 s'est soldée par un déficit global, hors produit de cession des participations de l'Etat, de 60,5 milliards de dirhams, en allègement de 2,7 milliards. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 15,3% à 470,1 milliards, traduisant principalement des hausses de 15,3% des rentrées fiscales et de 16,5% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 13,5% à 394,6 milliards, reflétant des augmentations de 15,7% de celles de biens et services et de 22,3% de celles en intérêts de la dette, tandis que les charges de compensation ont reculé de 30%. Le solde ordinaire est ressorti ainsi excédentaire à 75,5 milliards, au lieu de 60,1 milliards à fin 2024, permettant de couvrir en partie les dépenses d'investissement qui ont progressé de 6,7% à 125,3 milliards. Au total, les dépenses globales se sont accrues de 11,8% à 520 milliards. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il est ressorti négatif à 10,7 milliards au lieu de 5,8 milliards un an auparavant.

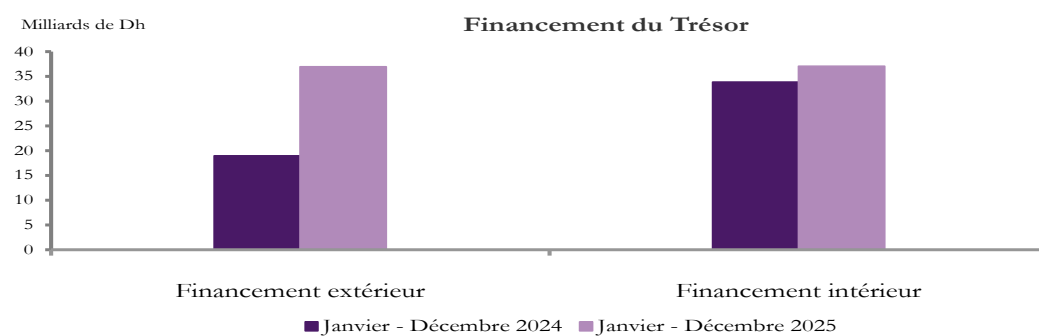
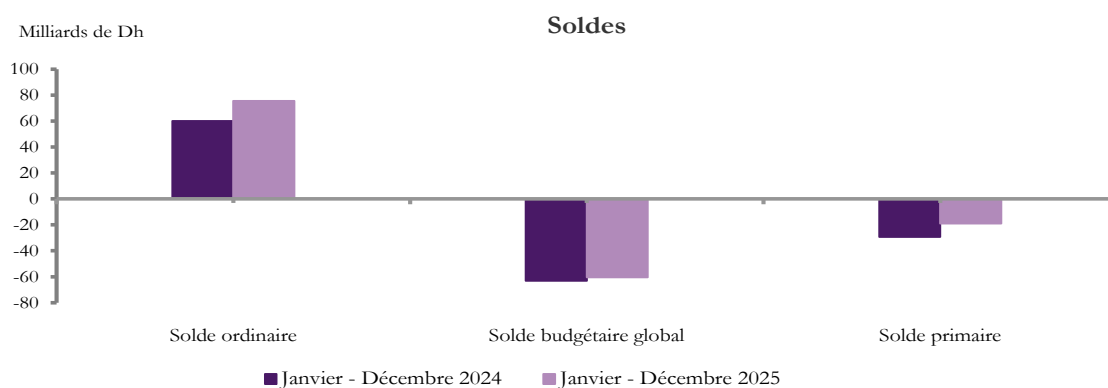
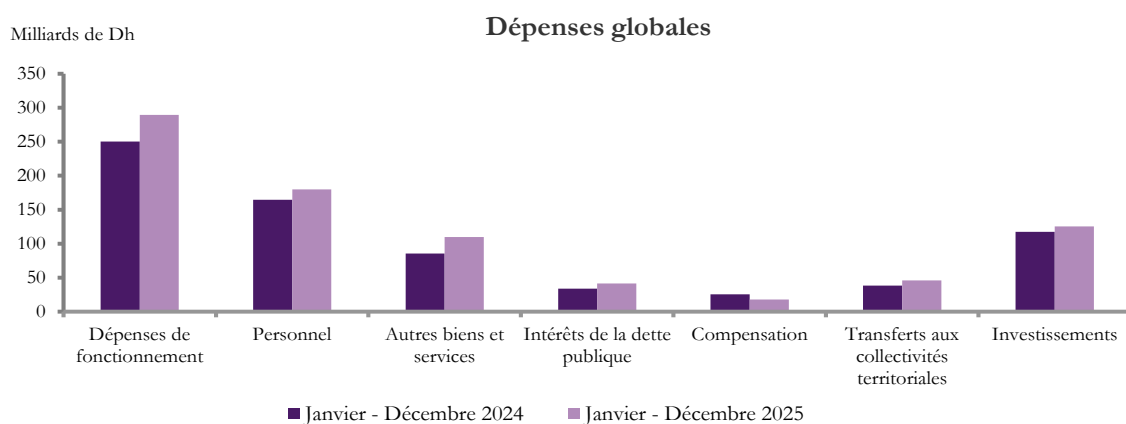
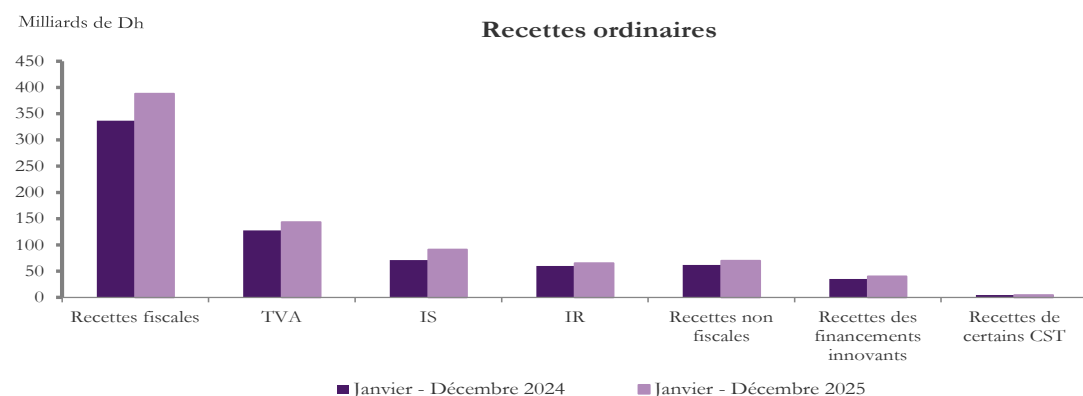
Du côté des recettes fiscales, celles des impôts directs se sont améliorées de 19,3% à 161,9 milliards. Cette évolution est le résultat, d'une part, de l'augmentation de 28,6% à 91,4 milliards du produit de l'IS, à la faveur principalement de hausses de 6,9 milliards du complément de régularisation et de 14,1 milliards au titre des acomptes. Elle reflète de l'autre un renforcement de 9,4% à 65,4 milliards des rentrées de l'IR, dont 3,8 milliards proviennent de l'opération de régularisation fiscale volontaire des personnes physiques, 936 millions de dirhams de recettes de l'IR retenu à la source sur les profits de cession de valeurs mobilières et 619 millions sont issues de l'action de l'Administration fiscale. S'agissant des impôts indirects, ils ont drainé des recettes de 185,1 milliards, en accroissement de 12,8%, traduisant des renforcements de 12,5% à 143,6 milliards des rentrées de la TVA et de 13,8% à 41,5 milliards pour la TIC. L'évolution de cette dernière reflète en particulier des progressions de 15,7% à 20,9 milliards de la TIC sur les produits énergétiques et de 11,7% à 16,5 milliards de celle sur les tabacs. Concernant la performance du produit de la TVA, elle découle des hausses de 14,8% à 50,1 milliards de celle à l'intérieur et de 11,4% à 93,5 milliards de celle à l'importation. L'évolution de la TVA à l'intérieur tient compte des remboursements d'un montant de 20,5 milliards, au lieu de 18,7 milliards un an auparavant. Par ailleurs, les rentrées des droits de douane ont progressé de 12,9% à 17,2 milliards, et celles des droits d'enregistrement et de timbre se sont accrues de 10,1% à 23,8 milliards.

S'agissant des rentrées non fiscales, celles provenant des établissements et entreprises publiques (EEP) sont passées de 16,6 milliards à 20,6 milliards, dont 6,5 milliards versées par l'Agence Nationale de la Conservation Foncière, 6,2 milliards par l'OCP et 4,3 milliards par Bank Al-Maghrib. Pour leur part, les autres recettes non fiscales ont rapporté 57 milliards, en augmentation de 14%, dont 40,1 milliards, contre 35,3 milliards un an auparavant, au titre des mécanismes de financement innovants.

Du côté des dépenses, celles de biens et services ont progressé de 15,7% à 289,5 milliards, avec des accroissements de 9,2% à 179,7 milliards des dépenses de personnel et de 28,2% à 109,8 milliards de celles des autres biens et services. Ces dernières reflètent notamment des bonds de 9,4 milliards à 51 milliards des transferts au profit des EEP et de 13,1 milliards à 25,3 milliards des versements aux comptes spéciaux du Trésor. La partie de la masse salariale servie par la Direction des Dépenses de Personnel s'est accrue de 9,5% à 152,4 milliards, résultat d'une augmentation de 14,4% de sa composante structurelle et d'un recul de 43,2% des rappels. Pour leur part, les charges en intérêts de la dette se sont alourdies de 22,3% à 41,5 milliards de dirhams, recouvrant une progression de 36,7% à 32 milliards de dirhams de celles sur la dette intérieure et un repli de 9,8% à 9,5 milliards de celles sur la dette extérieure. S'agissant des charges de compensation, elles se sont allégées de 30% à 17,7 milliards de dirhams.

Compte tenu de la réduction de 13,5 milliards de dirhams des opérations en instance, la situation des charges et ressources du Trésor a dégagé un déficit de caisse de 74 milliards, au lieu de 54,5 milliards à fin 2024. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures pour un montant net de 37,1 milliards et par un flux net extérieur de 37 milliards. Les tirages extérieurs bruts ont atteint 48,4 milliards, dont 20,9 milliards mobilisés sur le marché financier international et 12,4 milliards auprès de la Banque mondiale. Le recours au marché des adjudications a permis, pour sa part, de mobiliser 33,7 milliards, contre 54,2 milliards un an auparavant. Selon la DTFE, le ratio de la dette totale du Trésor se serait établi à 67,2% du PIB à fin 2025 au lieu de 67,7% en 2024.

## Situation des charges et ressources du Trésor à fin 2025



## Charges et ressources du Trésor à fin 2025

En millions de dirhams

	Janvier - Décembre 2024	Janvier - Décembre 2025	Variations en valeurs	Variations en %
<b>Recettes ordinaires<sup>1</sup></b>	<b>407 884</b>	<b>470 117</b>	<b>62 233</b>	<b>15,3</b>
Recettes fiscales	336 590	388 011	51 420	15,3
Dont TVA	127 622	143 607	15 985	12,5
IS	71 062	91 367	20 305	28,6
IR	59 734	65 376	5 642	9,4
Recettes non fiscales	66 625	77 620	10 995	16,5
y.c. Mécanismes de financement innovants	35 271	40 112	4 841	13,7
Recettes de certains CST	4 669	4 486	-183	-3,9
<b>Dépenses globales</b>	<b>465 284</b>	<b>519 963</b>	<b>54 679</b>	<b>11,8</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	<b>347 776</b>	<b>394 622</b>	<b>46 846</b>	<b>13,5</b>
Dépenses de biens et services	250 254	289 477	39 223	15,7
Personnel	164 632	179 696	15 064	9,2
Autres biens et services	85 622	109 781	24 159	28,2
Intérêts de la dette publique	33 893	41 459	7 566	22,3
Compensation	25 342	17 732	-7 610	-30,0
Transferts aux collectivités territoriales	38 287	45 954	7 668	20,0
<b>Solde ordinaire</b>	<b>60 108</b>	<b>75 495</b>	<b>15 386</b>	
Dépenses d'investissement	117 509	125 341	7 832	6,7
Solde des CST	-5 776	-10 655	-4 879	
<b>Solde budgétaire global</b>	<b>-63 176</b>	<b>-60 501</b>	<b>2 675</b>	
<b>Solde primaire</b>	<b>-29 283</b>	<b>-19 043</b>	<b>10 241</b>	
Variation des opérations en instance <sup>2</sup>	8 641	-13 537		
<b>Besoin ou excédent de financement</b>	<b>-54 536</b>	<b>-74 038</b>	<b>-19 502</b>	
Financement extérieur	18 974	36 957	17 983	
Tirages	40 371	48 434	8 063	
Amortissements	-21 397	-11 477	9 920	
Financement intérieur	33 861	37 081	3 220	
Cession des participations de l'Etat	1 700	0	-1 700	

<sup>1</sup> Incluent la TVA des collectivités territoriales et excluent le produit de cession des participations de l'Etat.

<sup>2</sup> Pour les opérations en instance, le signe (+) correspond à une constitution et le signe (-) à un règlement.

Source : Ministère de l'Economie et des Finances (DTFE).

## V. MONNAIE, TAUX D'INTERET ET LIQUIDITE

En janvier 2026, le besoin de liquidité bancaire s'est allégé à 132 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, après 135,7 milliards un mois auparavant. Ainsi, Bank Al-Maghrib a ramené le volume global de ses injections à 147,8 milliards, réparti entre 57 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 52,2 milliards à travers les opérations de pension livrée à 1 et 3 mois et 38,6 milliards destinés au refinancement via les prêts garantis à long terme. La Banque a été également sollicitée à deux reprises pour des avances à 24 heures, d'un montant total de 2,4 milliards de dirhams. Au niveau du marché interbancaire, le volume quotidien moyen des échanges s'est établi à 4,9 milliards en janvier et le taux moyen pondéré s'est situé à 2,25%.

Sur le marché des bons du Trésor, les taux ont connu de légères hausses en janvier aussi bien sur le compartiment primaire que secondaire. Pour ce qui est des taux créditeurs assortissant les dépôts bancaires, ils ont enregistré en décembre un accroissement de 22 points de base (pb) à 2,53% pour ceux à 6 mois et de 4 pb à 2,64% pour ceux à un an. En parallèle, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques sur les taux débiteurs appliqués aux crédits au secteur non financier relatifs au quatrième trimestre de 2025 font ressortir une baisse de 3 pb d'un trimestre à l'autre du taux moyen global à 4,82%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les crédits aux particuliers ont baissé de 2 pb à 5,69%, avec un repli de 30 pb à 7,19% pour les comptes débiteurs et crédits de trésorerie, une augmentation de 3 pb à 4,67% pour ceux à l'habitat et une stabilité à 6,89% de ceux à la consommation. Concernant les taux assortissant les prêts aux entrepreneurs individuels, ils se sont contractés de 15 pb à 5,64%. S'agissant des taux appliqués aux entreprises non financières, ils ont enregistré un repli de 2 pb à 4,72%, recouvrant un recul de 15 pb à 4,57% pour les facilités de trésorerie et des hausses de 47 pb à 4,95% pour les prêts à l'équipement et de 7 pb à 5,44% pour les crédits à la promotion immobilière. Par taille d'entreprises, les taux ont diminué de 19 pb à 5,22% pour les TPME et ont augmenté de 10 pb à 4,74% pour les grandes entreprises.

Pour ce qui est de la masse monétaire, l'agrégat M3 a connu un accroissement annuel de 9,4% en décembre 2025. Par principales composantes, les dépôts à vue auprès des banques ont augmenté de 10,3%, reflétant des hausses de 8,2% pour ceux des ménages et de 13,7% pour ceux des entreprises non financières privées. De même, la circulation fiduciaire s'est accrue de 18,5%, les titres d'OPCVM monétaires de 8,5% et les dépôts en devises de 9,5%. En revanche, les dépôts à terme ont reculé de 4,7%, reflétant la baisse de ceux des entreprises non financières privées et des ménages.

S'agissant de l'évolution annuelle des contreparties de la masse monétaire en décembre, le crédit bancaire a enregistré une hausse de 8% avec des accroissements de 23,2% des prêts au secteur financier et de 4,7% de ceux accordés au secteur non financier. Les prêts aux ménages ont augmenté de 3,6%, traduisant des progressions de 3,3% de ceux à l'habitat et de 5% de ceux à la consommation. De même, les concours aux entreprises non financières privées se sont accrus de 3%, résultat de hausses de 13,9% des crédits à l'équipement et de 6,6% de ceux à la promotion immobilière qui ont plus que compensé le repli de 4,1% des facilités de trésorerie. Quant aux crédits aux entreprises publiques, ils ont accusé un repli de 3,7%, recouvrant un recul de 13% des facilités de trésorerie et une hausse de 11,6% des prêts à l'équipement. Les créances en souffrance aussi ont progressé de 3,1%, avec des augmentations de 1,3% pour les entreprises non financières privées et de 5,4% pour les ménages. Leur ratio à l'encours du crédit bancaire s'est situé à 8% globalement, à 12,4% pour les entreprises non financières privées et à 10,6% pour les ménages.

Par branche, les données relatives au quatrième trimestre de 2025 indiquent des hausses annuelles du crédit de 22,8% pour les « Activités financières », de 8,3% pour le secteur du « Bâtiment et travaux publics » et de 8,9% pour celui de l'« Electricité, gaz et eau ». En revanche, les crédits aux entreprises ont reculé de 23,6% pour la branche des « Industries extractives », de 12,7% pour celle des « Transports et communications » et de 5,3% pour les « Industries métallurgiques, mécaniques, électriques et électroniques ».

Pour ce qui est des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils ont connu un bond de 18,4% au quatrième trimestre 2025 reflétant des augmentations de 16% des prêts accordés par les sociétés de financement, de 40% pour les concours distribués par les banques off-shore et de 11,5% pour ceux accordés par les associations de micro-crédit.

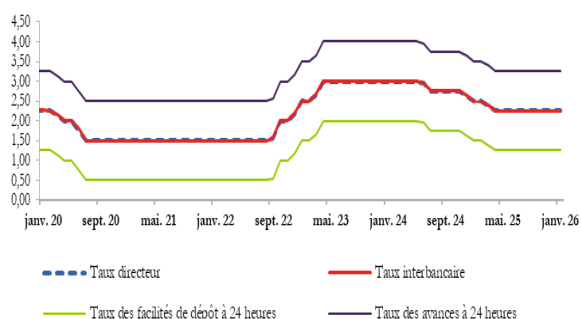
Concernant les avoirs officiels de réserve, ils se sont renforcés de 18% pour atteindre 443,3 milliards de dirhams à fin décembre 2025, soit l'équivalent de 5 mois et 23 jours d'importations de biens et services.

Pour leur part, les créances nettes sur l'administration centrale se sont accrues de 6,3% durant ce mois, résultat notamment des accroissements de 4,8% des détentions des banques en bons du Trésor et de 30% de celles des OPCVM monétaires.

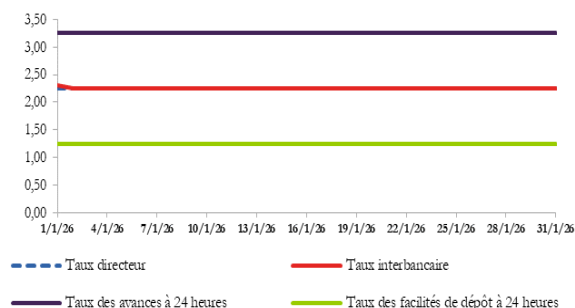
Pour ce qui est des agrégats de placements liquides, ils ont progressé de 8,6%, traduisant des hausses des encours de 18,6% pour les titres d'OPCVM obligataires et de 38,6% pour des titres d'OPCVM actions et diversifiés, alors que celui des bons du Trésor a accusé un repli de 3,8%.

## Taux d'intérêt

Evolution mensuelle du taux interbancaire (moyenne quotidienne, en %)



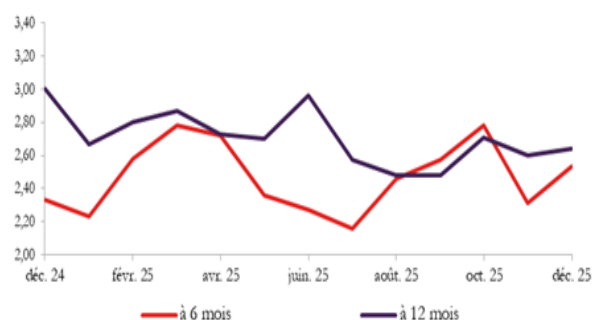
Evolution quotidienne du taux interbancaire en janvier 2026 (en %)



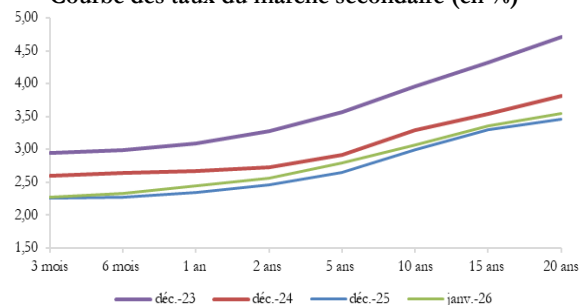
Taux débiteurs appliqués par les banques (en %)

	T3-25	T4-25	Variation (en pb)
<b>Taux débiteur moyen (en%)</b>	<b>4,85</b>	<b>4,82</b>	<b>-3</b>
<b>Crédits aux particuliers</b>	<b>5,71</b>	<b>5,69</b>	<b>-2</b>
Crédits immobiliers	4,64	4,67	3
Crédits à la consommation	6,89	6,89	0
<b>Crédits aux entreprises</b>	<b>4,74</b>	<b>4,72</b>	<b>-2</b>
<i>Par objet économique</i>			
Facilités de trésorerie	4,72	4,57	-15
Crédits à l'équipement	4,48	4,95	47
Promotion immobilière	5,37	5,44	7
<b>Crédits aux entrepreneurs individuels</b>	<b>5,79</b>	<b>5,64</b>	<b>-15</b>

Taux moyens pondérés des dépôts à terme (en %)



Courbe des taux du marché secondaire (en %)



Taux moyens pondérés des bons du Trésor émis par adjudication (en %)

	janvier-26	Dernières émissions	
		Taux	Date
13 semaines	-	1,68	sept.-25
26 semaines	2,19	2,15	déc.-25
52 semaines	-	2,22	nov.-25
2 ans	2,62	2,54	déc.-25
5 ans	2,77	2,59	nov.-25
10 ans	-	2,74	nov.-25
15 ans	-	3,13	oct.-25
20 ans	-	3,30	sept.-25
30 ans	-	3,75	oct.-25

Taux de rémunération des comptes d'épargne (en %)

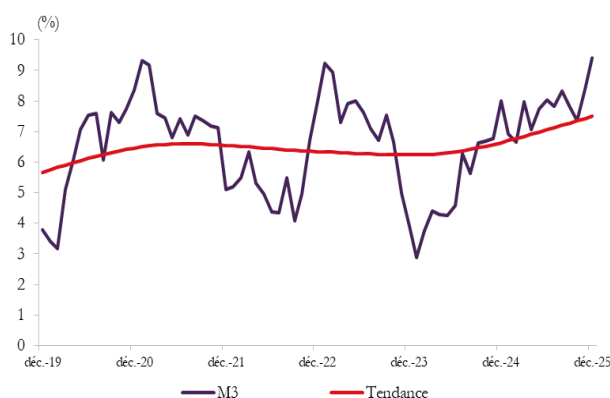
	2 <sup>er</sup> semestre 2025	1 <sup>er</sup> semestre 2026
<b>Comptes sur carnets auprès des banques<sup>1</sup></b>	<b>1,91</b>	<b>1,61</b>
<i>1 : Le taux des comptes sur carnets auprès des banques est indexé sur celui des bons du Trésor 52 semaines au cours du semestre précédent, diminué de 50 points de base.</i>		
	avril 24 - mars 25	avril 25 - mars 26
<b>Taux maximum des intérêts conventionnels (TMIC)* (en %)</b>	<b>13,27</b>	<b>13,36</b>

(\*) Le TMIC est révisé en avril de chaque année sur la base de la variation du taux d'intérêt moyen pondéré des dépôts bancaires à 6 mois et à 1 an, enregistrée au cours de l'année précédente.

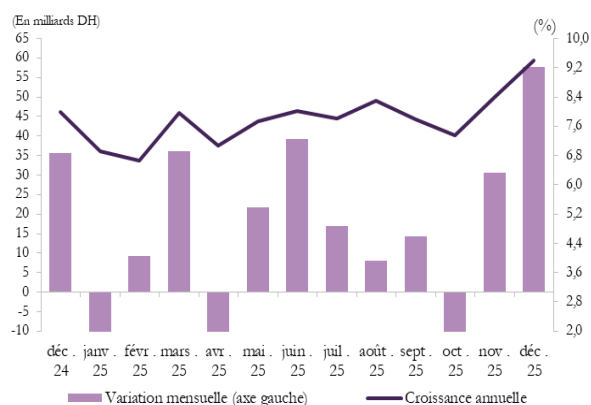
# MONNAIE, CREDIT ET PLACEMENTS LIQUIDES

## M3 et ses composantes

Croissance de M3 (en glissement annuel)



Evolution mensuelle de l'agrégat M3



Evolution des agrégats monétaires								
	Encours* à fin décembre-25	Variation mensuelle (en %)	Taux de croissance annuels					
			sept.-24	déc.-24	mars-25	juin-25	sept.-25	nov.-25
Monnaie fiduciaire	491,0	1,2	10,2	5,2	9,2	7,0	9,8	13,1
Monnaie scripturale	1 001,1	5,1	10,2	11,6	11,4	11,7	10,1	11,2
<b>M1</b>	<b>1 492,0</b>	<b>3,8</b>	<b>10,2</b>	<b>9,5</b>	<b>10,7</b>	<b>10,1</b>	<b>10,0</b>	<b>11,8</b>
Placements à vue	192,7	0,3	3,5	2,7	2,4	1,8	2,0	1,9
<b>M2</b>	<b>1 684,7</b>	<b>3,4</b>	<b>9,3</b>	<b>8,7</b>	<b>9,6</b>	<b>9,1</b>	<b>9,0</b>	<b>10,5</b>
<b>Autres actifs monétaires<sup>1</sup></b>	<b>305,2</b>	<b>1,0</b>	<b>-3,3</b>	<b>7,1</b>	<b>2,4</b>	<b>4,9</b>	<b>4,1</b>	<b>0,3</b>
Dont : Dépôts à terme	114,2	0,4	1,6	3,5	-0,7	3,2	-1,1	-4,0
OPCVM monétaires	100,2	-0,3	-16,5	21,0	17,7	6,3	24,1	18,5
<b>M3</b>	<b>2 069,8</b>	<b>2,9</b>	<b>6,6</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>8,0</b>	<b>7,8</b>	<b>8,4</b>

<sup>1</sup> : Autres actifs monétaires = Comptes à terme et bons de caisse auprès des banques + Titres OPCVM monétaires + Dépôts en devises + Valeurs données en pension + Certificats de dépôt à durée résiduelle inférieure ou égale à 2 ans + Dépôts à terme auprès du Trésor + Autres dépôts.

\* Encours en milliards de DH.

Evolution des dépôts inclus dans la masse monétaire									
	Encours* à fin décembre-25	Variation mensuelle (en %)	Taux de croissance annuels						
			sept.-24	déc.-24	mars-25	juin-25	sept.-25	oct.-25	déc.-25
<b>Dépôts à vue auprès des banques</b>	<b>1001,1</b>	<b>5,1</b>	<b>10,2</b>	<b>11,6</b>	<b>11,4</b>	<b>11,7</b>	<b>10,1</b>	<b>10,2</b>	<b>10,3</b>
Placements à vue	192,7	0,3	3,5	2,7	2,4	1,8	2,0	1,9	2,7
<b>Dépôts à terme</b>	<b>114,2</b>	<b>0,4</b>	<b>1,6</b>	<b>3,5</b>	<b>-0,7</b>	<b>3,2</b>	<b>-1,1</b>	<b>-4,0</b>	<b>-4,7</b>
Dépôts en devises <sup>1</sup>	49,2	3,8	8,0	7,9	-14,9	3,0	-4,0	-3,0	9,5
Autres dépôts <sup>2</sup>	8,3	20,2	7,6	-14,7	36,1	51,8	16,5	88,3	56,9
<b>Total des dépôts</b>	<b>1367,7</b>	<b>4,0</b>	<b>8,1</b>	<b>9,1</b>	<b>8,4</b>	<b>9,5</b>	<b>7,3</b>	<b>7,1</b>	<b>7,5</b>

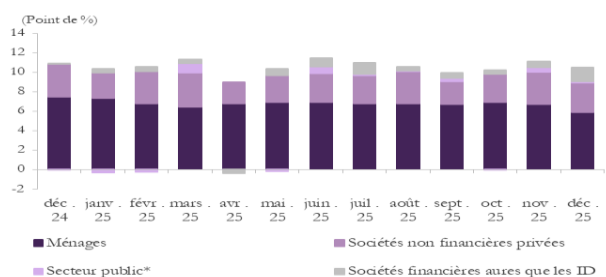
<sup>1</sup> Dépôts à vue et à terme en devises auprès des banques.

<sup>2</sup> Emprunts contractés par les banques auprès des sociétés financières.

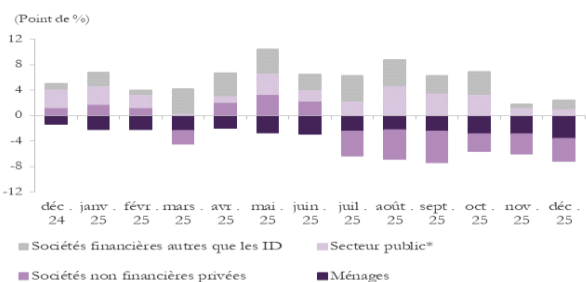
\* Encours en milliards de DH.



### Contributions des secteurs institutionnels à la croissance des dépôts à vue (en glissement annuel)

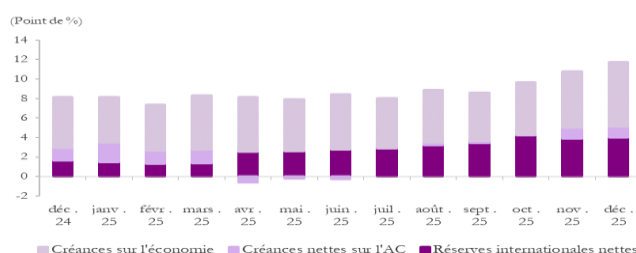


### Contributions des secteurs institutionnels à la croissance des dépôts à terme (en glissement annuel)



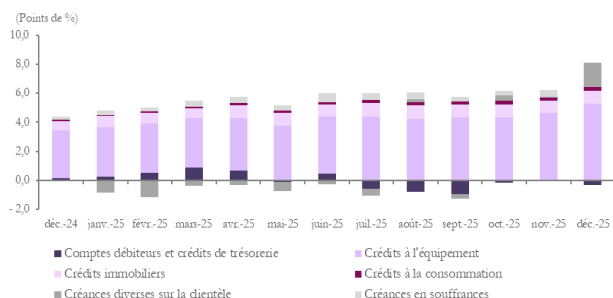
\* Sociétés non financières publiques, administrations locales et de sécurité sociale.

### Contribution des principales contreparties à la croissance de la masse monétaire M3 (en glissement annuel)

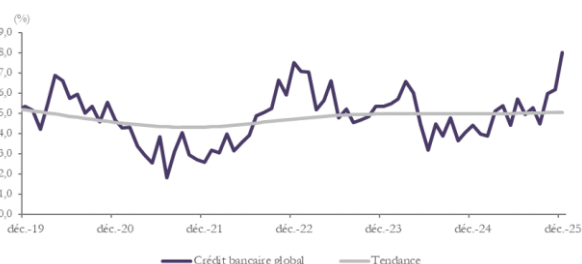


## Crédit bancaire

### Contributions des différentes catégories de crédit à sa croissance annuelle

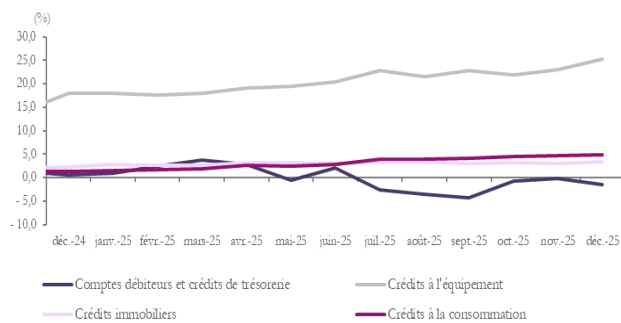


### Croissance du crédit bancaire (en glissement annuel)

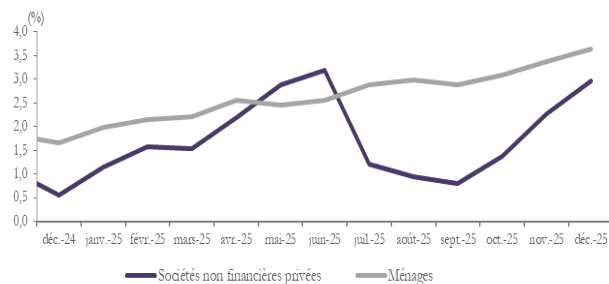


	Encours à fin décembre-25	Variation mensuelle (en %)	Taux de croissance annuels (en %)					
			déc.-24	mars-25	juin-25	sept.-25	nov.-25	déc.-25
<b>Crédit bancaire</b>	<b>1258,1</b>	<b>5,5</b>	<b>4,4</b>	<b>5,1</b>	<b>5,7</b>	<b>4,5</b>	<b>6,2</b>	<b>8,0</b>
<b>Crédit au secteur non financier</b>	<b>1003,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,6</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>3,0</b>	<b>4,2</b>	<b>4,7</b>
<b>Crédit aux entreprises publiques</b>	<b>80,3</b>	<b>-9,3</b>	<b>6,9</b>	<b>15,7</b>	<b>7,5</b>	<b>6,4</b>	<b>11,0</b>	<b>-3,7</b>
<b>Crédit aux entreprises privées</b>	<b>466,6</b>	<b>2,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,5</b>	<b>3,2</b>	<b>0,8</b>	<b>2,3</b>	<b>3,0</b>
Facilités de trésorerie	179,0	3,2	-4,0	-2,9	-3,5	-9,3	-6,7	-4,1
Crédits à l'équipement	143,2	1,1	10,2	9,2	11,7	15,9	16,8	13,9
Crédits à la promotion immobilière	57,8	2,3	6,9	6,4	7,4	5,4	4,7	6,6
<b>Crédit aux ménages</b>	<b>395,6</b>	<b>0,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>
Crédits à la consommation	61,1	0,1	1,5	2,1	2,9	4,2	4,6	5,0
Crédits immobiliers	258,7	0,2	1,8	2,2	2,4	3,0	3,1	3,2
<i>Crédits à l'habitat</i>	256,2	0,2	1,7	2,2	2,5	3,1	3,2	3,3
<i>Crédits aux promoteurs immobiliers</i>	1,3	45,1	-17,0	-10,4	-3,7	5,3	26,9	11,6
<b>Créances en souffrances</b>	<b>100,5</b>	<b>-3,2</b>	<b>2,8</b>	<b>5,0</b>	<b>7,1</b>	<b>3,8</b>	<b>5,8</b>	<b>3,1</b>
Sociétés non financières privées	57,9	-4,7	0,9	2,9	7,4	4,0	5,6	1,3
Ménages	41,8	-0,9	5,7	7,2	5,8	2,9	5,3	5,4
<b>Ratio des créances en souffrances</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>8,4</b>	<b>8,6</b>	<b>8,8</b>	<b>8,6</b>	<b>8,7</b>	<b>8,0</b>

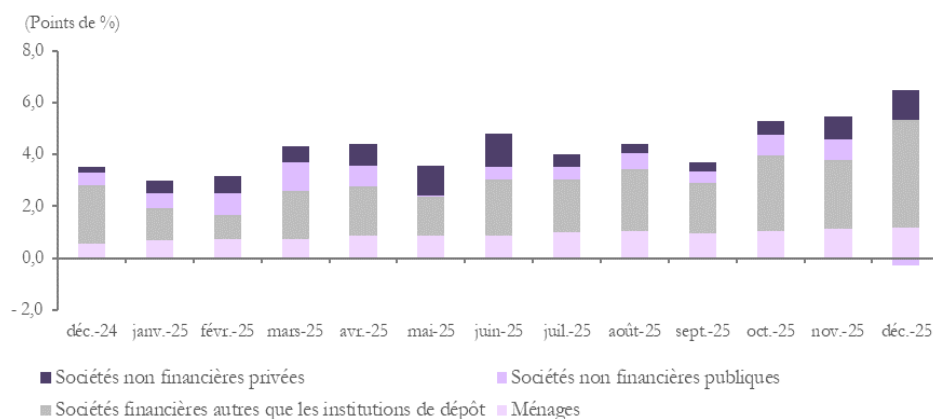
**Evolution des principales catégories de crédit  
(en glissement annuel)**



**Evolution des crédits aux agents non financiers privés  
(en glissement annuel)**

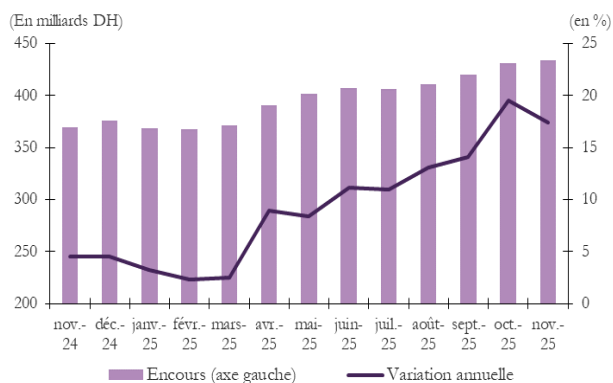


**Contributions des secteurs institutionnels  
à la croissance annuelle du crédit**



## Autres sources de création monétaire

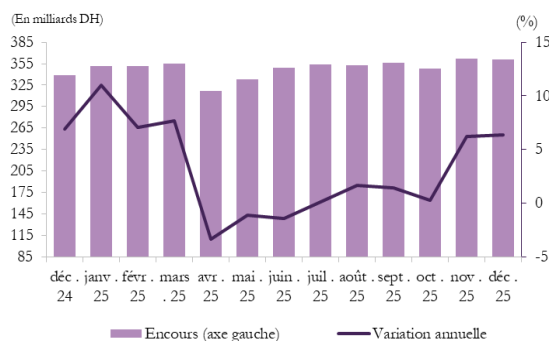
**Evolution des avoirs officiels de réserve**



**Avoirs officiels de réserve en décembre 2025**

	Encours en milliards DH		Variations en %			
			mensuelle		glissement annuel	
	nov.-25	déc.-25	nov.-25	déc.-25	nov.-25	déc.-25
<b>Avoirs officiels de réserves</b>	434,1	443,3	0,7%	2,1%	17,4%	18,0%

### Evolution des créances nettes sur l'Administration Centrale



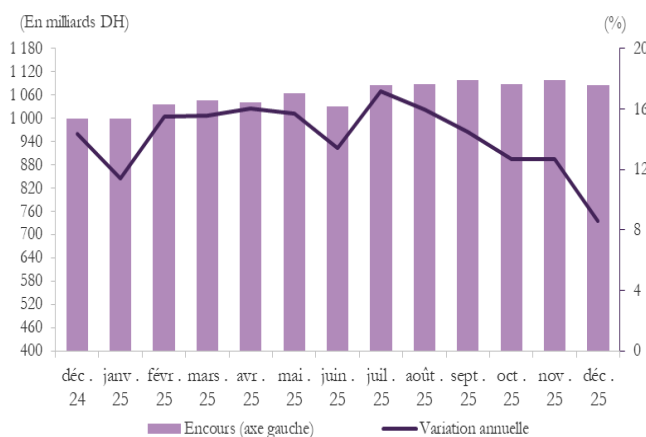
### Créances nettes sur l'Administration centrale en décembre 2025

	Encours en milliards de DH		Variations en %			
			mensuelle		glissement annuel	
	nov.-25	déc.-25	nov.-25	déc.-25	nov.-25	déc.-25
<b>Créances nettes sur l'AC</b>	361,5	360,8	3,8	-0,2	6,2	6,3
. Créances nettes de BAM	-0,4	0,4	-87,9	-218,4	-105,6	174,7
. Créances nettes des AID*	361,9	360,3	3,0	-0,4	8,4	6,2

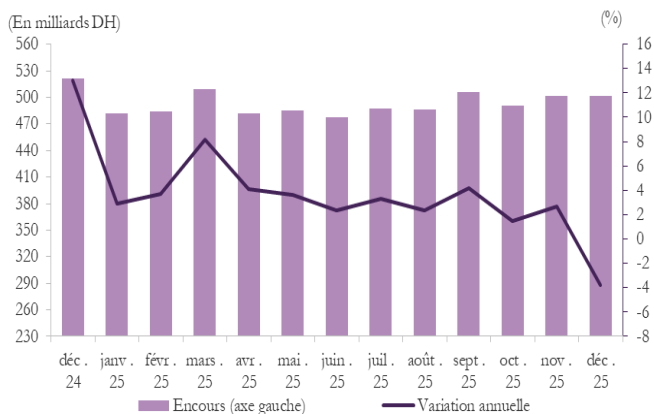
\*Autres Institutions de Dépôts

## Agrégats de placements liquides

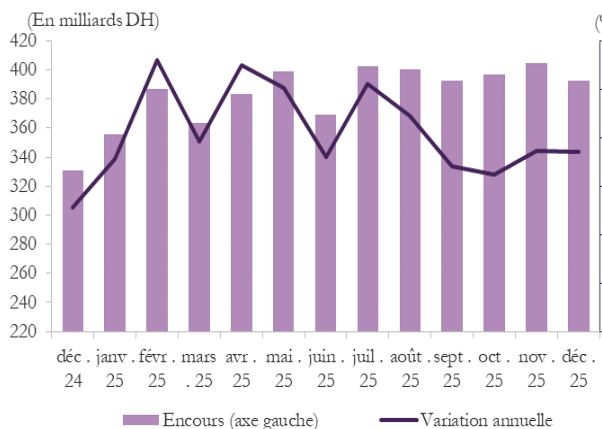
### Evolution des agrégats de placements liquides (PL)



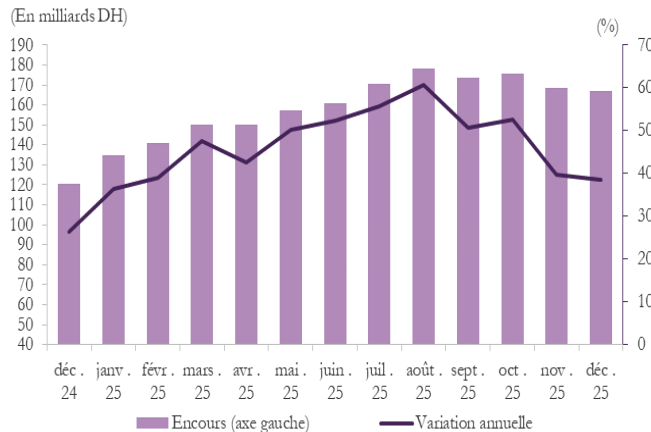
### Evolution des bons du Trésor négociables inclus dans l'agrégat PL1



### Evolution des titres des OPCVM obligataires inclus dans l'agrégat PL2



### Evolution des titres des OPCVM actions et diversifiés inclus dans l'agrégat PL3



## VI. MARCHÉ DES CHANGES

---

Entre les mois de décembre 2025 et de janvier 2026, l'euro s'est apprécié de 0,3% par rapport au dollar américain\*. Sur le marché des changes domestique, le dirham s'est apprécié de 0,2% vis-à-vis du dollar américain et s'est déprécié de 0,1% face à l'euro.

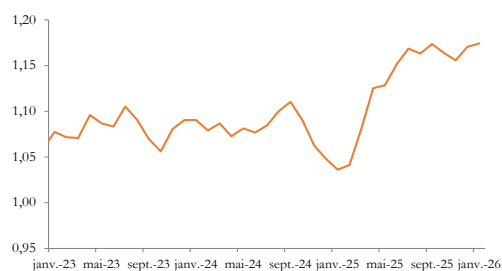
Sur le marché interbancaire, le volume des échanges de devises contre dirham a accusé une baisse annuelle de 16,5% à 36,1 milliards de dirhams en décembre 2025.

Pour ce qui est des opérations des banques avec leur clientèle, elles ont totalisé 48,7 milliards de dirhams pour les achats au comptant et 16,8 milliards pour ceux à terme en décembre 2025, au lieu de 42,1 milliards et 15,2 milliards respectivement au même mois une année auparavant. De même, les ventes sont revenues à 41 milliards, après 39,2 milliards, pour celles au comptant et ont augmenté à 4,9 milliards, au lieu de 2,9 milliards, pour celles à terme.

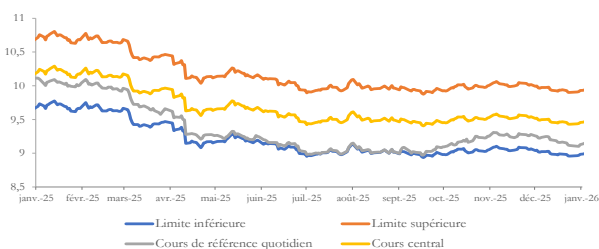
\*La parité est calculée sur la base des cours de référence quotidiens EURO/MAD et DOLLAR U.S./MAD.

## Cotation des devises

Evolution de l'euro par rapport au dollar américain \*



Evolution du cours de référence du dirham par rapport au dollar américain



\*La parité est calculée sur la base des cours de référence quotidiens EURO/MAD et DOLLAR U.S./MAD.

	oct.-25	nov.-25	déc.-25	janv.-26
<b>Cours de référence moyen</b>				
Euro	10,689	10,719	10,752	10,759
Dollar U.S.	9,184	9,274	9,185	9,163
<b>Adjudications</b>				
Nombre d'opérations	-	-	-	-

## Opérations sur le marché des changes

(En millions de dirhams)	2024		2025		Variation décembre 2025/décembre 2024	
	décembre	Moyenne janvier-décembre	décembre	Moyenne janvier-décembre	En valeur	en %
Achats/ventes interbancaires contre MAD	43 208	45 913	36 073	32 530	- 7 135	-16,5
Achats au comptant de devises par la clientèle des banques	42 109	35 947	48 694	37 574	6 585	15,6
Ventes au comptant de devises par la clientèle des banques	39 244	35 411	40 971	36 084	1 727	4,4
Achats à terme de devises par la clientèle des banques	15 229	16 297	16 788	17 357	1 559	10,2
Ventes à terme de devises par la clientèle des banques	2 930	2 579	4 854	3 807	1 924	65,7

## VII. MARCHES DES ACTIFS

Après une progression de 27,6% en 2025, le MASI s'est replié de 1% en janvier 2026. Cette évolution reflète des reculs de 4,5% pour l'indice des « Bâtiment et matériaux de construction », de 2,2% pour celui des « Banques », de 1,9% pour les « Services de transport » et de 7,7% pour la « Participation et promotion immobilières ». En revanche, l'indice des « Mines » a enregistré une progression de 32,9%.

S'agissant des indicateurs de valorisation, le PER <sup>(1)</sup> est passé à 21,9 en janvier 2026, après 21,1 un mois auparavant, tandis que le rendement du dividende a reculé de 2,26% à 2,11% et le PB <sup>(2)</sup> de 3,37 à 3,38. La capitalisation boursière s'est établie, quant à elle, à 1 041,6 milliards de dirhams, quasi inchangée par rapport à fin 2025.

Concernant le volume mensuel des échanges, il est revenu de près de 30 milliards de dirhams en décembre<sup>(3)</sup> à 8,6 milliards en janvier, réalisé principalement sur le marché central. Dans ces conditions, le ratio de liquidité<sup>(4)</sup> sur le compartiment central actions est revenu à 12% au lieu de 12,5% le mois précédent.

Sur le marché de la dette souveraine, les émissions de bons du Trésor ont totalisé 7,6 milliards de dirhams en décembre, après 20,1 milliards un mois auparavant. Elles ont porté à hauteur de 94% sur des maturités moyennes et 6% sur celles courtes. Tenant compte des remboursements de 14,7 milliards de dirhams à fin décembre, l'encours des bons du Trésor est ressorti à 787,3 milliards, en progression de 4,5% par rapport à décembre 2024.

Sur le marché des titres de créances négociables, les levées ont totalisé 4,5 milliards de dirhams en décembre après 3,2 milliards en novembre. Cette évolution résulte d'un accroissement des émissions de certificats de dépôt à 3,2 milliards après 1,9 milliard un mois auparavant, ainsi que de l'émission de billets de trésorerie pour un montant de 600 millions après un mois sans émission. À l'inverse, les levées de bons des sociétés de financement sont revenues de 1,4 milliard à 700 millions. Tenant compte des remboursements d'un montant de 2,5 milliards de dirhams, l'encours des titres de créances négociables a atteint 99,5 milliards à fin décembre, en hausse de 0,7% sur l'année.

S'agissant du marché obligataire privé, les émissions se sont élevées à 12,8 milliards de dirhams en décembre, après 5,1 milliards un mois auparavant, portant le volume global depuis le début de l'année à 51,4 milliards. Tenant compte des remboursements, l'encours de la dette sur ce marché a atteint 212,2 milliards, en accroissement de 16,6% par rapport à décembre 2024.

Pour ce qui est des titres d'OPCVM, les souscriptions se sont chiffrées à 188,1 milliards de dirhams en et les rachats à 170,4 milliards au cours du mois de janvier<sup>(5)</sup>, soit une collecte nette de 17,8 milliards. Concernant les indices de performance, toutes les catégories de fonds ont enregistré des améliorations comparativement à fin décembre 2024, allant de 2,5% pour les OPCVM monétaires à 15,6% pour ceux actions. Dans ces conditions, l'actif net des OPCVM s'est élevé à 799,2 milliards, en augmentation de 1,8% comparativement à décembre 2025.

Sur le marché immobilier, les transactions ressortent en amélioration de 14% au troisième trimestre 2025, après un repli de 4,1% au trimestre précédent, avec des accroissements de 15,7% pour les biens résidentiels, de 12% pour les biens à usage professionnel et de 9,3% pour le foncier. En parallèle, les prix se sont raffermis de 1,1%, après une stagnation un trimestre auparavant, portés par des hausses de 1,5% pour le résidentiel, de 1,3% pour le foncier et de 0,3% pour les biens à usage professionnel.

(1) Price Earning Ratio : le PER d'un indice est le rapport entre la capitalisation boursière et le bénéfice net.

(2) Price to Book Ratio : le PB est le ratio de la valeur de marché des capitaux propres (la capitalisation boursière) rapporté à leur valeur comptable.

(3) Ce niveau élevé des transactions en décembre 2025 s'explique par les introductions en bourse de SGTm et de Cash Plus pour un montant total de 5,6 milliards de dirhams, ainsi que par l'augmentation de capital de la société « SOTHEMA » pour 630 millions.

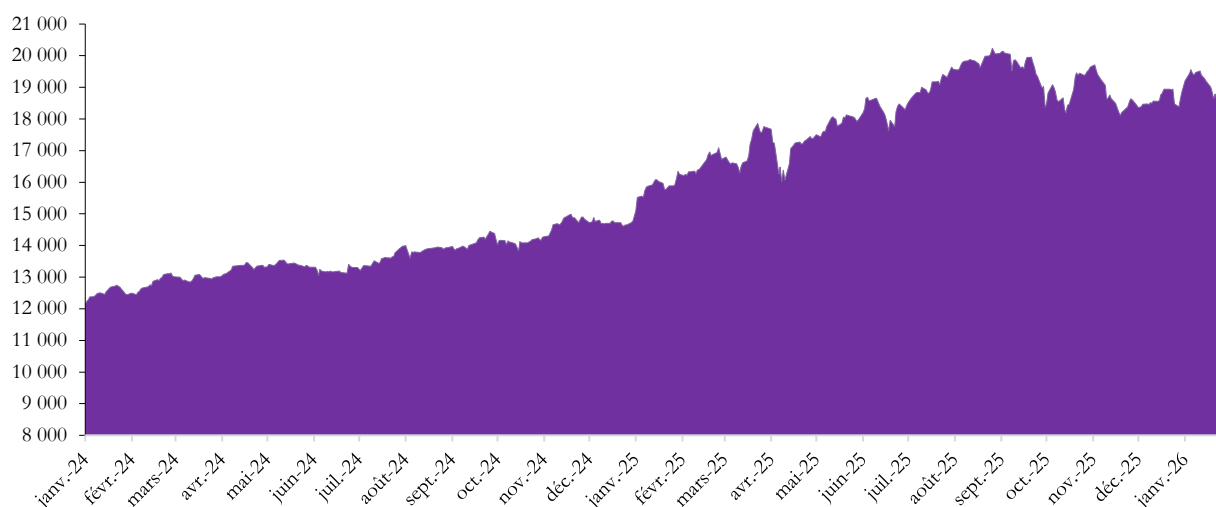
(4) Représente le rapport entre la somme des transactions boursières sur le compartiment central et la moyenne de la capitalisation sur 12 mois glissants.

(5) Données arrêtées au 23 janvier 2026.

## INDICES BOURSIERS

Indices	Janvier 2025	Décembre 2025	Janvier 2026	Janvier 2026 / Décembre 2025 (en %)	Janvier 2026 / Janvier 2025 (en %)
MASI	16248,2	18846,4	18 667	-1%	14,9

### Evolution quotidienne du MASI



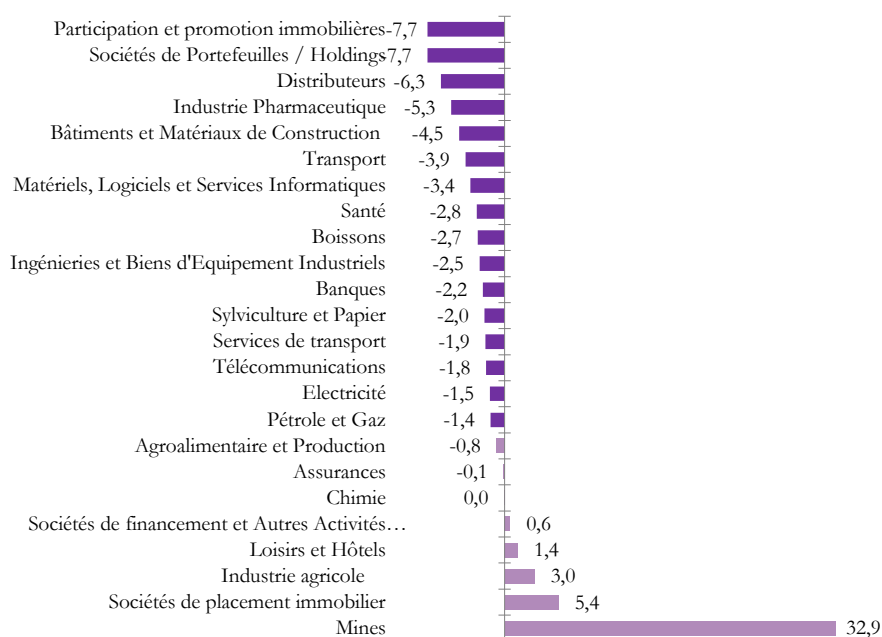
Source : Bourse de Casablanca.

### Performance des indices sectoriels

Indices sectoriels	Structure (en %)	Janvier 2025	Décembre 2025	Janvier 2026	Janvier 2026 / Décembre 2025 (en %)	Janvier 2026 / Janvier 2025 (en %)
Agroalimentaire et Production	3,9	34 585	34 633	34 355	-0,8	-0,7
Assurances	2,8	5 723	6 051	6 045	-0,1	5,6
Banques	29,9	17 839	19 504	19 080	-2,2	7,0
Bâtiment et matériaux de construction	19,6	25 417	31 840	30 401	-4,5	19,6
Boissons	0,6	14 173	13 675	13 309	-2,7	-6,1
Chimie	0,2	5 781	4 368	4 366	0,0	-24,5
Distributeurs	2,8	39 958	47 802	44 769	-6,3	12,0
Electricité	2,7	3 095	4 737	4 668	-1,5	50,8
Ingénieries et biens d'équipement industriels	-	103	368	359	-2,4	248,6
Participation et promotion immobilières	4,2	20 177	18 907	17 456	-7,7	-13,5
Loisirs et Hôtels	0,3	1 249	1 674	1 697	1,4	35,9
Matériels, logiciels et services informatiques	1,6	2 777	2 581	2 493	-3,4	-10,2
Mines	5,0	43 771	76 047	101 052	32,9	130,9
Pétrole et Gaz	2,3	17 091	18 167	17 914	-1,4	4,8
Industrie Pharmaceutique	0,8	5 674	10 399	9 848	-5,3	73,6
Industrie agricole	1,1	1 775	1 845	1 900	3,0	7,0
Santé	3,6	3 937	4 286	4 168	-2,7	5,9
Services de transport	8,7	9 320	14 615	14 338	-1,9	53,8
Sociétés de financement et Autres Activités Financières	1,0	7 961	10 311	10 369	0,6	30,2
Sylviculture et Papier	-	30	36	36	-1,0	18,8
Sociétés de portefeuilles / holdings	0,7	10 723	11 687	10 793	-7,7	0,6
Sociétés de placement immobilier	1,4	1 099	991	1 044	5,3	-5,0
Télécommunications	6,8	1 560	1 600	1 570	-1,8	0,7
Transport	0,1	4 452	3 696	3 553	-3,9	-20,2

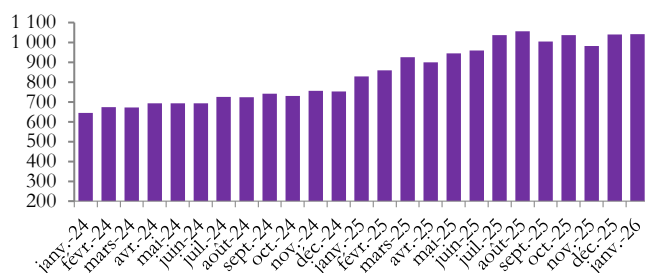
Source : Bourse de Casablanca.

## Variations mensuelles des indices sectoriels en janvier 2026 (en %)



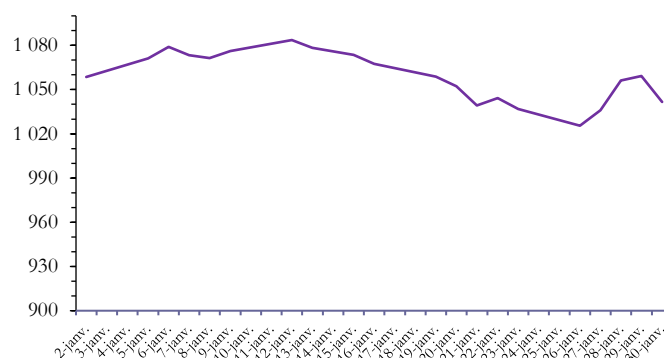
## ACTIVITE

Evolution mensuelle de la capitalisation boursière  
(en milliards de dirhams)

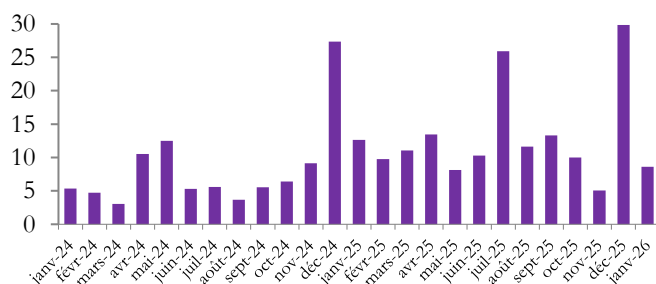


Source : Bourse de Casablanca.

Evolution quotidienne de la capitalisation boursière  
(en milliards de dirhams)



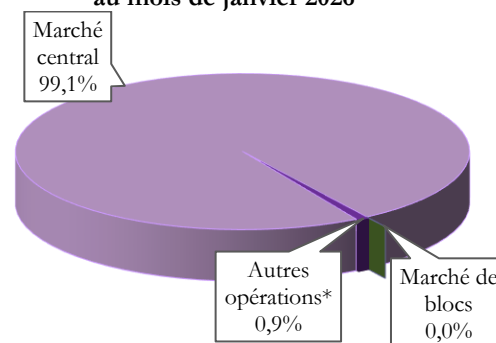
Evolution mensuelle du volume des transactions  
(en milliards de dirhams)



Source : Bourse de Casablanca.

\*Autres opérations : Introductions, apports de titres, offres publiques, transferts et augmentations de capital.

Répartition du volume de transactions par marché  
au mois de janvier 2026





## Volume des transactions

En millions de dirhams	Janvier 2025	Décembre 2025	Janvier 2026
<b>Volume actions</b>			
1-Marché central	11 996,8	16 093,4	8 542,9
2-Marché de blocs	635,0	7 446,6	5,1
<b>Total A = (1+2)</b>	<b>12 631,7</b>	<b>23 540</b>	<b>8 548,0</b>
3-Introductions	-	5 576,7	
4-Apports de titres	2,1	14,3	1,5
5-Offres publiques	-	-	
6-Transferts	19,1	102,4	73,3
<b>Total B = (3+4+5+6)</b>	<b>21,2</b>	<b>5 693,5</b>	<b>74,8</b>
7-Augmentations de capital	-	630,4	
<b>I- Volume obligations</b>	<b>7,0</b>	<b>-</b>	<b>0,0</b>
<b>II- Volume actions</b>	<b>12 652,9</b>	<b>29 863,9</b>	<b>8 622,8</b>
<b>III- Total Général</b>	<b>12 659,9</b>	<b>29 863,9</b>	<b>8 622,8</b>

Source : Bourse de Casablanca

## COURS

### Performance des plus fortes capitalisations

Valeurs	Capitalisation (en milliards de dirhams)	Part (%)	Cours (en dirhams)			Variation (en %)	
			Janvier 2025	Décembre 2025	Janvier 2026	Janvier 2026 / Décembre 2025 (en %)	Janvier 2026 / Janvier 2025 (en %)
ATTIJARIWafa BANK	158,1	15,2	631	730	735	0,7	16,5
MANAGEM	97,9	9,4	3 920	6 400	8 251	28,9	110,5
ITISSALAT AL- MAGHRIB	94,1	9,0	106	109	107	-1,8	0,9
SODEP-Marsa Maroc	68,4	6,6	606	950	932	-1,9	53,8
BCP	55,9	5,4	285	290	275,1	-5,1	-3,5
SGTM S.A	50,9	4,9	-	915	848	-7,3	-
TAQA MOROCCO	49,3	4,7	1 385	2 120	2 089	-1,5	50,8
BANK OF AFRICA	45,2	4,3	207	225	205	-8,9	-1,0
LAFARGE HOLCIM MAROC	42,3	4,1	2 010	1 840	1 806	-1,8	-10,1
TGCC S.A	30,0	2,9	558	906	865	-4,5	55,0

## Valeurs du secteur financier

Secteurs	Cours (en dirhams)			Variation (en %)
	Janvier 2025	Décembre 2025	Janvier 2026	Janvier 2026 / Décembre 2025
<b>Banques</b>				
BHCI	640	630	630	-
ATTIJARIWafa BANK	631	730	735	1
CIH	460	415	399	-4
BANK OF AFRICA	207	225	205	-9
BCP	285	290	290	-
CDM	1 110	1 039	1 040	0
CFG BANK	243	245	230	-6
<b>Sociétés de financement</b>				
MAGHREBAIL	907,1	920	901	-2
SALAFIN	545	530	584	10
EQDOM	-	1 297	1 380	6
MAROC LEASING	388	360	377	5
<b>Assurances</b>				
ATLANTASANAD	155,5	150	140	-7
SANLAM MAROC	1 810	2 140	2 147,0	0,3
Wafa ASSURANCE	4 500	4 804	4 900,0	2,0
AGMA	6 466	6 335	6 699,0	5,7

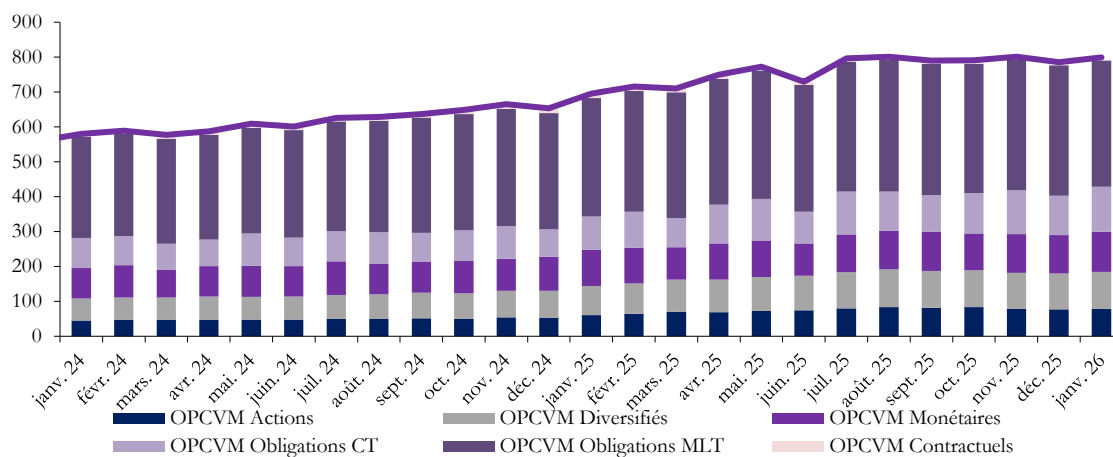
Source : Bourse de Casablanca.

## GESTION D'ACTIFS

### Répartition de l'actif net par catégorie d'OPCVM en janvier 2026

Catégories d'OPCVM	Nombre	Montant (en milliards de dirhams)	Structure (en %)	Variation mensuelle (en %)	Variation annuelle (en %)
Actions	116	78,7	10	2,0	2
Diversifiés	134	105,6	13	2,8	2,8
Monétaires	70	115,2	14	4,6	4,6
Obligations CT	72	128,6	16	13,6	13,6
Obligations MLT	211	361,4	45	-3,1	-3,1
Contractuels	6	9,6	1	9,4	9,4
<b>Total</b>	<b>609</b>	<b>799,2</b>	<b>100</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>

### Evolution de l'actif net des OPCVM (en milliards de dirhams)



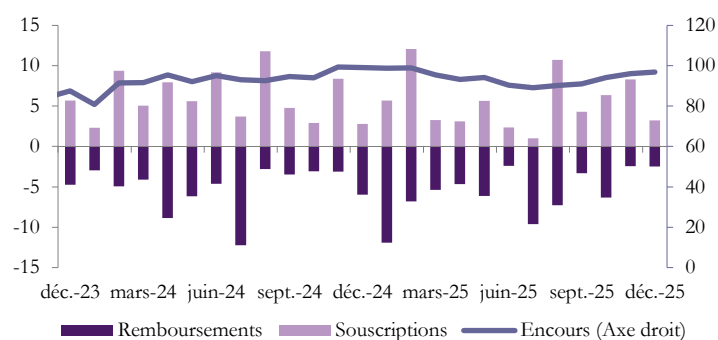
Source : AMMC.

## MARCHES DE LA DETTE

### Marché des titres de créances négociables

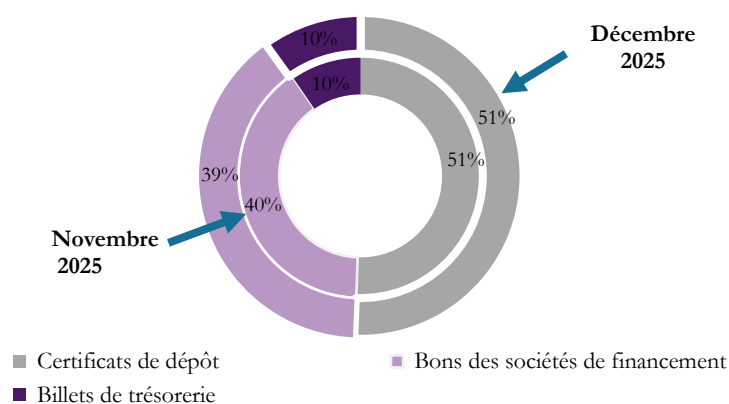
	En millions de dirhams			Variations			
	Décembre 2024	Novembre 2025	Décembre 2025	Décembre 2025 / Novembre 2025		Décembre 2025 / Décembre 2024	
				En valeur	En %	En valeur	En %
<b>Encours</b>	<b>98 803</b>	<b>96 947</b>	<b>99 478</b>	<b>2 531</b>	<b>2,6</b>	<b>675</b>	<b>0,7</b>
Certificats de dépôt	59 472	49 027	50 359	1 331	2,7	-9 114	-15,3
Bons des sociétés de financement	30 897	38 620	39 220	600	1,6	8 323	26,9
Billets de trésorerie	8 434	9 300	9 900	600	6,5	1 466	17,4
<b>Emissions</b>	<b>5 701</b>	<b>3 241</b>	<b>4 538</b>	<b>1 297</b>	<b>40</b>	<b>-1 163</b>	<b>-20,4</b>
Certificats de dépôt	1 401	1 891	3 238	1 347	71	1 837	131
Bons des sociétés de financement	940	1 350	700	-650	-48	-240	-26
Billets de trésorerie	3 360	0	600	600	-	-2 760	-82
<b>Remboursements</b>	<b>5 953</b>	<b>6 318</b>	<b>2 424</b>	<b>-3 894</b>	<b>-61,6</b>	<b>-3 529</b>	<b>-59,3</b>

Evolution de l'encours des titres de créances négociables  
(en milliards de dirhams)



Source : B.A.M.

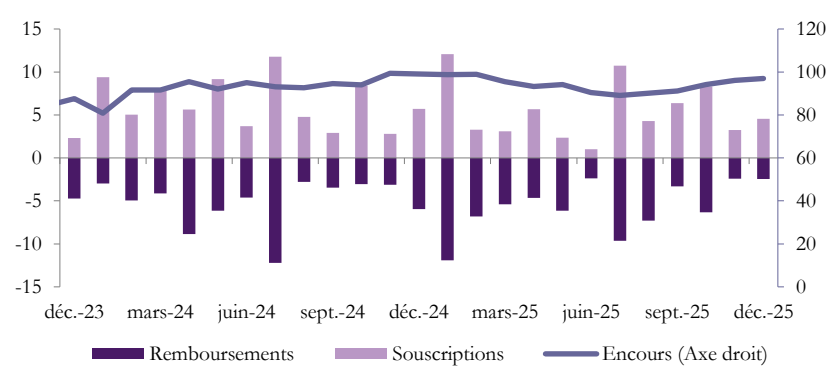
Structure de l'encours des titres de créances négociables  
(en %)



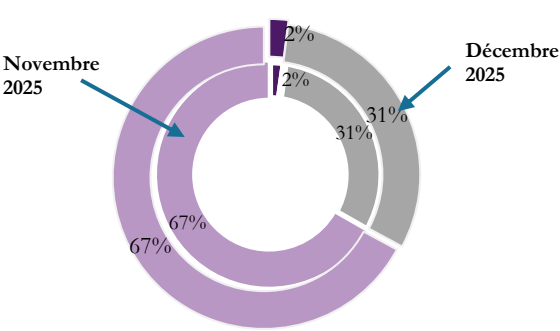
# Marché des bons du Trésor

	En millions de dirhams			Variation			
	Décembre 2024	Novembre 2025	Décembre 2025	Décembre 2025 / Novembre 2025		Décembre 2025 / Décembre 2024	
				En valeur	En %	En valeur	En %
<b>Encours</b>	<b>753 604,0</b>	<b>794 387,5</b>	<b>787 339,8</b>	<b>-7 047,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>33 735,8</b>	<b>4,5</b>
13 semaines	400	550		-550		-400	612,5
26 semaines	904	2 400	2 850	450	18,8	1 946	215,3
52 semaines	7 983	14 754	13 114	-1 640	-11,1	5 131	64,3
2 ans	95 323	100 083	100 410	328	0,3	5 087	5,3
5 ans	135 181	146 241	142 476	-3 764	-2,6	7 295	5,4
10 ans	165 251	171 872	170 002	-1 870	-1,1	4 751	2,9
15 ans	173 678	177 771	177 771	-	-	4 093	2,4
20 ans	103 928	105 063	105 063	-	-	1 135	1,1
30 ans	70 955	75 654	75 654	-	-	4 699	6,6
<b>Souscriptions</b>	<b>2 509</b>	<b>20 132,2</b>	<b>7 615,4</b>	<b>-12 516,8</b>	<b>-62,2</b>	<b>5 106,4</b>	<b>203,5</b>
13 semaines	100					-100	
26 semaines	-	1 350	450	-900	-66,7	450	
52 semaines	600	1 300		-1 300		-600	
2 ans	400	7 338	7 165	-173	-2,4	6 765,4	1 691,4
5 ans	400	9 144		-9 144		-400	
10 ans		1 000		-1 000			
15 ans							
20 ans	1 009					-1 009	
30 ans	-						
<b>Remboursements</b>	<b>7 731</b>	<b>14 015,4</b>	<b>14 663,1</b>	<b>647,7</b>	<b>4,6</b>	<b>6 932,1</b>	<b>89,7</b>

Evolution de l'encours des titres de bons du Trésor  
(En milliards de dirhams)



Structure de l'encours des titres de bons du Trésor



▪ Court terme ▪ Moyen terme ■ Long terme

Source : B.A.M.

## VIII. EVOLUTION DE L'INFLATION

### Évolution à fin décembre 2025

En décembre 2025, l'indice des prix à la consommation (IPC) a enregistré un repli de 0,1% par rapport au mois précédent. Cette évolution traduit notamment le recul de 0,2% de l'indicateur de l'inflation sous-jacente, reflétant en majeure partie la baisse de 0,6% de sa composante alimentaire, tirée elle-même par la diminution de 4,7% des prix des « huiles ». En parallèle, les prix des carburants et lubrifiants se sont contractés de 0,5%. En revanche, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont augmenté de 0,5%, avec en particulier des hausses de 3,8% pour les « légumes frais », de 3,3% pour les « poissons frais » et de 1,3% pour les « fruits frais ». Pour leur part, les tarifs réglementés sont restés stables d'un mois à l'autre.

En variation annuelle, l'inflation s'est stabilisée à -0,3% en décembre. Sa composante sous-jacente est ressortie à -1,1%, après -1% un mois auparavant, tirée exclusivement par l'accentuation du recul des prix des biens échangeables à 2,8% après 2,2%.

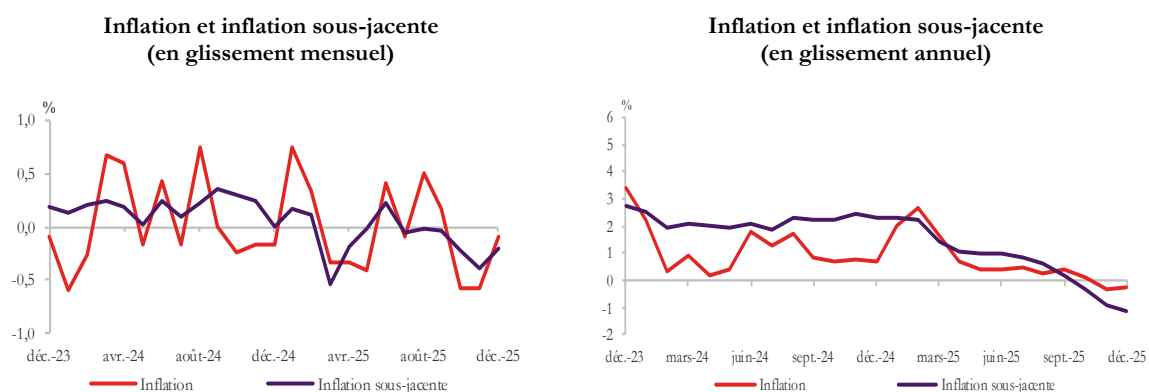
La distinction entre biens et services inclus dans le panier de l'IPC indique que le rythme de progression des prix s'est stabilisé à 0,9% pour les services et à -0,7% pour les biens. L'évolution des prix de ces derniers recouvre, d'une part, une accentuation du repli des prix des biens transformés hors carburants et lubrifiants de 1,4% à 1,8%, et de l'autre, une accélération de la hausse des prix des biens non transformés de 0,6% à 1,8%.

**Sur l'ensemble de l'année 2025, l'inflation s'est établie à 0,8%, après 0,9% en 2024. Ce ralentissement est lié principalement au recul de l'inflation sous-jacente de 2,2% à 0,7%, en lien avec l'évolution de sa composante alimentaire. Celle-ci a affiché une stagnation, au lieu d'une hausse de 2,9% un an auparavant, résultant de l'amélioration de l'offre de certains produits alimentaires. De même, le repli des prix des carburants et lubrifiants s'est accentué de 3,4% à 9,7%. Quant aux prix des produits alimentaires à prix volatils, ils se sont accrus de 2,4%, après une baisse de 2,9%, alors que le rythme de hausse des tarifs des produits réglementés s'est stabilisé à 1,2%.**

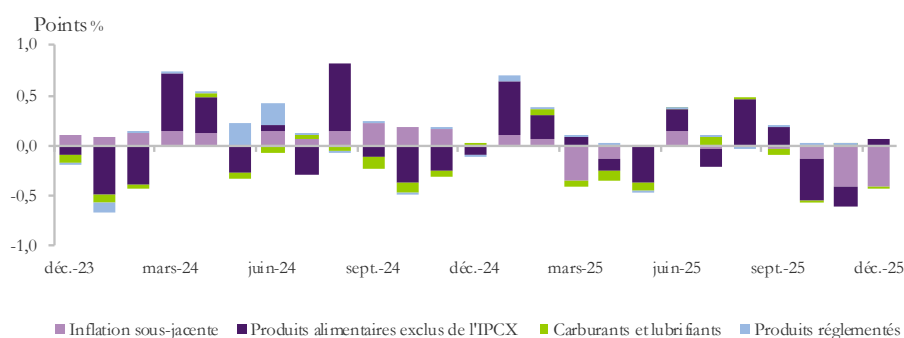
S'agissant des prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole, ils ont enregistré une contraction mensuelle de 0,1% en décembre, reflétant principalement des baisses de 0,7% dans les « industries alimentaires » et de 0,4% dans l'« industrie automobile ». En revanche, les prix à la production ont augmenté de 1,1% dans la branche de la « fabrication de boissons » et de 0,5% dans celle de l'« industrie d'habillement ». En glissement annuel, les prix à la production hors raffinage se sont accrus de 0,2% en décembre, après 0,1% en novembre.

**En moyenne sur l'ensemble de l'année 2025, les prix à la production ont connu une progression de 0,1%, au lieu d'un repli de 1% une année auparavant, tirée dans une large mesure par la hausse des prix de l'« industrie chimique » de 1%, après une baisse de 5,3%.**

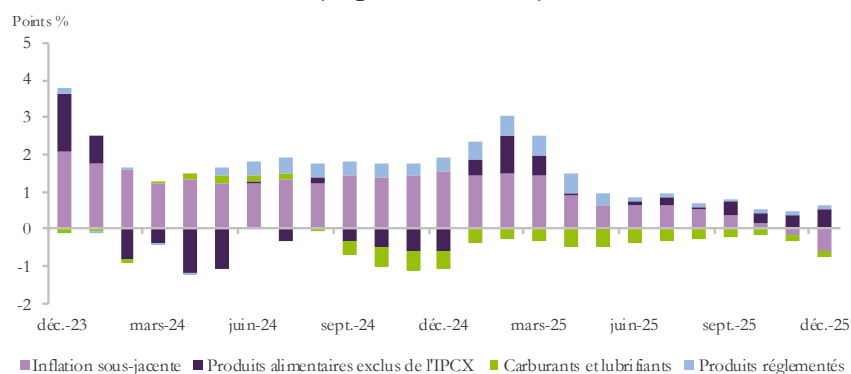
## Evolution de l'inflation et de ses composantes



### Contributions des principales composantes à l'inflation (en glissement mensuel)



### Contributions des principales composantes à l'inflation (en glissement annuel)



Sources : HCP et calculs de B.A.M.

## Evolution de l'inflation et de ses composantes

	Variation mensuelle (%)		Variation annuelle (%)		
	nov. 25	déc. 25	nov. 25	déc. 25	2025
<b>Inflation</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,8</b>
Produits alimentaires à prix volatils	-1,5	0,5	2,8	4,0	2,4
Produits réglementés	0,0	0,0	0,5	0,5	1,2
Carburants et lubrifiants	0,2	-0,5	-4,2	-5,0	-9,7
<b>Inflation sous-jacente</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,7</b>
Produits alimentaires inclus dans l'inflation sous-jacente	-1,0	-0,6	-3,6	-4,2	0,0
Articles d'habillement et chaussures	-0,2	0,1	0,7	0,9	0,9
Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles <sup>1</sup>	0,1	0,0	1,2	1,0	1,1
Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,1	0,7	0,7	0,5
Santé <sup>1</sup>	0,0	-0,1	-0,1	0,0	-0,7
Transport <sup>2</sup>	-0,2	0,1	-0,7	-0,2	0,8
Communication	0,0	0,0	-0,3	-0,4	-0,2
Loisirs et cultures <sup>1</sup>	-0,1	0,0	-0,9	-0,8	-0,7
Enseignement	0,0	0,0	2,1	2,1	2,3
Restaurants et hôtels	0,0	0,5	2,5	2,8	3,3
Biens et services divers <sup>1</sup>	0,3	0,1	1,7	1,8	1,6

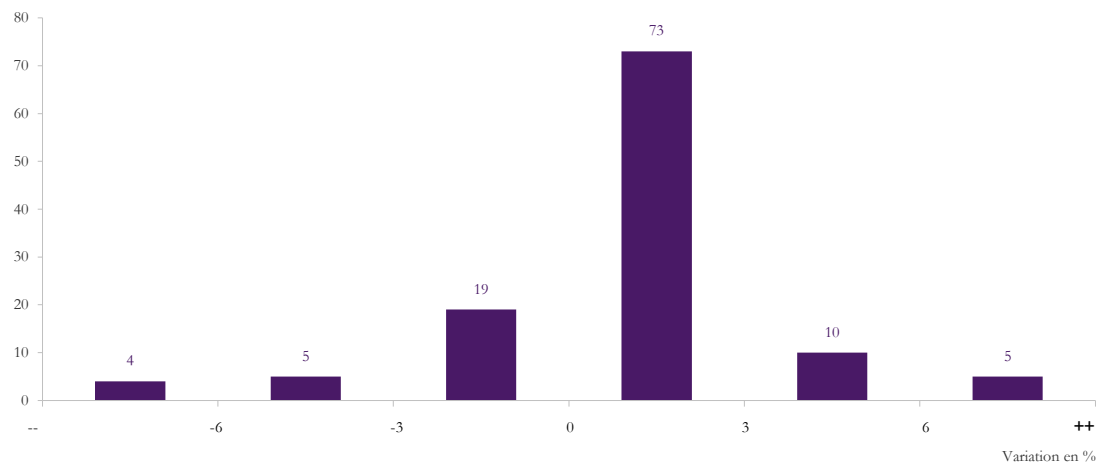
Sources : HCP et calculs BAM

(1) Hors produits réglementés.

(2) Hors produits réglementés et hors carburants et lubrifiants.

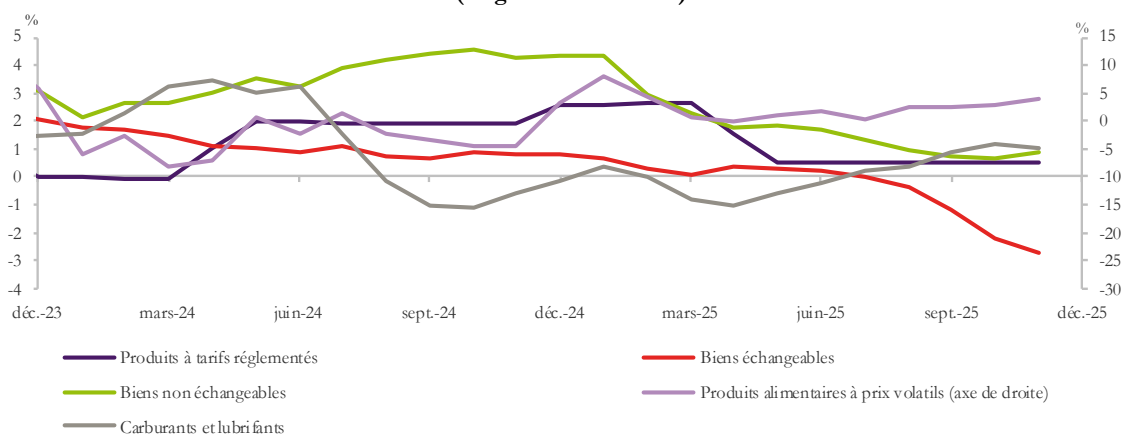
## Evolution de l'inflation et de ses composantes

Distribution des taux de variations annuelles des prix des 116 sections de l'IPC en décembre 2025



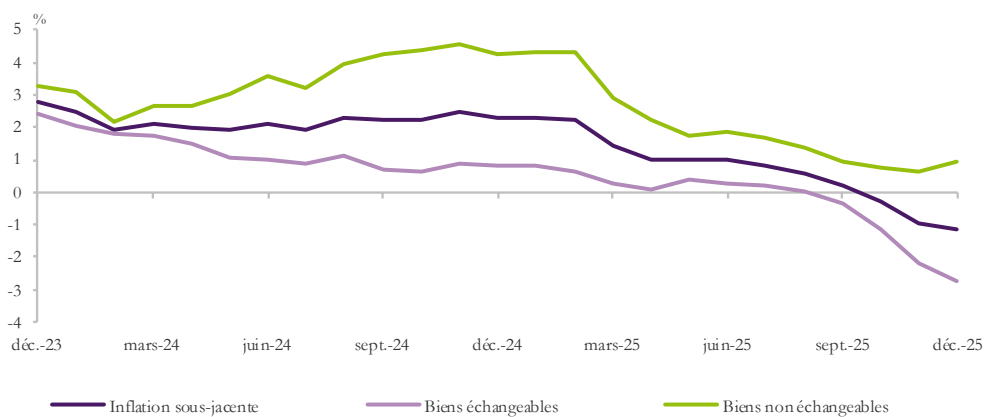
## Prix des biens échangeables (IPCXE) et non échangeables (IPCXNE)

Evolution des prix par catégorie de produits  
(en glissement annuel)



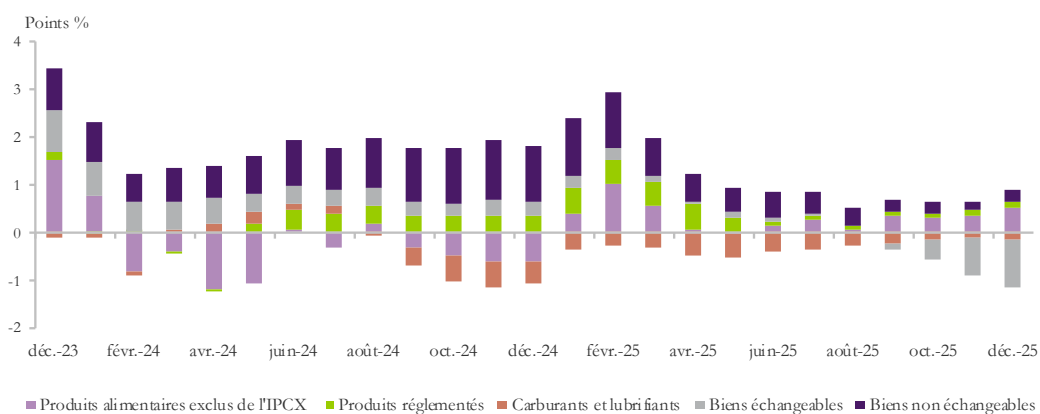


**Indice de l'inflation sous-jacente, IPCXE et IPCXNE  
(en glissement annuel)**



Sources : HCP et calculs de BAM.

**Contribution des prix des biens échangeables et non échangeables  
hors produits volatils et réglementés à l'inflation (en glissement annuel)**



Sources : HCP et calculs de BAM.

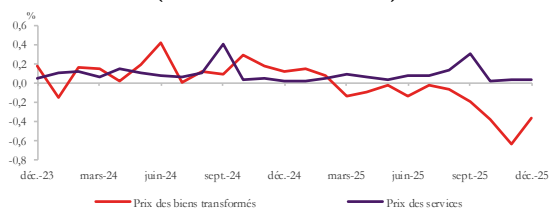
## Evolution des prix des biens et services

**Evolution des prix des biens et des services**

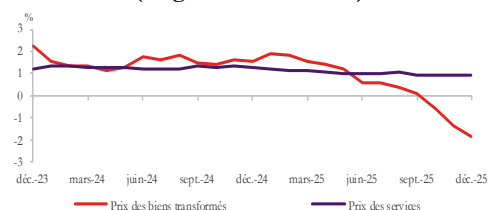
	Variation mensuelle (en %)		Variation annuelle (en %)	
	nov. 25	déc. 25	nov. 25	déc. 25
<b>Inflation</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,3</b>
Biens transformés*	-0,6	-0,4	-1,4	-1,8
Services	0,0	0,0	0,9	0,9
Biens non transformés	-1,0	0,5	0,6	1,8
Carburants et lubrifiants	0,2	-0,5	-4,2	-5,0

\* Hors carburants et lubrifiants.

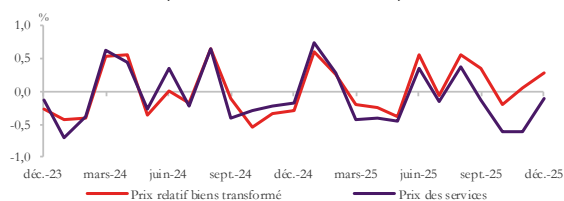
**Prix des biens transformés et des services  
(en variation mensuelle)**



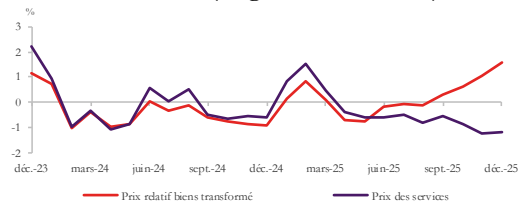
**Prix des biens transformés et des services  
(en glissement annuel)**



**Prix relatifs\* des biens transformés et des services  
(en variation mensuelle)**



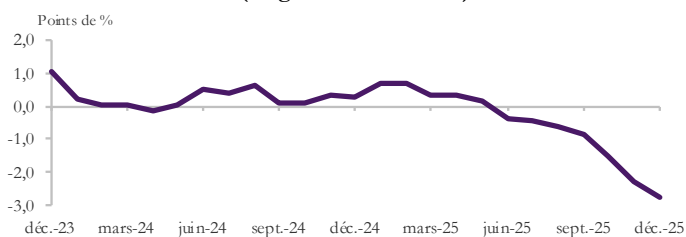
**Prix relatifs\* des biens transformés et des services  
(en glissement annuel)**



(\*) Il s'agit de l'écart entre le taux d'inflation des biens transformés/services et le taux d'inflation.

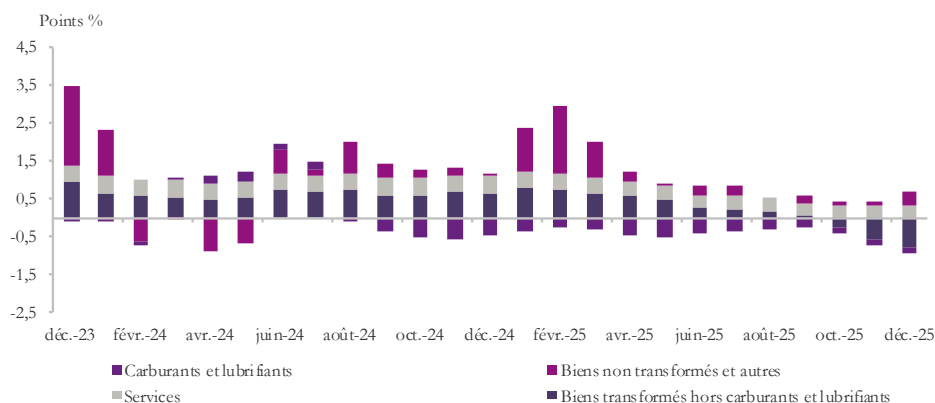
Sources : HCP et calculs de B.A.M.

**Ecart des taux d'inflation entre biens transformés et services  
(en glissement annuel)**



Sources : HCP et calculs B.A.M.

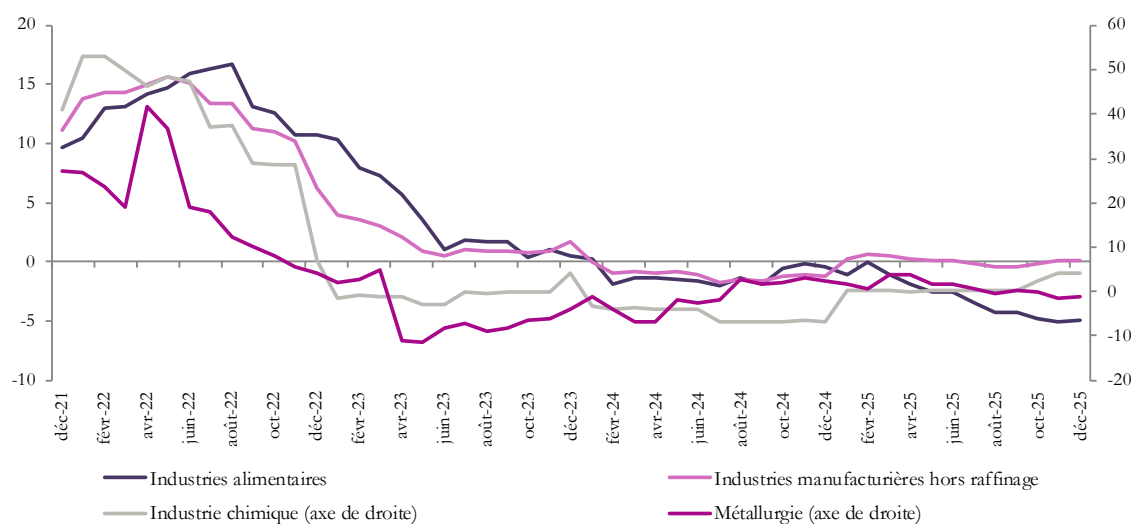
**Contributions des biens et services à l'inflation**



Sources : HCP et calculs de B.A.M.

## Prix à la production industrielle

Indices des prix à la production manufacturière hors raffinage de pétrole  
(en glissement annuel)



Source : HCP.

**Dépôt légal : 2025PE0050**

**ISSN : 3119-6179**

**E-ISSN: 3119-6306**

**BANK AL-MAGHRIB**

**Direction Etudes Economiques**

**Adresse postale : 277, Avenue Mohammed V - B.P. 445 - Rabat**

**Téléphone : +212 (0) 537 57 41 05**

**Email : [dee@bkam.ma](mailto:dee@bkam.ma)**

**Web : [www.bkam.ma](http://www.bkam.ma)**

