



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 78 / 2026

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 17 MARS 2026

Dépôt légal : 2025/0033

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

 @BankAlMaghrib

SOMMAIRE

PRÉAMBULE

COMMUNIQUÉ DE PRESSE	7
APERÇU GÉNÉRAL	10
1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX	17
1.1 Activité économique et emploi	17
1.2 Conditions monétaires et financières	19
1.3 Prix des matières premières et inflation	21
2. Comptes extérieurs	24
2.1 Balance commerciale	24
2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes	27
2.3 Compte financier	27
3. MONNAIE, CRÉDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS	29
3.1 Conditions monétaires	29
3.2 Prix des actifs	33
4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE	36
4.1 Recettes ordinaires	36
4.2 Dépenses	37
4.3 Déficit et financement du Trésor	38
5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL	43
5.1 Demande intérieure	43
5.2 Demande extérieure	44
5.3 Offre globale	44
5.4 Marché du travail et capacités de production	45
6. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION	48
6.1 Évolution de l'inflation	48
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation	51
6.3 Anticipations de l'inflation	52
6.4 Prix à la production	53
7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME	54
Synthèse	54
7.1 Hypothèses sous-jacentes	57
7.2 Projections macroéconomiques	61
7.3 Balance des risques	65
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	66
LISTE DES GRAPHIQUES	68
LISTE DES TABLEAUX	69
LISTE DES ENCADRÉS	70



بنك المغرب
بنك المغرب

PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

Le Wali, Président

Le Directeur Général

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

Mme Mouna CHERKAoui

M. Mohammed DAIRI

Mme Najat EL MEKKAoui

M. Larabi JAÏDI

M. Mustapha MOUSSAOUI

M. Fathallah OUALALOU

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

بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 17 mars 2026

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 17 mars sa première réunion trimestrielle de l'année 2026.
2. Lors de cette session, il a analysé l'évolution de la conjoncture économique nationale et internationale ainsi que les projections macroéconomiques à moyen terme de la Banque. Il s'est attardé sur les développements récents liés à la guerre au Moyen-Orient qui accentuent l'incertitude déjà élevée, en lien notamment avec le conflit en Ukraine et la politique commerciale américaine, et mettent ainsi à rude épreuve la résilience affichée par l'économie mondiale ces dernières années. Les conséquences de cette guerre, déjà perceptibles sur les marchés financiers et sur les cours des matières premières, en particulier ceux de l'énergie, dépendront dans une large mesure de sa durée, de son étendue et de son intensité.
3. Au niveau national, cette guerre ne serait pas sans conséquence à travers notamment les canaux des comptes extérieurs et en particulier les cours de l'énergie. Selon les évaluations préliminaires de Bank Al-Maghrib, l'impact serait relativement contenu dans le scénario retenu d'un conflit de courte durée, mais pourrait s'avérer plus marqué dans le cas contraire. Cela étant, la forte dynamique des secteurs non agricoles, tirée par l'investissement dans les infrastructures économiques et sociales, devrait se poursuivre et la production agricole connaîtrait un rebond notable à la faveur des conditions climatiques exceptionnelles qui ont prévalu au cours des derniers mois.
4. S'agissant de l'inflation, elle a évolué à des niveaux bas, en lien avec l'amélioration de l'offre de certains produits alimentaires et le repli des prix des carburants. A moyen terme, elle devrait, après la dissipation de ces effets et avec la hausse des cours du pétrole prévue dans le scénario central, s'accélérer graduellement tout en restant à des niveaux modérés. Ainsi, elle ressortirait quasi stable d'une année à l'autre à 0,8% en 2026, puis atteindrait 1,4% en 2027.
5. Quant aux anticipations d'inflation, elles se sont inscrites en baisse, les experts du secteur financier interrogés avant le déclenchement de la guerre en Iran dans le cadre de l'enquête trimestrielle de Bank Al-Maghrib, tablant au premier trimestre 2026 sur un taux moyen de 1,5% à l'horizon de 8 trimestres et de 1,8% à celui de 12 trimestres.
6. Sur le volet de la transmission des précédentes décisions du Conseil, le recul cumulé des taux débiteurs assortissant les crédits bancaires au secteur non financier entre le début de l'assouplissement monétaire en juin 2024 et le quatrième trimestre 2025 ressort à 61 points de base (pb) contre 75 pb pour le taux directeur.
7. Tenant compte (i) de la poursuite de la dynamique notable de l'activité économique ; (ii) des niveaux modérés prévus de l'inflation ; et (iii) de la forte incertitude entourant les perspectives au niveau international ainsi que des résultats des stress tests réalisés par BAM pour l'économie nationale, le Conseil a jugé approprié de maintenir le taux directeur inchangé à 2,25%. Il continuera de suivre de près

la conjoncture interne et externe et en particulier les développements au Moyen-Orient ainsi que leurs conséquences sur l'activité économique et l'inflation, et de fonder ses décisions, réunion par réunion, sur la base des données les plus actualisées.

8. Sur les marchés internationaux des matières premières, les perspectives d'évolution des cours restent très incertaines et soumises à des pressions haussières. Le prix du Brent en particulier devrait, selon le scénario central retenu par Bank Al-Maghrib, s'accroître de 68,1 dollars le baril en moyenne en 2025 à 78,9 dollars en 2026 avant de se replier à 64,5 dollars en 2027. Pour le phosphate et ses dérivés, les cours du DAP d'origine marocaine devraient, selon les estimations de la Commodities Research Unit (CRU), augmenter à 816 dollars la tonne en 2026, portés par, outre la poursuite des restrictions sur les exportations chinoises, les perturbations du commerce mondial des engrais et des intrants essentiels à leur production, avant de revenir à 703 dollars en 2027. En revanche, les prix du phosphate brut devraient s'inscrire en légère baisse sur l'horizon de prévision. S'agissant des prix des produits alimentaires, après un accroissement de 4,3% en 2025, l'indice FAO devrait connaître un repli de 2,3% cette année avant de rebondir à nouveau de 3,4% en 2027.
9. En ce qui concerne la croissance de l'économie mondiale, elle se serait établie à 3,3% en 2025 et devrait revenir à 2,9% cette année, avant d'augmenter à 3,1% en 2027. Dans les principales économies avancées, elle devrait rester robuste aux Etats-Unis, ressortant à 2,3% en 2026, quasi inchangée par rapport à 2025, avant de ralentir à 1,9% en 2027, en lien en particulier avec les risques géopolitiques et budgétaires ainsi qu'avec l'incertitude entourant les élections de mi-mandat. Dans la zone euro, elle devrait décélérer de 1,5% en 2025 à 1,1% en 2026 puis passer à 1,5% en 2027, sous l'effet notamment de l'assouplissement budgétaire attendu en Allemagne. Au niveau des principaux pays émergents, après avoir atteint l'objectif de 5% en 2025, la croissance en Chine, pâtissant de ses défis structurels, devrait se modérer à 4,5% à moyen terme ; et en Inde, le rythme de l'activité ralentirait de 7,7% en 2025 à 6,4% en 2026 résultat de l'affaiblissement prévu de la demande extérieure avant de se redresser à 6,7% en 2027.
10. Dans ce contexte, l'inflation mondiale devrait s'accélérer temporairement à 3,3% en 2026, avant de ressortir à 2,9% l'année suivante. Dans les grandes économies avancées, elle se situerait à un niveau légèrement au-dessus de la cible de 2% en 2026 dans la zone euro avant de s'en approcher en 2027, tandis qu'aux Etats-Unis, elle continuerait d'évoluer au-dessus de l'objectif de la FED, s'établissant à 3,2% cette année, puis à 2,3% en 2027.
11. Concernant l'orientation des politiques monétaires dans les principales économies avancées, la BCE a décidé, lors de sa réunion des 4 et 5 février, de garder ses taux inchangés pour la cinquième fois consécutive. De même, la FED a maintenu, à l'issue de sa réunion des 27 et 28 janvier, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [3,50%-3,75%] et ce, après trois baisses en 2025.
12. Au niveau national, les conditions climatiques très favorables ayant prévalu cette année devraient se traduire par une nette hausse de la production agricole. La récolte des trois principales céréales atteindrait, selon les estimations de Bank Al-Maghrib basées sur une superficie emblavée de 3,9 millions d'hectares, 82 millions de quintaux. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib table, après une progression qui aurait atteint 5% en 2025, sur un rebond de la valeur ajoutée agricole de 14,4% en 2026, suivi d'un recul de

5,3% en 2027 sous l'hypothèse d'un retour à une campagne céréalière moyenne. En regard, à la faveur notamment de la dynamique de l'investissement dans les infrastructures économiques et sociales, la croissance des activités non agricoles resterait robuste, oscillant autour de 4,5%. Au total, la croissance de l'économie nationale aurait connu une nette amélioration à 4,8% en 2025 et devrait se situer à 5,6% en 2026, avant de ralentir à 3,5% en 2027.

13. Sur le volet des comptes extérieurs, le renchérissement prévu des matières premières devrait se traduire par un creusement du déficit du compte courant de 2,3% du PIB en 2025 à 3,1% en 2026, avant une atténuation prévue à 2,5% en 2027. En effet, après avoir baissé à 107,6 milliards de dirhams en 2025, la facture énergétique devrait s'alourdir de 15,6% en 2026 puis se replier de 11,1% à 110,5 milliards en 2027. De même, les acquisitions de biens d'équipement devraient s'accroître à un rythme annuel proche de 10% à l'horizon de 2027 tirées par la dynamique prévue de l'investissement. En regard, après une contraction de 2% en 2025, les expéditions du secteur automobile progresseraient de 13,7% cette année et de 19,3% en 2027 pour atteindre 209,6 milliards en 2027. De même, les ventes de phosphate et dérivés devraient poursuivre leur tendance haussière en 2026, avec une augmentation de 19,4%, suivie d'une diminution de 8,7% en 2027 à 108,8 milliards de dirhams. En parallèle, après des performances exceptionnelles en 2025, les recettes de voyages continueraient de s'améliorer pour atteindre 158,2 milliards en 2027 et les transferts des MRE se consolideraient pour se situer autour de 129 milliards de dirhams la même année. S'agissant des recettes d'IDE, les projections tablent sur un flux annuel équivalent à 3,5% du PIB. Au total, et tenant compte notamment des financements extérieurs prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve continueraient de se renforcer pour ressortir à 482,1 milliards en 2027, assurant l'équivalent de 5 mois et 23 jours d'importations de biens et services.
14. Concernant les conditions monétaires, le besoin de liquidité des banques s'est établi à 131,7 milliards de dirhams en 2025 et devrait se creuser graduellement pour se situer à 169,4 milliards en 2027 en lien principalement avec la progression de la monnaie fiduciaire. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte de l'évolution attendue de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, son rythme devrait s'accélérer davantage, passant de 4,7% en 2025 à 6% en 2026 avant de revenir à 5,1% en 2027. Quant à la valeur du dirham, les évaluations trimestrielles réalisées par Bank Al-Maghrib indiquent qu'elle reste globalement alignée avec les fondamentaux économiques. S'agissant du taux de change effectif, il devrait connaître une dépréciation en termes nominaux de 1,4% cette année suivie d'une légère appréciation de 0,3% en 2027. Tenant compte d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des principaux partenaires et concurrents commerciaux, il ressortirait en dépréciation en termes réels de 3,7% et 1,1% respectivement.
15. Au plan des finances publiques, l'année 2025 a connu une augmentation de 15,3% des recettes ordinaires portées par une hausse sensible des rentrées fiscales. En regard, les dépenses globales se sont alourdies de 11,8% reflétant l'accroissement de celles au titre des biens et services. Compte tenu de ces réalisations, des données de la Loi de Finances 2026 et de la programmation budgétaire triennale 2026-2028, le déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'Etat, devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, poursuivre sa trajectoire baissière, revenant de 3,6% du PIB en 2025 à 3,5% cette année puis à 3,4% en 2027.

APERÇU GENERAL

Malgré l'intensification des tensions commerciales et géopolitiques, l'économie mondiale a résisté mieux que prévu en 2025, portée par l'essor des investissements dans les technologies et l'intelligence artificielle aux Etats-Unis et en Asie, des conditions financières accommodantes et l'agilité du secteur privé. Ses perspectives restent toutefois orientées à la baisse et entourées de fortes incertitudes en lien avec l'issue de la politique commerciale américaine à la suite de la récente décision de la Cour suprême ainsi que l'éclatement, depuis le 28 février, de la guerre en Iran et son élargissement à la Région. Cette dernière a déjà entraîné des perturbations des chaînes d'approvisionnement et engendré une forte hausse des cours du pétrole ainsi qu'une forte volatilité sur les marchés financiers. Ses répercussions globales dépendront de la durée et de l'intensité du conflit.

Au dernier trimestre 2025, les données disponibles montrent un ralentissement de l'activité, une stabilisation de l'inflation au-dessus de l'objectif de la FED aux Etats-Unis et une légère diminution du taux de chômage dans la zone euro et aux Etats-Unis. Sur les marchés financiers, l'appréciation de l'euro par rapport au dollar s'est poursuivie depuis le début de l'année, mais cette tendance s'est inversée depuis le déclenchement du conflit en Iran, le dollar bénéficiant de son statut de valeur refuge. Le conflit a également entraîné une baisse des principaux marchés boursiers, et une hausse des rendements souverains. Enfin, les marchés des matières premières ont été caractérisés par une hausse notable des prix de l'énergie, tirée d'abord par les conditions hivernales difficiles puis par l'éclatement du conflit en Iran, ainsi que par celle des cours des métaux précieux, soutenue par leur statut de valeurs refuges et leur utilisation dans les technologies.

Par économie, les dernières données des comptes nationaux relatives au quatrième trimestre de 2025 font ressortir un ralentissement de **la croissance** à 1,2%, 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 1% à 1,2% en France, de 0,3% à 0,4% en Allemagne et de 0,7% à 0,8% en Italie. Aux Etats-Unis, elle a légèrement reculé, passant de 2,3% à 2% ; et ailleurs, le rythme de l'activité a notamment ralenti de 0,7% à 0,5% au Japon et de 1,2% à 1% au Royaume-Uni.

Dans les principaux pays émergents, la croissance est revenue de 4,8% au troisième trimestre à 4,5% au quatrième trimestre en Chine, reflétant principalement un affaiblissement de la consommation privée et de l'investissement. De même, elle a décéléré de 8,4% à 7,8% en Inde et de 3,8% à 3,4% en Turquie, tandis qu'elle s'est stabilisée à 1,8% au Brésil. En Russie, les données restent celles du troisième trimestre et indiquent un ralentissement de la croissance de 1,1% à 0,6%.

Sur les **marchés du travail** des économies avancées, les données du mois de février font ressortir une légère hausse du taux de chômage aux États-Unis à 4,4%, après 4,3% le mois précédent, avec une destruction de 92 mille postes après une création de 126 mille postes le mois précédent. Dans la zone euro, ce taux est ressorti en légère diminution à 6,2% en janvier, après 6,3% le mois précédent, avec des évolutions divergentes entre les pays membres. Il a reculé de 7,8% à 7,7% en France, de 5,5% à 5,1% en Italie et de 10% à 9,8% en Espagne, tandis qu'il est resté inchangé à 4% en Allemagne.

S'agissant des **places boursières** des principales économies avancées, après des performances globalement positives en 2025, la dynamique haussière des cours s'est poursuivie au cours des deux premiers mois de 2026. Le Dow Jones Industrials a ainsi augmenté de 2,4%, l'Eurostoxx de 4,2%, le FTSE 100 de 5% et le Nikkei 225 de 7,8%. Cependant, le conflit en Iran a entraîné une baisse généralisée de ces indices. Ainsi, des reculs de 6,9% pour l'Eurostoxx, de 6% pour le FTSE 100, de 4,9% pour le Dow Jones Industriel et de 8,5% pour le Nikkei 225 ont été enregistrés sur la période allant du 27 février au 13 mars. Ces évolutions se sont accompagnées d'une hausse notable de la volatilité, aussi bien sur les marchés européens qu'américains, le VSTOXX ayant augmenté de 14,7 à 19,7 entre décembre et février, et le VIX de 15 à 21,1 sur la même période. Au niveau des économies émergentes, l'indice MSCI EM a enregistré une progression de 9,2% sur les deux premiers mois de 2026, avec notamment des hausses de 2,1% pour le sous-indice chinois et de 8,7% pour celui du Brésil.

Pour les **rendements souverains**, ceux des économies avancées ont connu des évolutions disparates. Le taux à 10 ans a légèrement augmenté en janvier et février de 4 points de base (pb) à 4,1% pour les Etats-Unis, s'est stabilisé à 3% pour l'Allemagne et à 3,2% pour l'Espagne, alors qu'il a diminué de 10 pb à 3,4% pour la France et de 9 pb à 3,4% pour l'Italie. Concernant les principales économies émergentes, ce taux est resté inchangé à 1,8% pour la Chine, a reculé à 13,5% pour le Brésil et à 27,9% pour la Turquie, tandis qu'il s'est accru à 6,7% pour l'Inde. Depuis le début du conflit en Iran, les rendements souverains se sont globalement tendus, avec notamment une hausse du taux long américain de 32 pb à 4,3% entre le 27 février et le 13 mars.

Sur les marchés de change, au cours des deux premiers mois de l'année, l'euro s'est apprécié de 0,5% par rapport au dollar, en lien notamment avec les inquiétudes entourant la politique commerciale américaine et l'anticipation d'une baisse de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux. Cette tendance s'est toutefois inversée, l'euro s'étant déprécié de 3,1% contre le dollar entre le 27 février et le 13 mars, l'éclatement du conflit en Iran et la flambée des prix du pétrole stimulant la demande pour la monnaie américaine. Par rapport aux autres monnaies, l'euro a augmenté de 0,6% à fin février vis-à-vis du yen japonais, alors qu'il s'est déprécié de 0,6% face à la livre sterling. Concernant les monnaies des principales économies émergentes, elles ont connu des évolutions disparates par rapport au dollar, avec des dépréciations du renminbi chinois et du real brésilien et des appréciations de la roupie indienne et de la lire turque.

Sur le **marché des matières premières**, le prix du Brent a enregistré une hausse de 9,9% à 68,9 dollars le baril en moyenne en janvier et février, et demeure en baisse de 10,7% en comparaison annuelle, reflétant une offre abondante excédant la demande mondiale de pétrole. De même, le prix du gaz naturel sur le marché européen a augmenté de 21,2% à 11,5 \$/mmBTU, alors qu'il reste en repli de 23,4% en glissement annuel. Plus récemment, le déclenchement du conflit en Iran, le 28 février, entraînant la suspension du commerce via le détroit d'Ormuz et son élargissement à quelques pays de la Région, a provoqué un renchérissement marqué du pétrole et du gaz naturel. Le cours du Brent a en effet atteint 101,3 dollars le baril le 13 mars, soit une hausse de 42,2% par rapport au 27 février, et celui du gaz naturel a augmenté de 32,7% sur la même période.

Hors énergie, les cours ont progressé de 2,3% en janvier et février, recouvrant notamment une hausse de 8,4% des prix des métaux et minerais et une diminution de 1,3% de ceux des produits agricoles. En comparaison annuelle, ils ressortent en accroissement de 1,6%, avec en particulier un bond de 26,9% des prix des métaux et minerais et un repli de 9,7% de ceux des produits agricoles. Pour l'or en particulier, le cours a poursuivi son ascension, avec une hausse de 13,4% au cours des deux premiers mois de l'année et de 74,4% en glissement annuel, s'établissant à 4886,4 dollars l'once en moyenne. S'agissant du phosphate et dérivés, les cours ont diminué de 0,7% en janvier et février à 622,9 dollars la tonne pour le DAP et de 1,1% à 532,7 dollars pour le TSP, alors que ceux du phosphate brut sont restés stables à 152,5 dollars. En comparaison annuelle, les prix ressortent en appréciation de 5% pour le DAP et de 11,1% pour le TSP, tandis que ceux du phosphate brut sont restés inchangés.

Dans ce contexte, **l'inflation** s'est stabilisée à 2,4% en février aux Etats-Unis tandis qu'elle a affiché une accélération à 1,9% dans la zone euro, après 1,7% un mois auparavant, recouvrant notamment celles de 0,4% à 1,1% en France, de 2,4% à 2,5% en Espagne et de 1% à 1,6% en Italie, tandis qu'une légère décélération de 2,1% à 1,9% a été enregistrée en Allemagne. Dans les autres principales économies avancées, elle a sensiblement ralenti de 2,1% en décembre à 1,5% en janvier au Japon et de 3,4% à 3% au Royaume-Uni.

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%, soulignant que l'inflation devrait se rapprocher de l'objectif de 2%.

Au niveau national, les données des comptes nationaux relatives au troisième trimestre indiquent un ralentissement de la croissance économique à 4%, au lieu de 5% le même trimestre un an auparavant. Cette évolution reflète une décélération de 5,7% à 3,8% pour la valeur ajoutée non agricole et une hausse de 4,4%, après un recul de 5,1%, pour celle agricole. Du côté de la demande, sa composante intérieure a contribué positivement à la croissance à hauteur de 8,3 points de pourcentage, alors que la participation des échanges extérieurs est restée négative à 4,3 points.

Sur le **marché de travail**, l'économie nationale a créé 193 mille emplois en 2025, contre 82 mille un an auparavant. A l'exception de l'agriculture qui a accusé une perte de 41 mille emplois, les autres secteurs ont enregistré des créations atteignant 123 mille dans les services, 64 mille dans le BTP et 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% et le taux de chômage a baissé de 13,3% à 13%.

Au niveau des **comptes extérieurs**, l'année 2025 a été marquée par une poursuite de la dynamique des échanges de biens, une augmentation sensible 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 à 99,8 milliards de dirhams, les expéditions du secteur automobile s'étant, en revanche, contractées de 2% à 154,5 milliards. Les recettes de voyages se sont élevées à 138,1 milliards, en hausse de 20,6% par rapport à 2024, et les transferts des MRE ont progressé de 2,6% à 122 milliards de dirhams. En ce qui concerne les principales opérations financières, les recettes d'IDE ont marqué une nette augmentation 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 16 jours d'importations de biens et services.

Sur le premier mois de l'année 2026, le déficit commercial a connu un léger creusement, comparativement à janvier 2025, pour se situer à 25,5 milliards de dirhams, résultat d'une baisse de 2,7% des exportations et d'une quasi-stabilité des importations. En parallèle, les recettes de voyages ont marqué un accroissement de 19,3% à 11,7 milliards de dirhams et les transferts des MRE se sont situés à 9,4 milliards, en quasi-stagnation par rapport au même mois de l'année précédente. S'agissant des investissements directs, les recettes d'IDE ont diminué à 4,9 milliards et les investissements marocains à l'étranger à 2 milliards. Au total, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib ont atteint 452,6 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 19 jours d'importations de biens et services.

S'agissant des **conditions monétaires**, le besoin de liquidité des banques s'est creusé à 132,8 milliards en moyenne en janvier et février 2026 après 130,7 milliards de dirhams au quatrième trimestre de 2025. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté le volume de ses injections de 146,6 milliards à 149 milliards. Concernant le taux de change effectif réel, il s'est déprécié de 2,9% au quatrième trimestre de 2025 comparativement au trimestre précédent et le taux débiteur moyen est resté quasi-stable, en recul de 61 points depuis le début de l'assouplissement monétaire en juin 2024. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, son rythme d'accroissement annuel s'est accéléré de 4,7% au quatrième trimestre de 2025 à 5,3% en janvier.

Sur le volet 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%.

En janvier 2026, le déficit budgétaire s'est creusé à 9,6 milliards de dirhams, au lieu de 6,9 milliards un an auparavant, reflétant une baisse de 8,4% des recettes ordinaires et un allègement de 13,2% des dépenses globales. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il est ressorti excédentaire de 8,3 milliards contre 15,8 milliards un an auparavant.

Au niveau de la **Bourse de Casablanca**, après avoir terminé l'année 2025 avec une hausse de 27,6%, le MASI s'est replié de 1,7% sur les deux premiers mois de 2026. Cette évolution reflète principalement des baisses de 6,4% pour l'indice des « Bâtiments et matériaux de construction », de 6,8% pour celui des « Services de transport », de 9,7% pour la « Participation et promotion immobilière », de 5,6% pour les « Télécommunications » et de 9,9% pour les « Distributeurs ». En revanche, l'indice des « Mines » a enregistré une nette hausse de 35,3%. Dans ce contexte, la capitalisation boursière est revenue à 1 030,5 milliards en février, en repli de 1% par rapport à fin décembre 2025.

Sur le **marché immobilier**, l'indice des prix des actifs immobiliers a affiché une quasi-stagnation au quatrième trimestre 2025, après une progression de 1,5% le trimestre précédent. En parallèle, les transactions ressortent en hausse trimestrielle de 18,4%, avec des accroissements de 15% pour les biens résidentiels, de 25,4% pour le foncier et de 29,6% pour les biens à usage professionnel.

Dans ce contexte, **l'inflation** est revenue de 0,4% en moyenne au troisième trimestre à -0,2% au quatrième trimestre, ramenant sa moyenne au titre de l'année à 0,8%. Cette baisse s'est prolongée en janvier 2026, l'inflation s'étant établie à -0,8%. Cette évolution reflète principalement l'accentuation du repli de l'inflation sous-jacente à -1,5% en janvier contre -1% en moyenne au trimestre précédent, et de celui des prix des carburants à -10,7% après -5%, ainsi que l'atténuation de la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils à 2,6% au lieu de 3,5%. Les tarifs réglementés ont, pour leur part, vu leur rythme de progression passer de 0,4% à 0,5%. Pour ce qui est des anticipations d'inflation, les experts du secteur financier tablent au premier trimestre 2026 sur un taux moyen de 1,5% à l'horizon de huit trimestres, et de 1,8% à l'horizon des 12 prochains trimestres.

En termes de perspectives, la croissance mondiale devrait ralentir de 3,3% en 2025 à 2,9% en 2026, puis s'établirait à 3,1% en 2027, avec des trajectoires divergentes d'une économie à l'autre. Aux Etats-Unis, la déréglementation, les incitations fiscales et les gains de productivité associés à l'IA devraient continuer à stimuler l'activité, la croissance étant attendue à 2,3% après 2,2% en 2025, avant de ralentir à 1,9% en 2027. Dans la zone euro, après avoir atteint 1,5% en 2025, la croissance devrait se modérer à 1,1% en 2026 avant de s'accélérer à 1,5% en 2027, sous l'effet notamment de l'assouplissement budgétaire attendu en Allemagne, avec en particulier une hausse des dépenses dans les secteurs de la défense et des infrastructures.

Au Royaume-Uni, le rythme de l'activité ralentirait de 1,3% en 2025 à 0,8% en 2026, pâtissant de la faiblesse persistante de la confiance des ménages et des investisseurs, de la modération de la progression des salaires et de la consolidation budgétaire, avant de rebondir à 1,7% en 2027. Au Japon, il devrait se modérer, revenant de 1,1% en 2025 à 0,7% cette année puis à 1% en 2027, les politiques publiques du nouveau Gouvernement, en particulier celles axées sur l'investissement, nécessitant des délais longs pour produire leurs effets et soutenir l'activité.

Dans les principales économies émergentes, après avoir atteint l'objectif de croissance de 5% en 2025, le rythme de l'activité en Chine se modérerait de 4,5% en 2026 et de 4,6% en 2027, l'orientation du Gouvernement visant à soutenir la consommation, ainsi que les investissements dans l'IA et les semi-conducteurs devant soutenir la croissance. Celle-ci serait néanmoins plus lente, en raison des défis structurels liés au vieillissement de la population, aux difficultés persistantes du secteur immobilier et à une demande intérieure atone. En Inde, le rythme de l'activité devrait ralentir à 6,4% en 2026 après

7,7% en 2025, sous l'effet principalement de l'affaiblissement de la demande extérieure, avant de se redresser à 6,7% en 2027. Quant au Brésil, la croissance décélérerait de 2,7% en 2025 à 1,6% en 2026, en lien principalement avec l'orientation restrictive de la politique monétaire, et devrait rebondir à 2,1% en 2027. En Russie, elle demeurerait modeste, se maintenant autour de 1% en moyenne sur l'horizon de prévision, sous l'effet conjugué d'une consommation atone, d'une politique monétaire restrictive, d'un investissement limité dans les secteurs non militaires, ainsi que de l'impact des sanctions.

Sur les marchés des matières premières, malgré la décision de l'OPEP+ lors de sa réunion du 1^{er} mars d'augmenter sa production de 206 000 barils par jour (plus qu'attendu) à compter d'avril, et la décision du 11 mars des pays membres de l'AIE de libérer sur les marchés 400 millions de barils de pétrole provenant de leurs réserves stratégiques, le cours du Brent a nettement augmenté depuis le déclenchement du conflit en Iran. Cela étant, les prévisions retenues par la Banque reposent sur un scénario de 79 dollars le baril en moyenne en 2026 et de 64,5 dollars en 2027, similaire à celui retenu par l'EIA. Pour ce qui est du phosphate et dérivés marocains, les cours devraient, selon les projections de la Commodities Research Unit, s'accroître à 816 dollars la tonne pour le DAP et à 208 dollars pour le phosphate brut en 2026, avant de revenir à 703 dollars et 200 dollars respectivement en 2027. S'agissant des denrées alimentaires, après une progression de 4,3% en 2025, l'indice FAO ressortirait en baisse de 2,3% en 2026, reflétant principalement le repli des prix des produits laitiers, du sucre et de la viande, avant d'enregistrer une nouvelle augmentation de 3,4% en 2027.

Dans ces conditions, **l'inflation mondiale** s'accélélerait de 2,9% en 2025 à 3,3% cette année, avant de revenir à 2,9% en 2027. Dans la zone euro, malgré la persistance des prix élevés des services, la baisse des coûts de l'énergie devrait contribuer à maintenir l'inflation autour de l'objectif de la BCE sur l'horizon de prévision, alors qu'aux Etats-Unis, elle resterait au-dessus de l'objectif de la Fed, oscillant autour de 2,7% en moyenne sur l'horizon de prévision.

Au niveau national, l'année 2025 a été marquée par une poursuite de la dynamique des échanges extérieurs de biens, avec des hausses de 2,8% des exportations et de 8% des importations, une augmentation sensible des recettes de voyages à 138,1 milliards de dirhams, ainsi que par une consolidation des transferts des MRE à 122 milliards. Le déficit du compte courant aurait ainsi terminé l'année à près de 2,3% du PIB, après 1,2% en 2024. Par ailleurs, les recettes d'IDE ont connu une nette amélioration à 56,1 milliards, soit près de 3,3% du PIB. Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserve se sont renforcés à 443,3 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 16 jours d'importations de biens et services.

Sur l'horizon de prévision, le rythme des exportations devrait s'accélérer à 10,7% en 2026 et à 6,9% en 2027, en lien avec la reprise prévue du secteur automobile dont les expéditions atteindraient 209,6 milliards de dirhams à l'horizon de 2027. En parallèle, les importations devraient voir leur rythme d'accroissement s'accélérer à 8,5% en 2026 avant de ralentir à 4,9% en 2027, avec en particulier une décélération de la progression des acquisitions de biens d'équipement. En parallèle, les recettes de voyages augmenteraient de 8,2% en 2026 et de 5,9% en 2027 pour atteindre 158,2 milliards et les transferts des MRE s'amélioreraient de 3,7% en 2026 puis de 2% en 2027 pour s'établir à 129 milliards. Le déficit du compte courant se situerait ainsi autour de 3,1% en 2026 et de 2,5% en 2027. S'agissant des IDE, les projections tablent sur un flux de recettes équivalent à 3,5% du PIB à moyen terme.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve se renforceraient à 473,4 milliards à fin 2026 puis à 482,1 milliards à fin 2027, représentant l'équivalent de 5 mois et 20 jours et 5 mois et 23 jours d'importations de biens et services respectivement.

S'agissant des **conditions monétaires**, le déficit de liquidité bancaire devrait se creuser à 148,3 milliards en 2026 et à 169,4 milliards en 2027, en lien notamment avec la progression des billets et monnaies en circulation. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, son rythme de progression devrait s'accélérer de 4,7% en 2025 à 6% en 2026 avant de revenir à 5,1% en 2027. Pour sa part, le taux de change effectif réel devrait se déprécier à moyen terme, après son appréciation en 2025.

Au niveau des **finances publiques**, après s'être établi à 3,6% du PIB en 2025, le déficit budgétaire devrait s'atténuer à 3,5% en 2026 et à 3,4% en 2027. Ces projections tiennent compte notamment de la Loi de Finances 2026, de la programmation budgétaire triennale 2026-2028 et des nouvelles prévisions macroéconomiques de BAM.

Pour ce qui est de **l'activité économique**, après une progression de 3,8% en 2024, la croissance aurait marqué une nette accélération pour se situer à 4,8% en 2025, recouvrant, d'une part, une hausse de 5% de la valeur ajoutée agricole, et d'autre part, une amélioration de 4,7% de celle non agricole. A moyen terme, les activités non agricoles devraient maintenir leur dynamique, avec des progressions de 4,6% cette année et de 4,5% en 2027. Pour sa part, la valeur ajoutée agricole enregistrerait un bond de 14,4% en 2026, tenant compte d'une récolte céréalière estimée par BAM à 82 millions de quintaux (MQx), suivie d'une baisse de 5,3% en 2027, sous l'hypothèse d'un retour à une campagne céréalière moyenne. Au total, la croissance marquerait une nette accélération à 5,6% cette année puis reviendrait à 3,5% en 2027. Du côté de la demande, sa composante intérieure continuerait de tirer la croissance alors que la participation des exportations nettes resterait négative.

Dans ce contexte, **l'inflation** se maintiendrait à 0,8% en 2026, avant de s'accélérer à 1,4% en 2027. Sa composante sous-jacente ressortirait à 0,2% cette année, avant de remonter à 1,6% en 2027.

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

Pour ce qui est de la croissance de l'économie nationale, les risques baissiers sont liés principalement à une production céréalière qui demeure tributaire des conditions climatiques, ainsi qu'aux répercussions des inondations enregistrées dans certaines régions sur la production agricole. En outre, un ralentissement plus prononcé de la croissance mondiale, dans un environnement international marqué par de fortes incertitudes, notamment en lien avec la recrudescence des tensions géopolitiques, pourrait affecter la croissance à la baisse.

S'agissant de l'inflation, les perspectives restent incertaines, avec des risques globalement orientés à la hausse. Une remontée plus importante du cours du pétrole en cas du prolongement du conflit au Moyen-Orient ainsi que d'éventuelles perturbations des chaînes d'approvisionnement à l'échelle internationale, pourraient engendrer des pressions inflationnistes supplémentaires. Toutefois, la persistance du repli du prix de certains produits alimentaires pourrait contrebalancer dans une certaine mesure cet impact.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Malgré les tensions commerciales et géopolitiques, l'économie mondiale a mieux résisté que prévu en 2025, portée par l'essor des investissements dans les technologies liées à l'intelligence artificielle (IA) aux Etats-Unis et en Asie, des conditions financières accommodantes et l'agilité du secteur privé. Les marchés du travail des économies avancées sont demeurés dans l'ensemble solides, bien qu'ils montrent des signes de normalisation, en particulier aux Etats-Unis. Parallèlement, l'inflation s'est globalement modérée, mais à des rythmes différenciés, bénéficiant notamment du reflux des prix de l'énergie.

L'économie mondiale aborde l'année 2026 dans un environnement marqué par une grande incertitude, alimentée par les développements récents de la politique commerciale américaine¹ et, depuis le 28 février, par l'éclosion de la guerre en Iran. Ce conflit a entraîné de fortes perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales, notamment des produits énergétiques, et une volatilité accrue sur les marchés financiers. Les répercussions économiques globales dépendront de la durée et de l'ampleur du conflit.

Les dernières données disponibles suggèrent un ralentissement de l'activité économique au dernier trimestre 2025 dans les grandes économies, une stabilisation de l'inflation au-dessus de l'objectif de la FED aux Etats-Unis, et une légère diminution du taux de chômage dans la zone euro. Sur les marchés financiers, l'appréciation de l'euro par rapport au dollar s'est poursuivie depuis le début de l'année, mais cette tendance s'est inversée depuis le déclenchement du conflit en Iran, le dollar bénéficiant de son statut de valeur refuge. Le conflit a également entraîné une baisse des principaux indices boursiers, et une hausse des rendements souverains. Enfin, les marchés des matières premières ont été caractérisés par une progression notable des prix de l'énergie, tirée d'abord par les conditions hivernales difficiles puis par l'éclosion du conflit en Iran, ainsi que par celle des cours des métaux précieux, soutenue par leur statut de valeurs refuges et leur utilisation dans les technologies.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

En 2025, l'économie mondiale a fait preuve d'une résilience notable dans un environnement marqué par un niveau élevé d'incertitude politique. Cette performance a notamment été soutenue par des approvisionnements préventifs en anticipation des hausses tarifaires, une amélioration des conditions financières mondiales et un soutien budgétaire accru dans plusieurs grandes économies. Les évolutions restent toutefois hétérogènes d'un pays à l'autre.

Les données récentes des comptes nationaux relatives au quatrième trimestre de 2025 font ressortir un ralentissement de la croissance aux États-Unis, à 2% après 2,3% un trimestre auparavant. Dans la zone euro, le rythme de l'activité a également décéléré, passant de 1,4% à 1,2%, avec toutefois des évolutions disparates entre les pays membres. Il a ainsi légèrement baissé de 2,7% à 2,6% en Espagne, tandis qu'il s'est accéléré de 1% à 1,2% en France, de 0,7% à 0,8% en Italie et de 0,3% à 0,4% en Allemagne. Dans les

¹ Le 20 février, la Cour suprême des États-Unis a invalidé les droits de douane imposés par Donald Trump en vertu de la Loi sur les pouvoirs économiques d'urgence internationaux (IEEPA). Il s'agit des tarifs « réciproques » imposés à de nombreux pays en raison du niveau de leur balance commerciale avec les États-Unis, ainsi que des tarifs liés au trafic de fentanyl imposés au Canada, au Mexique et à la Chine. Le président américain a réagi le jour même en s'appuyant cette fois-ci sur le « Trade Act de 1974 », qui lui permet d'instaurer un droit de douane général supplémentaire de 10% pour une durée de 150 jours, à moins d'une validation par le Congrès qui permettrait de le pérenniser. Ce tarif est entré en vigueur le 24 février et l'exécutif envisage de le relever à son niveau maximum, soit 15%.

autres grandes économies avancées, la croissance a ralenti à 1% au quatrième trimestre au Royaume-Uni, contre 1,2% un trimestre auparavant, et à 0,5% au lieu de 0,7% au Japon.

Dans les économies émergentes, le rythme de l'activité a décéléré en Chine au quatrième trimestre à 4,5% après 4,8% un trimestre auparavant, reflétant principalement un affaiblissement de la consommation privée et de l'investissement. De même, il a ralenti de 8,4% à 7,8% en Inde et de 3,8% à 3,4% en Turquie, tandis qu'il s'est stabilisé à 1,8% au Brésil. En Russie, les données relatives au troisième trimestre indiquent un ralentissement de la croissance à 0,6% contre 1,1% le trimestre précédent.

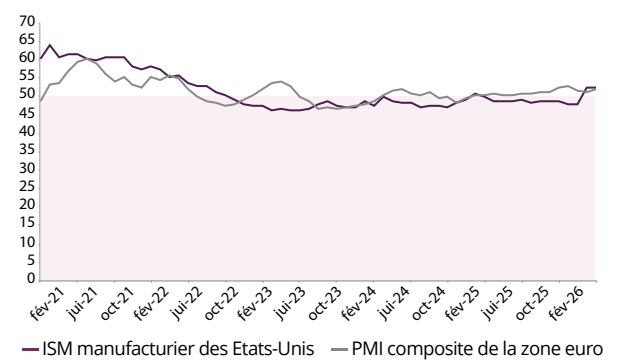
Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel (en %)

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

Source : Thomson Reuters Eikon et Eurostat.

Concernant les indicateurs avancés de l'activité, l'indice PMI composite de la zone euro s'est redressé à 51,9 en février contre 51,3 en janvier, tandis que l'ISM manufacturier américain a légèrement reculé de 52,6 à 52,4 sur la même période.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

1.1.2 Marché de l'emploi

Les signes de détente aux Etats-Unis se sont renforcés avec une perte de 92 mille postes en février après une création de 126 mille postes le mois précédent, et le taux de chômage a légèrement augmenté, passant de 4,3% à 4,4%. Dans la zone euro, le taux de chômage est ressorti en diminution à 6,2% en janvier après 6,3% le mois précédent, avec des évolutions disparates entre pays membres. Il est demeuré inchangé à 4% en Allemagne, tandis qu'il a reculé à 7,7% en France, à 9,8% en Espagne et à 5,1% en Italie. En revanche, au Royaume-Uni, les données de décembre indiquent une hausse du taux de chômage à 5,2%, soit le niveau le plus élevé depuis près de 5 ans.

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

(en %)	2023	2024	2025	2026	
			Déc.	Janv.	Fév.
Etats-Unis	3,6	4,0	4,4	4,3	4,4
Zone euro	6,6	6,4	6,3	6,2	N.D
France	7,3	7,4	7,8	7,7	N.D
Allemagne	3,1	3,4	4,0	4,0	N.D
Italie	7,7	6,5	5,5	5,1	N.D
Espagne	12,2	11,4	10,0	9,8	N.D
Royaume-Uni	4,1	4,3	5,2	N.D	N.D

Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

1.2.1 Décisions de politiques monétaires

Lors de sa réunion des 27 et 28 janvier, la FED a maintenu inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [3,50%-3,75%], 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.

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. De même, la Banque du Japon a décidé le 23 janvier de garder inchangé son taux directeur à 0,75%.

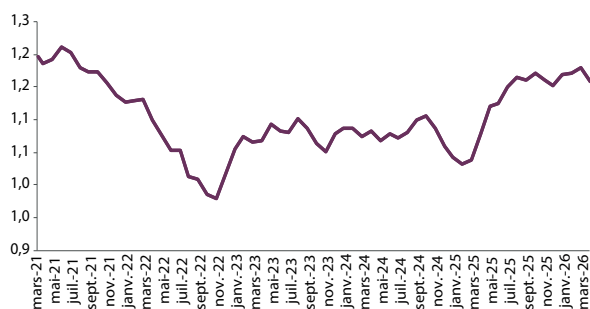
Dans les principales économies émergentes, les banques centrales de Chine, d'Inde, du Brésil et de Turquie ont maintenu leurs taux directeurs inchangés lors de leurs dernières réunions². En revanche, celle de Russie a abaissé en février son taux directeur de 50 points de base (pb) à 15,5%.

1.2.2 Marchés financiers

Au cours des deux premiers mois de 2026, l'euro a poursuivi son appréciation vis-à-vis du dollar américain avec un gain de 0,5% à 1,18 dollar, dans un contexte d'anticipations de nouvelles baisses de la fourchette cible de la FED et d'incertitudes accrues liées à la politique commerciale américaine. Cette tendance s'est toutefois inversée, l'euro se dépréciant de 3,1% contre le dollar entre le 27 février et le 13 mars, l'éclatement du conflit en Iran et la flambée des prix du pétrole stimulant la demande pour la monnaie américaine. Par rapport aux autres monnaies, à fin février, l'euro s'est apprécié de 0,6% face au yen japonais, tandis qu'il s'est déprécié de 0,6% par rapport à la livre sterling. Pour ce qui est des monnaies des principales économies émergentes, elles ont affiché, au cours des deux premiers mois de 2026, des évolutions divergentes face au dollar avec une dépréciation du renminbi chinois (-1,4%) et du real brésilien (-3,5%), alors que des appréciations ont été enregistrées pour la roupie indienne (+0,9%) et la livre turque (+1,8%).

² Janvier 2026 pour le Brésil, février pour la Chine et l'Inde et mars pour la Turquie.

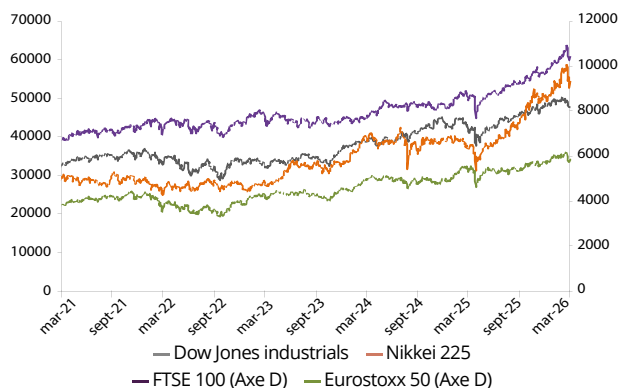
Graphique 1.2 : Evolution du taux de change euro/dollar



Source : Thomson Reuters Eikon.

Les marchés actions des principales économies avancées ont continué d'afficher des performances positives au cours des deux premiers mois de 2026, malgré un net regain de volatilité. L'Eurostoxx a progressé de 4,2% en moyenne par rapport à décembre 2025, le FTSE 100 de 5%, le Dow Jones Industriels de 2,4% et le Nikkei 225 de 7,8%. Cependant, le conflit en Iran a entraîné une baisse généralisée de ces indices. Ainsi, des reculs de 6,9% pour l'Eurostoxx, de 6% pour le FTSE 100, de 4,9% pour le Dow Jones Industriels et de 8,5% pour le Nikkei 225 ont été enregistrés sur la période allant du 27 février au 13 mars.

Graphique 1.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



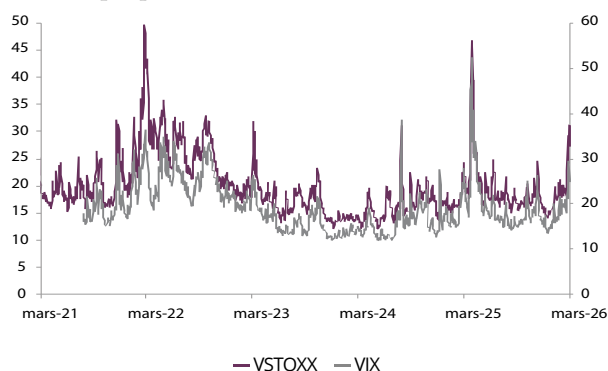
Source : Thomson Reuters Eikon.

Ces évolutions se sont accompagnées d'une hausse notable de la volatilité sur les marchés américain et européen, l'indice VIX ayant atteint 21,1 fin février contre 15 fin décembre, et le VSTOXX 19,7 au lieu

de 14,7. Ces indices se sont davantage accrus suite au conflit en Iran atteignant, le 13 mars, 27,2 et 30,3 respectivement.

Pour les principales économies émergentes, l'indice MSCI EM a progressé de 9,2% durant les deux premiers mois de 2026, soutenu notamment par les sous-indices chinois (+2,1%) et brésilien (+8,7%). Le déclenchement du conflit en Iran a toutefois entraîné un recul de 8,8% de cet indice entre le 27 février et le 13 mars, la crise énergétique qui en résulte menace en particulier les économies asiatiques, fortement dépendantes des importations d'hydrocarbures transitant par le détroit d'Ormuz.

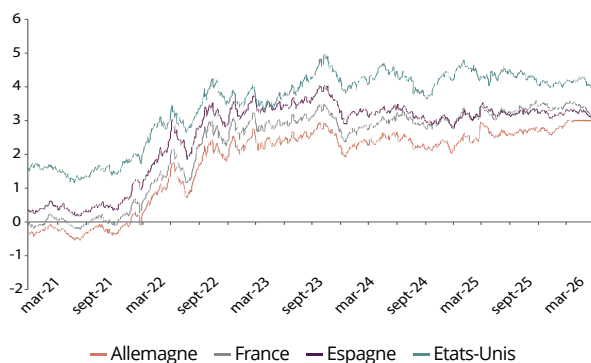
Graphique 1.4 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Source : Thomson Reuters Eikon.

S'agissant des marchés obligataires souverains, durant les deux premiers mois de 2026, le taux de rendement à 10 ans a légèrement augmenté de 4 pb pour les États-Unis (4,2%), alors qu'il a diminué de 10 pb en France (3,4%) et de 9 pb en Italie (3,4%) et s'est stabilisé en Allemagne (3%) et en Espagne (3,2%). Pour les principales économies émergentes, ce taux est resté inchangé en Chine (1,8%), a baissé de 22 pb au Brésil (13,5%) et de 62 pb en Turquie (27,9%), tandis qu'il s'est accru de 9 pb en Inde (6,7%). Depuis le début du conflit en Iran, les rendements souverains se sont globalement tendus, avec notamment une hausse du taux long américain de 32 pb à 4,3% entre le 27 février et le 13 mars.

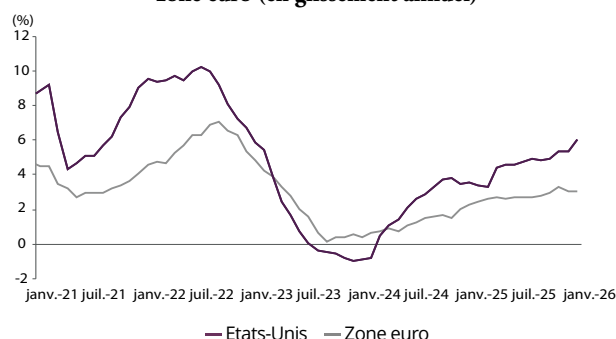
Graphique 1.5 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés monétaires, l'EURIBOR à 3 mois s'est stabilisé à 2% sur les deux premiers mois de l'année en cours, tandis que le SOFR de même maturité a accusé un recul de 31 pb à 3,8%. Pour ce qui est du crédit bancaire, sa croissance s'est maintenue à 3,1% en janvier au sein de la zone euro, alors qu'elle s'est accélérée de 5,4% en décembre à 6,1% en janvier aux Etats-Unis.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

En 2025, l'indice des prix des produits énergétiques de la Banque mondiale a reculé de 11,3%, tandis que celui des produits hors énergie a légèrement progressé de 2,4%.

Sur le marché pétrolier, le cours du Brent a augmenté de 9,9% durant les mois de janvier et février, atteignant en moyenne 68,9 dollars le baril. En glissement annuel, il demeure en baisse de 10,7%, reflétant une offre abondante excédant la demande mondiale de pétrole.

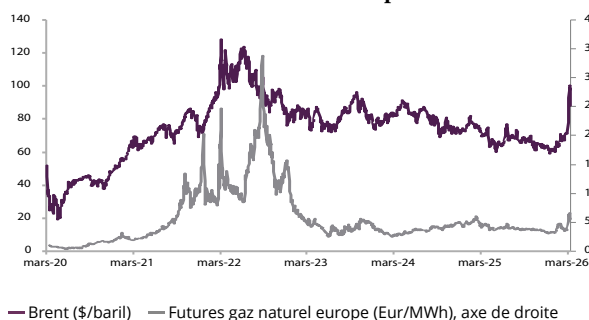
Le gaz naturel européen s'est également renchéri de 21,2% en janvier et février, pour s'établir en moyenne à 11,5 \$/mmBTU, en raison de la vague de froid, alors qu'il reste en repli de 23,4% par rapport à son niveau de l'année précédente.

Le déclenchement du conflit en Iran, le 28 février, entraînant la suspension du commerce via le détroit d'Ormuz³, et son élargissement à quelques pays de la région a provoqué un renchérissement marqué du pétrole et du gaz naturel. Afin de réduire les pressions sur le marché, l'OPEP+ a décidé le 1^{er} mars d'augmenter sa production de 206 000 barils par jour (plus qu'attendu) à compter d'avril, les pays membres de l'AIE ont convenu le 11 mars de libérer 400 millions de barils de pétrole provenant de leurs réserves stratégiques⁴ et le gouvernement américain a accordé le 12 mars une « autorisation temporaire » permettant aux pays d'acheter le pétrole russe bloqué en mer pendant une période de 30 jours. Malgré ces annonces, le cours du Brent a poursuivi sa hausse entamée depuis le déclenchement du conflit. Il a atteint 103,1 dollars le baril le 13 mars, soit une hausse de 42,2% par rapport à son cours du 27 février, parallèlement à une hausse de 32,7% du prix du gaz naturel sur la même période.

³ Le détroit d'Ormuz est la principale voie d'exportation du pétrole et du gaz naturel produits par l'Arabie saoudite, les Émirats arabes unis (EAU), le Koweït, le Qatar, l'Irak, Bahrein et l'Iran. Selon l'Agence internationale de l'énergie, environ 25% du commerce mondial de pétrole par voie maritime et 19% de celui de GNL transitaient par ce détroit en 2025.

⁴ Il s'agit du sixième déblocage depuis la création de l'AIE en 1974 (les précédents ont eu lieu en 1991, 2005, 2011 et à deux reprises en 2022), et le plus important en termes d'ampleur.

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

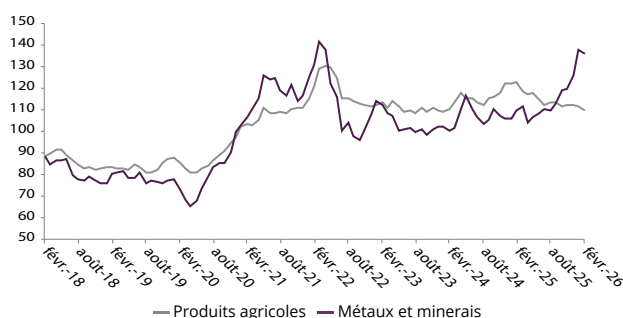


Source : Banque Mondiale.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

L'indice des prix hors énergie a affiché une hausse moyenne de 2,3% en janvier et février 2026, recouvrant notamment une progression de 8,4% de celui des métaux et minerais et une diminution de 1,3% pour celui des produits agricoles. En glissement annuel, il ressort globalement en augmentation moyenne de 1,6%, avec un accroissement de 26,9% des prix des métaux et minerais et un repli de 9,7% 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 13,4% au cours des deux premiers mois de l'année 2026 et de 74,4% en glissement annuel, s'établissant à 4886,4 dollars l'once en moyenne

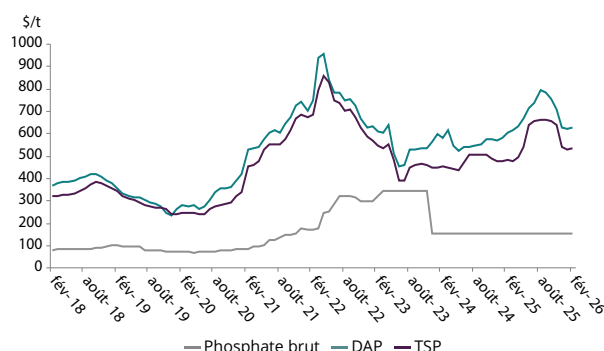
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie (2010=100)



Source : Banque Mondiale.

Concernant le phosphate et ses dérivés, les prix ont accusé, durant les deux premiers mois de l'année, un recul moyen de 0,7% à 622,9 \$/t pour le DAP et de 1,1% à 532,7 \$/t pour le TSP. Sur une base annuelle, ils ressortent en augmentation de 5% pour le DAP et de 11,1% pour le TSP. Quant au phosphate brut, son prix reste inchangé à 152,5 \$/t aussi bien en glissement mensuel qu'annuel.

Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés



Source : Banque Mondiale.

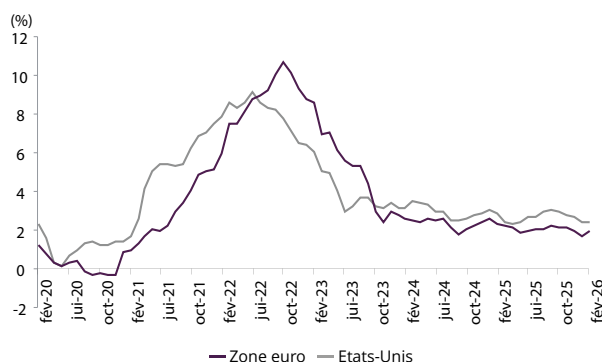
1.3.3 Inflation

Aux États-Unis, tout en restant supérieure à l'objectif de la FED, l'inflation en glissement annuel s'est stabilisée à 2,4% en février par rapport au mois précédent. Dans la zone euro, elle s'est accélérée à 1,9% en février après 1,7% en janvier, recouvrant notamment des augmentations de 0,4% à 1,1% en France, de 2,4% à 2,5% en Espagne et de 1% à 1,6% en Italie, tandis qu'une décélération de 2,1% à 1,9% a été enregistrée en Allemagne. Dans les autres principales économies avancées, l'inflation a diminué de 3,4% en décembre à 3% en janvier au Royaume-Uni et de 2,1% à 1,5% au Japon.

Dans les principales économies émergentes, les évolutions sont demeurées contrastées, avec une nette accélération de 0,2% à 1,3% en Chine entre janvier et février, en lien notamment avec la hausse des dépenses liées au Nouvel an chinois,

et de 2,7% à 3,2% en Inde sur la même période, contre des décélérations de 4,4% à 3,8% au Brésil et de 6% à 5,9% en Russie.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

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

	2023	2024	2025	2026	
			Déc.	Janv.	Fév.
Etats-Unis	4,1	3,0	2,7	2,4	2,4
Zone Euro	5,4	2,4	2,0	1,7	1,9
Allemagne	6,0	2,5	2,0	2,1	1,9
France	5,7	2,3	0,7	0,4	1,1
Espagne	3,4	2,9	3,0	2,4	2,5
Italie	5,9	1,1	1,2	1,0	1,6
Royaume-Uni	7,3	2,5	3,4	3,0	N.D
Japon	3,3	2,7	2,1	1,5	N.D

Sources : Thomson Reuters Eikon, Eurostat & FMI.

2. Comptes extérieurs

L'année 2025 a été marquée par une poursuite de la dynamique des échanges extérieurs de biens, une augmentation sensible des recettes de voyages, une consolidation des transferts des MRE ainsi que par une nette amélioration des investissements directs étrangers au Maroc.

Les exportations de biens se sont accrues de 2,8% à 469,1 milliards et les importations de 8% à 822,2 milliards. En conséquence, le déficit commercial s'est creusé de 15,8% pour s'établir à 353,1 milliards de dirhams, et le taux de couverture est revenu à 57% au lieu de 59,9% en 2024. En parallèle, les recettes de voyages ont enregistré une hausse de 20,6% à 138,1 milliards et les transferts des MRE ont augmenté de 2,6% à 122 milliards. Pour ce qui est des principales opérations financières, les recettes d'IDE se sont élevées à 56,1 milliards de dirhams, contre 43,8 milliards en 2024, et les investissements directs marocains à l'étranger ont reculé de 17,1% à 22,4 milliards.

Au total, l'encours des avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib s'est renforcé à 443,3 milliards de dirhams, à fin 2025, représentant l'équivalent de 5 mois et 16 jours d'importations de biens et services.

Sur le premier mois de l'année 2026, le déficit commercial a connu un léger creusement, comparativement à janvier 2025, pour se situer à 25,5 milliards de dirhams, résultat d'une baisse de 2,7% des exportations et d'une quasi-stabilité des importations. En parallèle, les recettes de voyages ont marqué un accroissement de 19,3% à 11,7 milliards de dirhams et les transferts des MRE se sont situés à 9,4 milliards, en quasi-stagnation par rapport au même mois de l'année précédente. S'agissant des investissements directs, les recettes d'IDE ont diminué à 4,9 milliards et les investissements marocains à l'étranger à 2 milliards. Au total, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib ont atteint 452,6 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 19 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

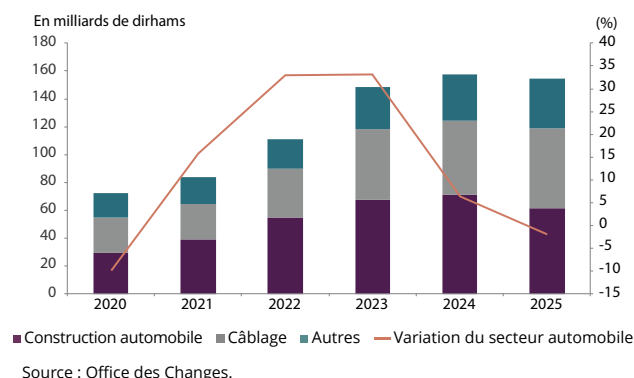
L'amélioration des exportations recouvre des évolutions différenciées par secteur. Les ventes de phosphates et dérivés ont affiché une progression de 14,6% à 99,8 milliards, reflétant des augmentations de 14,1% pour les engrais naturels, de 15,3% pour l'acide phosphorique et de 17,3% pour le phosphate brut. De même, les ventes du secteur aéronautique ont poursuivi leur tendance haussière, avec une expansion de 10% à 29,1 milliards reflétant essentiellement 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 ». Cette baisse est le résultat d'une diminution de 15,2% du nombre de voitures exportées et d'un

accroissement de 2,4% de leur prix à l'export. A l'inverse, les exportations du « câblage » ont 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 contraction de 3,9% pour le segment des « vêtements confectionnés ».

Graphique 2.1 : Exportations du secteur automobile à fin 2025



Dans le même sens, les ventes du secteur « électronique et électricité » ont fléchi de 8,8% à 16,7 milliards, reflétant une baisse de 3 milliards des exportations de « composants électroniques » à 4,7 milliards qui n'a été que partiellement compensée par l'accroissement d'un milliard des ventes de « fils et câbles » à 6,7 milliards.

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

Secteurs/Segments	Année		Variations	
	2025	2024	En valeur	En %
Exportations	469 075	456 342	12 733	2,8
Phosphates et dérivés	99 804	87 083	12 721	14,6
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
Aéronautique	29 087	26 446	2 641	10,0
Assemblage	19 129	17 233	1 896	11,0
Système d'interconnexion de câblage électrique	9 858	9 100	758	8,3
Autres extractions minières	5 643	5 570	73	1,3
Minerai 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
Agriculture et Agro-alimentaire	86 828	86 958	-130	-0,1
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
Electronique et Electricité	16 723	18 329	-1 606	-8,8
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
Textile et Cuir	43 804	45 877	-2 073	-4,5
Vêtements confectionnés	28 467	29 615	-1 148	-3,9
Articles de bonneterie	8 452	9 124	-672	-7,4
Maroquinerie	799	861	-62	-7,2
Automobile	154 494	157 594	-3 100	-2,0
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
Autres industries	32 692	28 484	4 208	14,8
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.

2.1.2 Importations

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 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 progressé de 31,5% à 43,7 milliards, tirées essentiellement par un renchérissement des « souffres 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.

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

Principaux produits	Année		Variations	
	2025	2024	En valeur	En %
Importations	822 223	761 272	60 951	8,0
Biens d'équipement	199 133	175 714	23 419	13,3
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
Produits finis de consommation	203 465	182 020	21 445	11,8
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
Produits bruts	43 741	33 266	10 475	31,5
Souffres 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
Demi produits	171 835	163 914	7 921	4,8
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
Produits alimentaires	94 608	91 592	3 016	3,3
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
Produits énergétiques	107 567	113 827	-6 260	-5,5
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.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

S'agissant de 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.

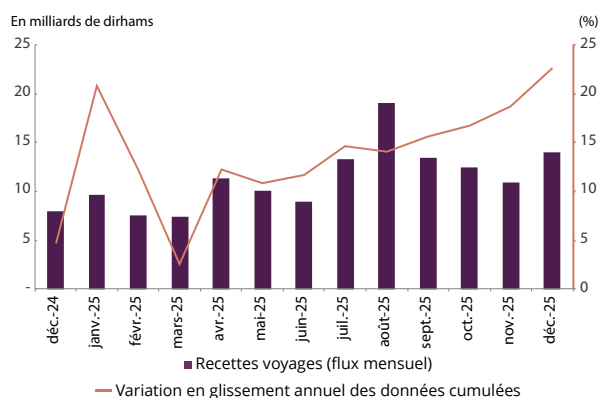
Tableau 2.3 : Balance des services
(en millions de dirhams)

	Année		Variation	
	2025	2024	En valeur	En %
Importations	155 375	141 639	13 736	9,7
Exportations	315 037	281 493	33 544	11,9
Solde	159 662	139 854	19 808	14,2

Source : Office des Changes.

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. Sur l'ensemble de l'année 2025, ces recettes ont totalisé 138,1 milliards, en hausse de 20,6% par rapport à 2024. De même, les dépenses au même titre ont progressé de 12,3% à 33 milliards.

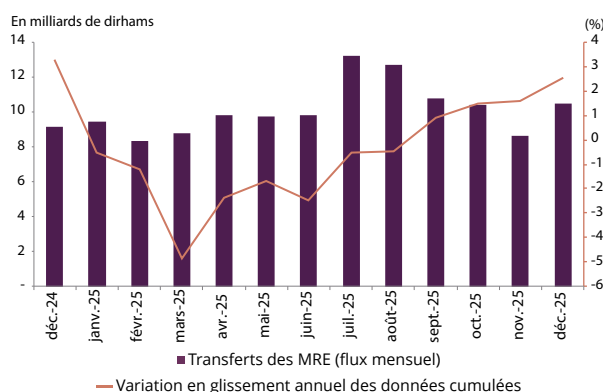
Graphique 2.2 : Evolution mensuelle des recettes de voyages



Source : Office des Changes.

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.

Graphique 2.3 : Evolution mensuelle des transferts des MRE



Source : Office des Changes.

2.3 Compte financier

Concernant les opérations financières, les recettes d'IDE ont marqué une accélération de 28% pour atteindre 56,1 milliards. Avec des cessions en quasi-stabilité à 27,7 milliards, leur flux net étant ainsi passé de 16,3 milliards à 28,4 milliards d'une année à l'autre.

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%, et d'un repli de 5,8 milliards, ou 28,6%, des cessions au même titre.

Au terme de l'année 2025, l'encours des avoirs officiels de réserves s'est établi à 443,3 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 19 jours d'importations de biens et services.

Tableau 2.4 : Investissements directs
(en millions de dirhams)

	Année		Variation	
	2025	2024	En valeur	En %
Investissements directs étrangers	28 392	16 292	12 100	74,3
Recettes	56 052	43 802	12 250	28,0
Dépenses	27 660	27 510	150	0,5
Investissements directs marocains à l'étranger	8 040	6 896	1 144	16,6
Dépenses	22 423	27 049	-4 626	-17,1
Recettes	14 383	20 153	-5 770	-28,6

Source : Office des Changes.

Les données relatives au mois de janvier 2026 montrent un creusement du déficit commercial à 25,5 milliards contre 24,3 milliards un an auparavant. Cette évolution résulte d'une baisse des exportations de 2,7% à 34,5 milliards et d'une quasi-stabilité des importations à 60 milliards. Le taux de couverture est ainsi passé de 59,4% à fin janvier 2025 à 57,5%.

Le recul des exportations reflète essentiellement celui de 43,4% des expéditions de phosphates et ses dérivés à 3,2 milliards, attribuable en grande partie à une contraction de 51,8% des ventes d'engrais en lien avec une baisse de 49,2% de leur prix à l'export. De même, les exportations de l'« agriculture et l'agroalimentaire » ont accusé un repli de 9,5% à 8,6 milliards, résultat de diminutions de 11,4% des ventes de produits agricoles et de 6% de ceux de l'industrie alimentaire, et celles du secteur « textile et cuir » de 5,9% à 3,3 milliards. A l'inverse, les ventes du secteur automobile ont marqué une hausse de 19,1% à 12,2 milliards, reflétant une nette amélioration des exportations du segment de la « construction » à 4,4 milliards. Les expéditions du secteur aéronautique ont poursuivi leur dynamique avec une progression de 8,7% à 2,4 milliards.

La quasi-stabilité des importations recouvre des évolutions différenciées par catégorie de produits. Les achats de biens d'équipement ont augmenté de 12,9% à 15,4 milliards et ceux de consommation de 17,1% à 15,5 milliards. A l'inverse, la facture énergétique s'est allégée de 19,5%, en lien notamment avec un recul de 11,2% des approvisionnements en « gas-oils et fuel-oils ». Dans le même sens, les acquisitions de demi-produits ont reculé de 16,1% à 10,9 milliards, et celles de produits alimentaires sont revenues à 7 milliards, en repli de 15,4% comparativement à janvier 2025.

Concernant les recettes de voyages, elles ont affiché une augmentation sensible de 19,3% à 11,7 milliards de dirhams, en lien notamment avec l'organisation de la Coupe d'Afrique des Nations de Football au Maroc entre décembre 2025 et janvier 2026. De même, les dépenses au même titre ont progressé de 2,3% à 2,7 milliards. Pour ce qui est des transferts des MRE, ils se sont quasiment maintenus à leur niveau de janvier 2025, soit à 9,4 milliards.

S'agissant des principales opérations financières, les recettes d'IDE se sont contractées à 4,9 milliards et les investissements directs marocains à l'étranger à 2 milliards.

A fin janvier 2026, l'encours des avoirs officiels de réserve a atteint 452,6 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 16 jours d'importations de biens et services.

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

Secteurs/Groupements d'utilisation	Janvier		Variation	
	2026	2025	En valeur	En %
Exportations de biens	34 504	35 473	-969	-2,7
Automobile	12 246	10 286	1 960	19,1
Agriculture et Agro-alimentaire	8 571	9 475	-904	-9,5
Textile et Cuir	3 344	3 553	-209	-5,9
Phosphates et dérivés	3 151	5 569	-2 418	-43,4
Aéronautique	2 433	2 239	194	8,7
Importations de biens	60 023	59 758	265	0,4
Produits finis de consommation	15 511	13 245	2 266	17,1
Biens d'équipement	15 392	13 631	1 761	12,9
Produits alimentaires	6 984	8 251	-1 267	-15,4
Produits énergétiques	6 853	8 518	-1 665	-19,5
Recettes voyages	11 659	9 772	1 887	19,3
Transferts des MRE	9 380	9 454	-74	-0,8
Recettes des investissements directs étrangers	4 904	5 322	-418	-7,9
Dépenses des investissements des marocains à l'étranger	2 022	2 934	-912	-31,1

Source : Office des Changes.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du quatrième trimestre de 2025, les conditions monétaires ont été caractérisées par une quasi-stabilité du taux débiteur moyen global à 4,82% et une dépréciation du taux de change effectif réel de 2,9%. S'agissant du crédit bancaire au secteur non financier, son rythme annuel a continué de s'accélérer, passant de 4,7% au quatrième trimestre de 2025 à 5,3% en janvier 2026. Concernant les autres contreparties de la masse monétaire, les avoirs officiels de réserve se sont améliorés de 22,9% après 18% le trimestre précédent et les créances nettes sur l'administration centrale ont baissé de 0,8% contre une hausse de 6,3%. Au total, la masse monétaire est ressortie en augmentation annuelle de 10,3% en janvier après 9,4% au quatrième trimestre.

Sur le marché immobilier, l'indice des prix des actifs immobiliers affiche une quasi-stagnation au dernier trimestre, après une progression de 1,5 % le trimestre précédent. En parallèle, le volume des transactions ressort en hausse trimestrielle de 18,4 %, portée par des accroissements de 15% pour les biens résidentiels, 25,4% pour le foncier et 29,6% pour les biens à usage professionnel.

Au niveau de la Bourse de Casablanca, après avoir terminé l'année avec une hausse de 27,6%, le MASI s'est replié de 1,7% sur les deux premiers mois de l'année 2026. Dans ces conditions, la capitalisation boursière a reculé de 1% à 1 030,5 milliards de dirhams.

3.1 Conditions monétaires

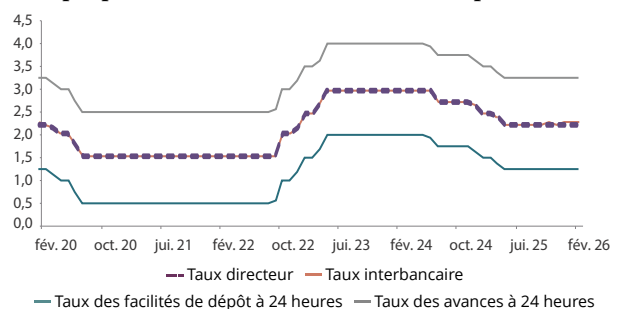
3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Le déficit de liquidité des banques s'est creusé à 132,8 milliards en moyenne en janvier et février après 130,7 milliards de dirhams au quatrième trimestre de 2025.

Ainsi, Bank Al-Maghrib a porté le volume de ses injections de 146,6 milliards au quatrième trimestre à 149 milliards, réparti principalement entre des avances à 7 jours à hauteur de 56,4 milliards, des pensions livrées pour un montant de 53,1 milliards et des prêts garantis, accordés notamment dans le cadre des programmes de soutien au financement des TPE et PME, pour un montant de 39,3 milliards.

Ces évolutions se sont accompagnées d'une baisse de la durée moyenne des interventions de la Banque à 45,1 jours, après 46,6 le trimestre précédent. Dans ces conditions, le taux interbancaire est demeuré aligné sur le taux directeur.

Graphique 3.1 : Taux interbancaire (données quotidiennes)

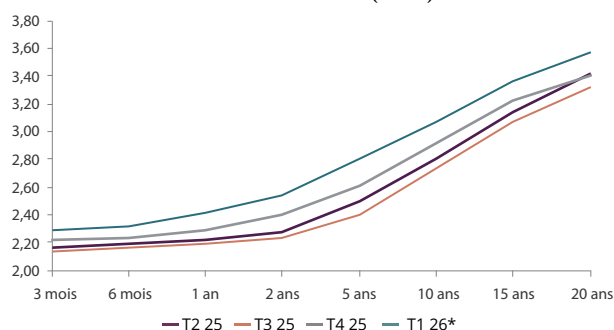


Sur le marché des bons du Trésor, les taux se sont globalement orientés à la hausse en janvier et février en comparaison avec le quatrième trimestre 2025, et ce, aussi bien sur le compartiment primaire que secondaire.

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

	2024	2025					2026	
	T4	T1	T2	T3	T4	janv.	fév.	
26 semaines	2,58	2,45	2,09	1,94	2,10	2,19	-	
52 semaines	2,59	2,54	2,02	2,02	2,20	-	2,36	
2 ans	2,71	2,60	2,20	2,24	2,44	2,62	2,63	
5 ans	2,94	2,84	2,46	2,39	2,58	2,77	2,90	
10 ans	3,25	3,17	2,80	2,72	2,74	-	-	
15 ans	3,54	3,45	3,12	3,07	3,13	-	-	

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



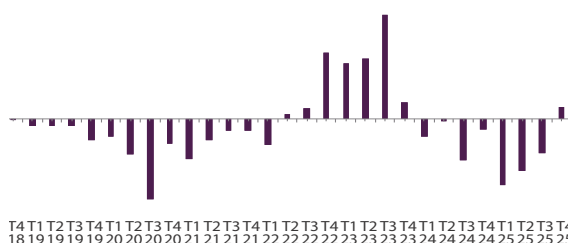
*Moyenne de janvier et février 2026.

Au niveau du marché des titres de créances négociables, les taux des émissions des certificats de dépôt ont augmenté en janvier 2026 par rapport au quatrième trimestre de 2025. Pour ce qui est des taux créditeurs, ils ont baissé de 35 pb à 2,19% pour les dépôts à six mois alors qu'ils se sont accrus de 11 pb à 2,76% pour ceux à un an. Par ailleurs, le taux de rémunération des comptes sur carnet a été fixé à 1,61% pour le premier semestre de 2026 après 1,91% au deuxième semestre de 2025. Dans ces conditions, le coût de financement des banques¹ est accusé une baisse de 3 pb entre le quatrième trimestre de 2025 et janvier 2026.

Tableau 3.2 : Taux créditeurs (en %)

	2024			2025				2026
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	janv.
6 mois	2,56	2,77	2,45	2,53	2,45	2,40	2,54	2,19
12 mois	3,06	2,60	2,88	2,78	2,80	2,51	2,65	2,76

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



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 quasi-stagnation d'un trimestre à l'autre du taux moyen global à 4,82%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les crédits aux particuliers sont restés quasi-stables à 5,69%, recouvrant 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 n'ont pas connu de variation significative, se maintenant à 4,72%, le recul de 15 pb à 4,57% pour les facilités de trésorerie ayant contrebalancé les 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.

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

Tableau 3.3 : Taux débiteurs (en %)

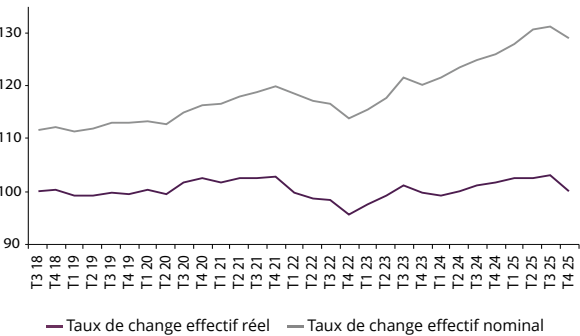
	2024		2025			
	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Taux global	5,21	5,08	4,98	4,84	4,85	4,82
Particuliers	5,91	5,79	5,96	5,77	5,71	5,69
Crédits immobiliers	4,76	4,75	4,74	4,68	4,64	4,67
Crédits à la consommation	6,99	4,74	7,13	6,88	6,89	6,89
Entreprises non financières	5,12	5,00	4,84	4,72	4,74	4,72
Crédits de trésorerie	5,06	4,99	4,73	4,64	4,72	4,57
Crédits à l'équipement	5,24	4,98	5,14	4,82	4,48	4,95
Crédits immobiliers	5,68	5,18	5,48	5,47	5,37	5,44

3.1.2 Marché des changes

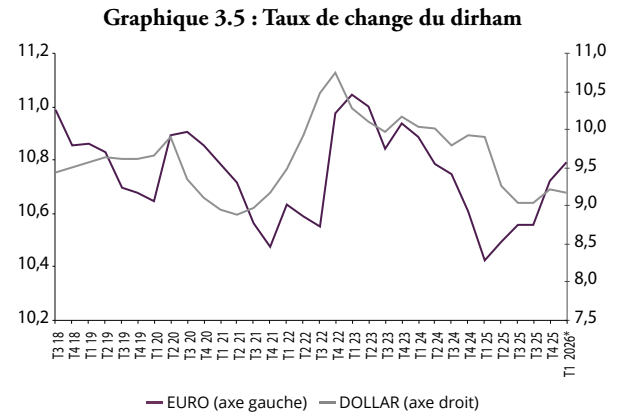
Au quatrième trimestre de 2025, l'euro a connu une dépréciation de 0,4% face au dollar américain en moyenne par rapport au trimestre précédent. Ainsi, la valeur du dirham s'est dépréciée de 1,5% contre l'euro et de 1,9% vis-à-vis du dollar américain.

Entre le troisième et le quatrième trimestres de 2025, la monnaie nationale a enregistré des dépréciations de 2,8% face au yuan chinois, de 0,5% vis-à-vis de la livre sterling et de 2,9% contre le réal brésilien alors qu'elle a connu une appréciation de 1,6% face à la livre turque. En conséquence, le taux de change effectif est ressorti en dépréciation de 1,6% en termes nominaux et de 2,9% en termes réels, compte tenu du différentiel d'inflation entre le Maroc et ses principaux partenaires et concurrents commerciaux.

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



Les données relatives aux mois de janvier et février 2026 indiquent une appréciation de l'euro face au dollar américain de 1,2% en moyenne comparativement au quatrième trimestre de 2025. Dans ces conditions, le dirham s'est apprécié de à 0,5% vis-à-vis du dollar américain et s'est déprécié de 0,7% contre l'euro.



*Moyenne de janvier et février 2026.

Concernant le volume des transactions, le montant des échanges de devises contre dirhams sur le marché interbancaire s'est chiffré à 25,9 milliards de dirhams en janvier, en baisse de 12,6% par rapport au quatrième trimestre de 2025. Pour ce qui est des opérations au comptant des banques avec leur clientèle, elles ont diminué de 6,2% à 34,2 milliards pour les achats des banques et de 8,9% à 37,8 milliards pour les ventes. Quant aux opérations à terme, elles ont totalisé 7 milliards pour les achats, en progression de 52,4% et 17 milliards pour les ventes, en baisse de 0,5%.

3.1.3 Situation monétaire²

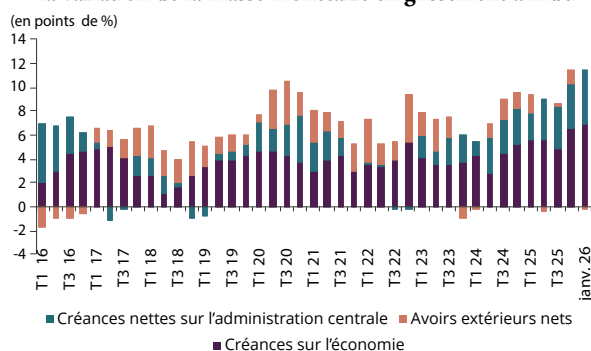
L'agrégat M3 a connu un accroissement de 10,3% en janvier 2026 après 9,4% au quatrième trimestre de 2025. Par principales composantes, cette accélération traduit principalement celle de la progression des dépôts à vue de 10,2% à 11,3% et des comptes d'épargne de 2,7% à 3,6%. De même, les dépôts en devises ont enregistré une hausse de 17,6% après 9,5% au quatrième trimestre et

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

les dépôts à terme ont connu une atténuation de leur recul de 4,7% à 2,7%. Quant à la circulation fiduciaire, son rythme d'accroissement s'est stabilisé à 18,5% alors que les OPCVM monétaires se sont accrus de 9,6% après 8,7%.

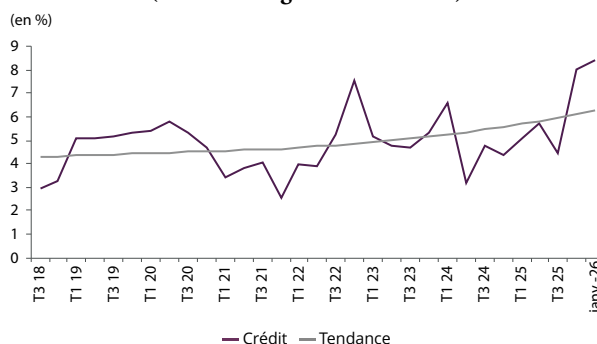
Par principales contreparties, l'évolution de la masse monétaire est le résultat de l'accélération de la progression des avoirs officiels de réserve de 18% à 22,9% en janvier et de celui du crédit bancaire de 8% à 8,4%, alors que les créances nettes sur l'administration centrale ont accusé un repli de 0,8% après une hausse de 6,3% au quatrième trimestre de 2025.

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



En particulier, le crédit bancaire au secteur non financier a augmenté de 5,3% en janvier après 4,7% au quatrième trimestre de 2025, recouvrant une hausse de 1,6% des concours aux entreprises publiques, après un repli de 3,7%, une accélération de 2,9% à 3,7% de la progression des prêts aux entreprises privées et une décélération de 3,6% à 3,3% pour ceux destinés aux ménages.

Graphique 3.7 : Crédit bancaire (variation en glissement annuel)

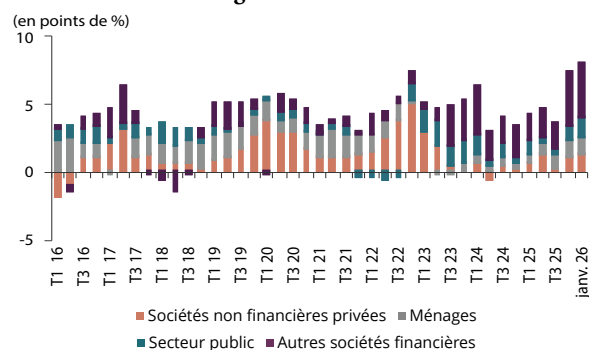


Le rythme d'accroissement des concours aux sociétés non financières publiques reflète l'atténuation du repli de leurs facilités de trésorerie de 13% à 6,5% en janvier ainsi qu'une accélération de la progression des prêts à l'équipement de 11,6% à 17,4%.

S'agissant des crédits aux sociétés non financières privées, leur évolution est le résultat des accélérations des accroissements des prêts à l'équipement de 13,9% à 14,5% et de ceux à la promotion immobilière de 6,6% à 7,2%, ainsi que d'une quasi-stabilité du repli des facilités à 4,3%.

Pour ce qui est des crédits aux particuliers, leur rythme d'évolution a connu une décélération de 3,7% à 3,4%, traduisant celles de 4,9% à 3,7% pour les prêts à la consommation et de 2,8% à 2,5% pour ceux à l'habitat. En revanche, les concours aux entrepreneurs individuels ont connu une atténuation de leur repli de 0,9% à 0,6%.

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

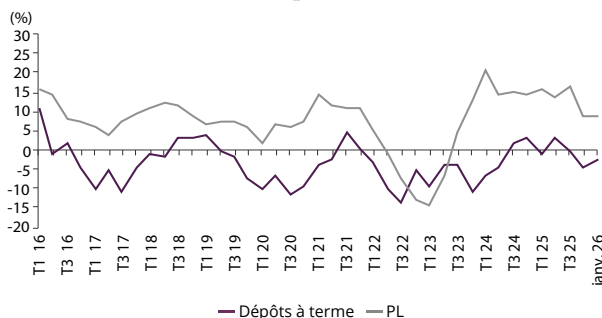


Par branche d'activité économique, les données relatives au quatrième trimestre de 2025 indiquent notamment des accroissements de 8,3% pour les entreprises du « Bâtiment et travaux publics » et de 33,6% pour celles des « Industries chimiques et para chimiques », ainsi que des contractions de 23,6% pour le secteur des « Industries extractives », de 12,7% pour les « Transports et communications » et de 5,3% pour le secteur « Industries métallurgiques, mécaniques, électriques et électroniques ».

Concernant les créances en souffrance, elles se sont accrues de 4,6% en janvier 2026, et leur ratio à l'encours du crédit bancaire est passé de 8% au quatrième trimestre à 8,3%. Elles ont augmenté de 4,1% pour les sociétés non financières privées et de 4,9% pour les ménages avec des ratios respectifs de 12,9% et 10,7%.

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.

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



Concernant les agrégats de placements liquides, leur rythme s'est accéléré de 8,6% au quatrième trimestre de 2025 à 9% en janvier 2026, recouvrant une hausse des bons du Trésor de 3,7% après un repli de 4,2%, ainsi que des décélérations des progressions des titres OPCVM actions et diversifiés de 38,6% à 26,9% et des titres des OPCVM obligataires de 19% à 10,5%.

3.2 Prix des actifs

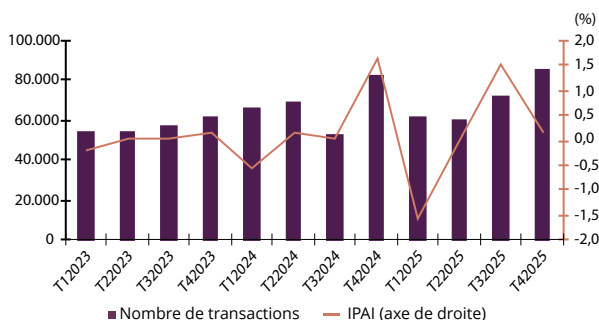
3.2.1 Actifs immobiliers

Au quatrième trimestre 2025, l'indice des prix des actifs immobiliers ressort en quasi-stagnation comparativement à son niveau un trimestre auparavant, reflétant une stabilité des prix de l'ensemble des catégories de biens. En parallèle, le volume des transactions a augmenté de 18,4% après 20,1% un trimestre auparavant, porté par des accroissements de 15% pour les biens résidentiels, de 25,4% pour le foncier et de 29,6% pour les biens à usage professionnel.

Au niveau des principales villes, les prix se sont repliés de 0,9% à Rabat et de 0,6 % à El Jadida, tandis qu'ils sont demeurés quasi inchangés à Meknès, Kénitra et Casablanca. A l'inverse, les autres grandes villes ont enregistré des hausses, allant de 0,4% à Oujda à 0,9% à Tanger. S'agissant des ventes, l'ensemble des principales villes a affiché des progressions à des taux variant entre 6,7% à Meknès et 28,8% à Marrakech.

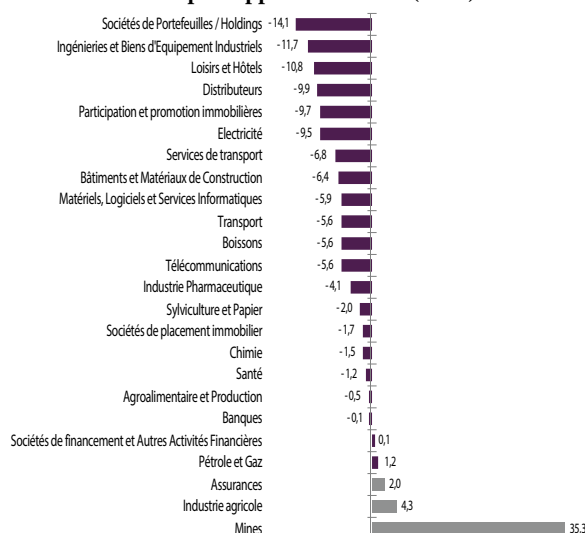
Sur l'ensemble de l'année 2025, les prix des actifs immobiliers ont connu une légère hausse de 0,6% après celle de 0,2% en 2024 alors que le volume des transactions a augmenté de 3,1%, après un net rebond de 19,5%, porté par des hausses de 1,3% pour le résidentiel, de 7,5% pour le foncier et de 7,4% pour les biens à usage professionnel.

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



Sources : BAM et ANCFCC.

Graphique 3.12 : Evolution des indices sectoriels au mois de février par rapport à fin 2025 (en %)



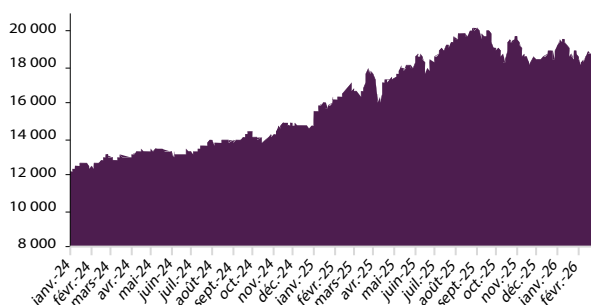
Source : Bourse de Casablanca.

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

Après avoir terminé l'année 2025 sur une hausse de 27,6%, le MASI³ s'est replié de 1,7% sur les deux premiers mois de l'année 2026. Cette évolution reflète principalement des baisses de 6,4% pour l'indice des « Bâtiments et matériaux de construction », de 6,8% pour celui des « Services de transport », de 9,7% pour la « Participation et promotion immobilière », de 5,6% pour les « Télécommunications » et de 9,9% pour les « Distributeurs ». En revanche, l'indice des « Mines » a enregistré une nette hausse de 35,3%.

Graphique 3.11 : Evolution de l'indice MASI



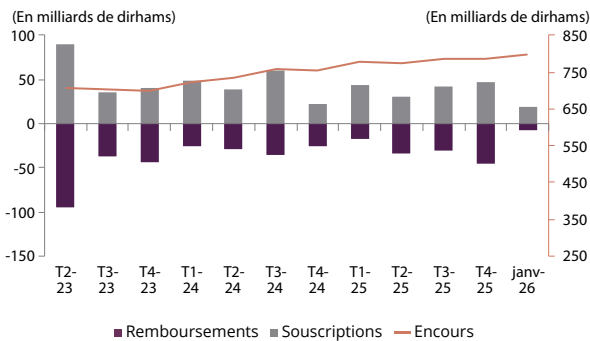
Source : Bourse de Casablanca.

Pour ce qui est du volume des échanges, il s'est établi à 16,1 milliards de dirhams durant les deux premiers mois de l'année, après 44,9 milliards au cours du quatrième trimestre 2025. Dans ce contexte, la capitalisation boursière s'est établie à 1 030,5 milliards en février, en repli de 1% par rapport à fin décembre 2025.

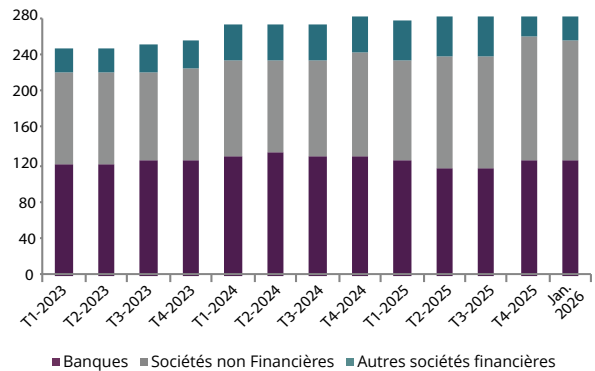
3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Au cours du mois de janvier, les émissions de bons du Trésor se sont chiffrées à 18,7 milliards de dirhams, contre 46,7 milliards levés au dernier trimestre de l'année précédente. Elles ont porté à hauteur de 95% sur des maturités moyennes et de 5% sur celles courtes. Compte tenu des remboursements d'un montant de 7,6 milliards, l'encours des bons du Trésor s'est établi à 798,5 milliards à fin janvier, en progression de 1,4% par rapport à fin décembre 2025.

³ Données arrêtées au 25 février.

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

Source : BAM.

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

Source : Maroclear et calculs BAM.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

Les émissions de titres de dette privée se sont établies à 8,7 milliards de dirhams en janvier contre un volume moyen mensuel de 12,7 milliards au dernier trimestre 2025. Les sociétés financières ont levé 4,9 milliards après 25,5 milliards, et les sociétés non financières 3,9 milliards contre 12,6 milliards.

Par instrument, les émissions de titres de créances négociables ont totalisé 6,7 milliards de dirhams, dont 3,9 milliards de billets de trésorerie et 1,8 milliard de bons des sociétés de financement. Pour leur part, les émissions obligataires se sont élevées à 2 milliards, réalisées exclusivement par les autres sociétés financières publiques.

Compte tenu des remboursements, l'encours de la dette privée est ressorti à 311,9 milliards de dirhams à fin janvier 2026.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Au cours du mois de janvier, les souscriptions aux OPCVM se sont chiffrées à 199,7 milliards de dirhams contre 188,8 milliards un an auparavant. De leur côté, les rachats se sont élevés à 193,8 milliards au lieu de 160,1 milliards, soit une collecte nette de 5,9 milliards de dirhams.

S'agissant de leur performance, les taux ont globalement varié de 2,5% pour les OPCVM monétaires à 15,6% pour les fonds actions.

L'actif net des OPCVM est ressorti au total quasi-stable à 787,6 milliards de dirhams à fin janvier 2026 comparativement à décembre 2025. A l'exception des OPCVM monétaires et des fonds obligataires à moyen et long terme qui ont accusé des replis de leurs encours de 1,9% et 3,6% respectivement, les autres catégories d'OPCVM ont enregistré des augmentations allant de 1,9% pour les fonds actions à 10,9% pour les OPCVM obligataires à court terme.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exécution budgétaire au titre de l'année 2025 s'est caractérisée par la poursuite de la consolidation budgétaire. Ainsi, le déficit, hors produit de cession des participations de l'Etat, s'est établi à 60,5 milliards de dirhams, contre 63,2 milliards un an auparavant. Les recettes ordinaires ont enregistré une progression de 15,3%, reflétant des hausses de 15,3% des rentrées fiscales et de 16,5% de celles non fiscales. Ces dernières intègrent notamment l'encaissement de ressources issues des mécanismes de financement innovants pour un montant de 40,1 milliards. En regard, les dépenses globales se sont accrues de 11,8%, résultat d'augmentations de 15,7% des dépenses de biens et services et de 6,7% de celles d'investissement, alors que les charges de compensation se sont allégées de 30%.

A fin janvier 2026, l'exécution budgétaire s'est soldée par un déficit global de 9,6 milliards de dirhams, en creusement de 2,8 milliards comparativement à la même période de 2025. Les recettes ordinaires ont baissé de 8,4% à 33,9 milliards, traduisant une régression de 9,4% des rentrées fiscales et une hausse de 19% de celles non fiscales. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont allégées de 21,1% à 36,8 milliards, en raison notamment des reculs de 23,6% des charges de biens et services et de 28,8% de celles de compensation, alors que les dépenses en intérêts de la dette ont augmenté de 42,5%. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti déficitaire à 2,9 milliards, au lieu d'un solde négatif de 9,7 milliards à fin janvier 2025. De leur côté, les dépenses d'investissement ont affiché une hausse de 15,1% à 15 milliards, portant ainsi celles globales à 51,8 milliards, en baisse de 13,2%. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il est ressorti excédentaire de 8,3 milliards contre 15,8 milliards un an auparavant.

Compte tenu de la réduction des opérations en instance de 5,9 milliards de dirhams, le déficit de caisse s'est allégé à 15,5 milliards, au lieu de 26,2 milliards un an auparavant. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 14,1 milliards et par celles extérieures à hauteur de 1,4 milliard. Ainsi l'encours de la dette directe, aurait progressé de 1,1% à fin janvier 2026 par rapport à son niveau à fin décembre 2025. S'agissant des conditions de financement du Trésor, elles se sont améliorées comparativement à la même période en 2025.

4.1 Recettes ordinaires

L'exécution budgétaire à fin janvier 2026 fait ressortir une baisse de 8,4% à 33,9 milliards des recettes ordinaires, avec un repli de 9,4% à 32 milliards des rentrées fiscales.

Les recettes des impôts directs ont diminué de 17,2% à 10,6 milliards de dirhams, traduisant une augmentation de 17,4% à 2,6 milliards du produit de l'IS et un recul de 24,4% à 7,6 milliards des rentrées de l'IR. La baisse de ce dernier résulte essentiellement de l'encaissement, en janvier 2025, d'une recette exceptionnelle de 3,8 milliards de

dirhams liée à l'opération de régularisation fiscale volontaire. Compte non tenu de cette recette, l'IR aurait enregistré une hausse de 14%.

Pour ce qui est des impôts indirects, elles ont drainé 15,3 milliards, en diminution de 8,8%, traduisant celles de 9,1% à 12,9 milliards des rentrées de la TVA et de 6,7% à 2,4 milliards de celles de la TIC. L'évolution de cette dernière taxe reflète en particulier une baisse de 20,3% à 735 millions des TIC sur les tabacs et un accroissement de 4,5% à 1,5 milliard de celles sur les produits énergétiques.

Le repli de la TVA reflète, pour sa part, des baisses de 11,6% à 6,6 milliards des recettes de celle à l'intérieur et de 6,5% à 6,3 milliards de celle à l'importation.

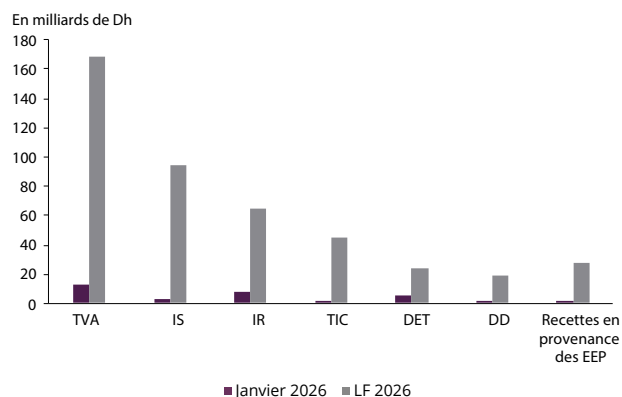
Tableau 4.1 : Recettes ordinaires
(en milliards de dirhams)*

	Jan. 2025	Jan. 2026	Var. en %	LF 2026	Réalisation par rapport à la LF (en %)
Recettes ordinaires	37,0	33,9	-8,4	480,6	7,1
Recettes fiscales	35,4	32,0	-9,4	420,3	7,6
- Impôts directs	12,8	10,6	-17,2	164,2	6,4
Dont IS	2,2	2,6	17,4	94,5	2,7
IR	10,1	7,6	-24,4	64,5	11,8
- Impôts indirects	16,8	15,3	-8,8	213,6	7,2
TVA*	14,2	12,9	-9,1	168,2	12,9
TIC	2,6	2,4	-6,7	45,4	5,3
- Droits de douane	1,4	1,0	-26,3	18,5	5,6
-Enregistrement et timbre	4,4	5,1	16,5	24,0	21,2
Recettes non fiscales	1,1	1,3	19,0	56,7	2,2
- Recettes en provenance des EEP	0,1	0,2	194,4	27,5	0,8
- Autres recettes	1,0	1,0	6,2	29,2	3,6
Mécanismes de financement innovants	0,0	0,0	0,0	20,0	0,0
Recettes des CST	0,6	0,6	1,3	3,6	17,2

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

De leur côté, les rentrées des droits de douane ont reculé de 26,3% à un milliard alors que celles des droits d'enregistrement et de timbre se sont renforcées de 16,5% à 5,1 milliards.

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



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

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

Quant aux recettes non fiscales, les encaissements au titre de la rubrique des « autres recettes » se sont maintenus à un milliard d'une année à l'autre. Les ressources provenant des établissements et entreprises publics (EEP) ont totalisé 212 millions à fin janvier 2026, au lieu de 72 millions un an auparavant.

4.2 Dépenses

Les dépenses globales se sont allégées de 13,2% à 51,8 milliards à fin janvier 2026, avec une diminution de 21,1% à 36,8 milliards de celles ordinaires et un alourdissement de 15,1% à 15 milliards de celles d'investissement. Les dépenses de biens et services se sont repliées à 29,9 milliards, en baisse de 23,6%, traduisant une hausse de 6,2% à 14,1 milliards de la masse salariale et une contraction de 39% à 15,8 milliards des dépenses au titre des autres biens et services en liaison avec le versement de 12 milliards en janvier 2025 au fonds d'appui à la protection sociale et à la cohésion sociale.

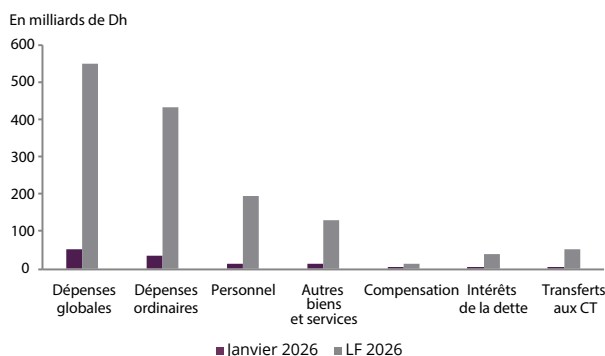
Tableau 4.2 : Exécution des dépenses publiques
(en milliards de dirhams) *

	Jan. 2025	Jan. 2026	Var. en %	LF 2026	Réalisation par rapport à la LF (en %)
Dépenses globales	59,7	51,8	-13,2	548,1	9,5
Dépenses ordinaires	46,7	36,8	-21,1	433,2	8,5
Biens et services	39,1	29,9	-23,6	324,0	9,2
Personnel	13,3	14,1	6,2	195,3	7,2
Autres biens et services	25,8	15,8	-39,0	128,7	12,3
Intérêts de la dette	1,0	1,4	42,5	41,6	3,3
Compensation	2,1	1,5	-28,8	13,9	10,6
Transferts aux CT	4,6	15,0	15,1	114,8	13,0
Investissement	13,0	15,0	15,1	114,8	13,0

* Compte tenu des 32% de la TVA transférée aux collectivités territoriales (CT).

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

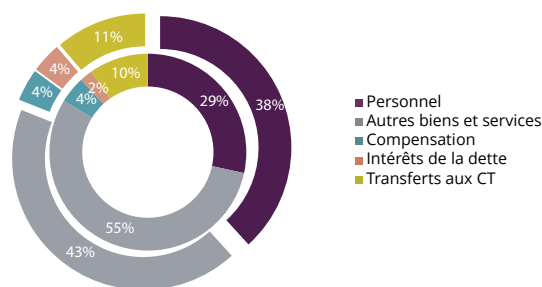
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

S'agissant des charges en intérêts de la dette, elles ont augmenté de 42,5% à 1,4 milliard, recouvrant un bond de 181,7% à 845 millions de celles sur la dette intérieure et un recul de 20,2% à 531 millions de celles sur la dette extérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires

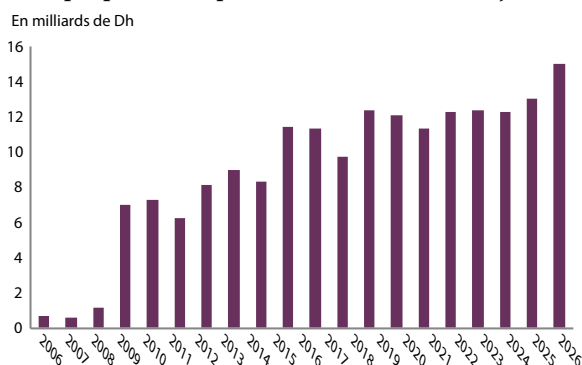


Anneau intérieur : Janvier 2025
Anneau extérieur : Janvier 2026

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

Les charges de compensation se sont repliées de 28,8% à 1,5 milliard et les dépenses d'investissement ont progressé de 15,1% à 15 milliards.

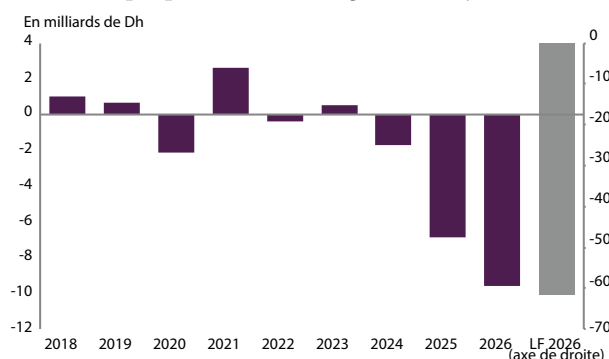
Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin janvier



Source : MEF (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

Tenant compte de l'évolution des recettes et des dépenses ainsi que du solde des comptes spéciaux du Trésor, la situation des charges et ressources du Trésor s'est soldée par un creusement du déficit budgétaire, passant de 6,9 milliards à 9,6 milliards. En outre, le Trésor a réduit ses opérations en instance de 5,9 milliards, au lieu de 19,3 milliards à fin janvier 2025, portant ainsi le déficit de caisse à 15,5 milliards, contre 26,2 milliards.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin janvier

Source : MEF (DTFE).

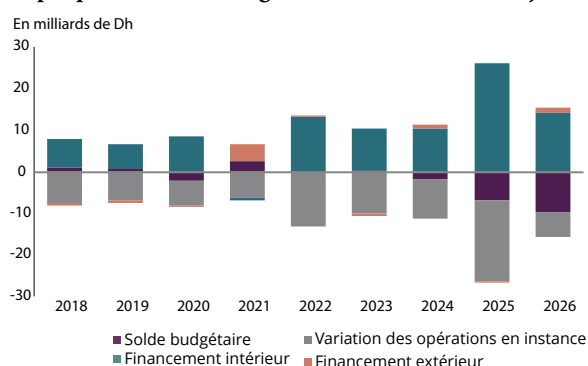
Le besoin de financement du Trésor a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 14,1 milliards et par un flux net extérieur positif de 1,4 milliard de dirhams. Celui-ci recouvre des tirages bruts à hauteur de 2,3 milliards, contre 767 millions un an auparavant, et des remboursements de 877 millions.

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

	Jan. 2025	Jan. 2026	LF 2026
Solde ordinaire	-9,7	-2,9	47,4
Solde des CST	15,8	8,3	6,0
Solde primaire	-5,9	-8,2	-19,9
Solde budgétaire	-6,9	-9,6	-61,4
Variation des opérations en instance	-19,3	-5,9	-
Besoin de financement	-26,2	-15,5	-61,4
Financement intérieur	26,2	14,1	38,1
Financement extérieur	0,0	1,4	17,4
Cession des participations de l'Etat	0,0	0,0	6,0

Sources : MEF (DTFE).

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a permis de mobiliser un montant net de 11,2 milliards, contre 16,1 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont porté notamment à hauteur de 11,8 milliards sur les maturités de 2 ans, de 6 milliards sur celles de 5 ans et de 900 millions sur celles à 26 semaines. En parallèle, les remboursements nets ont été réalisés sur les bons à 52 semaines pour un montant de 4,1 milliards et sur ceux à 20 ans pour 3,5 milliards.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin janvier*

Source : MEF (DTFE).

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

S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, les données arrêtées à fin janvier indiquent une diminution des taux moyens pondérés par rapport à la même période en 2025. Les baisses ont atteint 35 points de base (pb) à 2,19% pour les bons à 26 semaines et 5 pb à 2,77% pour ceux à 5 ans, tandis que les bons à 2 ans ont enregistré une légère hausse de 2 pb à 2,62%.

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

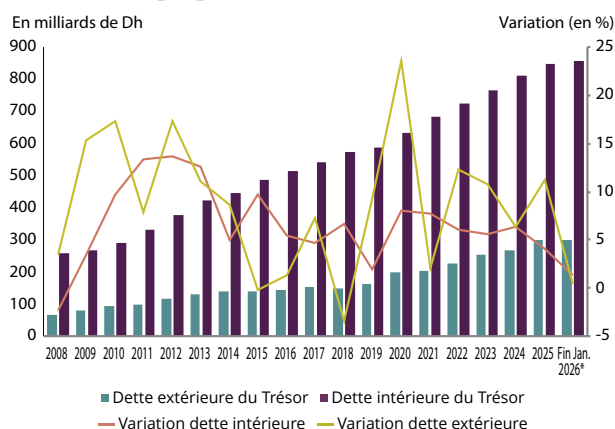
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025*	Fin janvier 2026*
Dettes extérieures du Trésor	161,6	199,7	203,8	228,9	253,6	269,8	300,1	301,4
Var en %	9,2	23,6	2,0	12,3	10,8	6,4	11,2	0,5
Dettes intérieures du Trésor	585,7	632,9	681,5	722,9	763,0	811,8	845,3	857,0
Var en %	1,9	8,1	7,7	6,1	5,6	6,4	4,1	1,4
Encours de la dette directe	747,3	832,6	885,3	951,8	1 016,7	1 081,6	1 145,4	1 158,5
Var en %	3,4	11,4	6,3	7,5	6,8	6,4	5,9	1,1

Source : MEF (DTFE).

* Pour les chiffres de la dette à fin décembre 2025 et à fin janvier 2026, ils sont estimés sur la base des flux de financement générateurs de dettes.

Dans ces conditions, la dette publique directe se serait accrue de 5,9% à fin décembre 2025 et à 1,1% à fin janvier 2026 comparativement à leur niveau respectif à fin décembre 2024 et à fin décembre 2025, avec des hausses de 4,1% et 1,4% de leur composante intérieure et de 11,2% et 0,5% de celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



* Estimations BAM.

Sources : Données MEF (DTFE).

Encadré 4.1 : Exécution budgétaire au titre de l'année 2025

L'exécution budgétaire au titre de l'année 2025 fait ressortir un déficit, hors produit de cession des participations de l'Etat, de 60,5 milliards au lieu de 63,2 milliards un an auparavant. Rapporté au PIB*, ce déficit se serait réduit à 3,6% au lieu de 4% en 2024. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 15,3% à 470,1 milliards, reflétant des accroissements de 15,3% des rentrées fiscales et de 16,5% de celles non fiscales, dont 40,1 milliards au titre des recettes des mécanismes de financement innovants. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 13,5% à 394,6 milliards, résultat des hausses de 15,7% des dépenses de biens et services et de 22,3% des charges en intérêts de la dette, tandis que celles de la compensation se sont allégées de 30%. Le solde ordinaire ressort ainsi excédentaire à 75,5 milliards, au lieu de 60,1 milliards un an auparavant. De leur côté, les dépenses d'investissement ont progressé de 6,7% à 125,3 milliards, portant ainsi les dépenses globales à 520 milliards, en accroissement de 11,8%. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il est ressorti négatif à 10,7 milliards, après un solde négatif de 5,8 milliards à fin 2024.

Au niveau des rentrées fiscales, celles des impôts directs se sont accrues de 19,3% à 161,9 milliards, en liaison principalement avec les renforcements de 28,6% à 91,4 milliards du produit de l'IS et de 9,4% à 65,4 milliards de celui de l'IR. Celui-ci tient compte des augmentations de 936 millions des recettes de l'IR retenu à la source sur les profits de cession de valeurs mobilières et de 619 millions de celles provenant de l'action de l'administration fiscale, ainsi que des rentrées de 3,8 milliards issues de la régularisation fiscale volontaire. Réalisées à hauteur de 99,9%, les rentrées des impôts indirects ont drainé 185,1 milliards, en hausse de 12,8%, tirées par les augmentations de 12,5% à 143,6 milliards des rentrées de la TVA et de 13,8% à 41,5 milliards de celles de la TIC. L'évolution de cette dernière traduit notamment des accroissements 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. L'amélioration du produit de la TVA recouvre des rebonds de 14,8% à 50,1 milliards des recettes de la TVA à l'intérieur et de 11,4% à 93,5 milliards de celles de la TVA à l'importation. Pour ce qui est des recettes des droits de douane et des droits d'enregistrement et de timbre, elles se sont accrues de 12,9% à 17,2 milliards et de 10,1% à 23,8 milliards respectivement.

Tableau E.4.1.1 : Exécutions budgétaires de 2024 et 2025, en milliards de dirhams

	2024	2025	Ecart		Exécution /LF 2025
			en %	en valeur	
Recettes ordinaires	407,9	470,1	15,3	60,2	107,6
Recettes fiscales*	336,6	388,0	15,3	51,4	105,6
- Impôts directs	135,7	161,9	19,3	26,2	116,2
Dont : IS	71,1	91,4	28,6	20,3	125,1
IR	59,7	65,4	9,4	5,6	107,4
- Impôts indirects	164,1	185,1	12,8	21,0	99,9
TVA	127,6	143,6	12,5	16,0	96,8
TIC	36,5	41,5	13,8	5,0	112,5
- Droits de douane	15,2	17,2	12,9	2,0	80,6
- Enregistrement et timbre	21,7	23,8	10,1	2,2	109,7
Recettes non fiscales	66,6	77,6	16,5	11,0	118,3
- Recettes des EEP	16,6	20,6	24,0	4,0	91,4
- Autres recettes	50,0	57,0	14,0	7,0	132,5
Y.c. Recettes a/t mécanismes innovants	35,3	40,1	13,7	4,8	114,6
Recettes de certains CST	4,7	4,5	-3,9	-0,2	124,6
Dépenses globales	465,3	520,0	11,8	54,7	102,6
Dépenses ordinaires	347,8	394,6	13,5	46,8	98,3
Biens et services	250,3	289,5	15,7	39,2	98,4
Personnel	164,6	179,7	9,2	15,1	99,7
Autres biens et services	85,6	109,8	28,2	24,2	96,4
Dette publique	33,9	41,5	22,3	7,6	97,3
Compensation	25,3	17,7	-30,0	-7,6	103,5
Transferts aux CT	38,3	46,0	20,0	7,7	96,8
Solde ordinaire	60,1	75,5	25,6	15,4	
Investissement	117,5	125,3	6,7	7,8	118,7
Solde des CST	-5,8	-10,7	84,5	-4,9	
Solde budgétaire	-63,2	-60,5	-4,2	2,7	
En points du PIB	4,0	3,6			
Solde primaire	-21,9	-19,0			
Variation des opérations en instance	8,6	-13,5			
Solde de financement	-54,5	-74,0	35,8	-19,5	
Financement intérieur	33,9	37,1			
Financement extérieur	19,0	37,0			
Produit de cessions de participations de l'Etat	1,7	0			

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

Sources : MEF (DTFE), retraitement TVA par BAM.

* Sur la base de la prévision de BAM de mars 2026 du PIB nominal.

S'agissant des recettes non fiscales, leur évolution est marquée principalement par les encaissements de 40,1 milliards des rentrées des mécanismes de financement innovants, au lieu de 35 milliards programmés dans la LF, et de 20,6 milliards des recettes provenant des établissements et entreprises publics (EEP), contre 16,6 milliards un an auparavant et 22,6 milliards prévus dans la LF. Ces rentrées proviennent principalement de l'Agence de la Conservation Foncière à hauteur de 6,5 milliards, de l'OCP pour un montant de 6,2 milliards et de Bank Al-Maghrib à hauteur de 4,3 milliards.

En regard, les dépenses de biens et services ont atteint 289,5 milliards, en alourdissement de 15,7%, avec des accroissements de 9,2% à 179,7 milliards de la masse salariale et de 28,2% à 109,8 milliards des dépenses au titre des autres biens et services. De leur côté, les charges en intérêts de la dette ont augmenté de 22,3% à 41,5 milliards, recouvrant un rebond de 36,7% à 32 milliards de celles sur la dette intérieure et une diminution de 9,8% à 9,5 milliards de celles sur la dette extérieure. Pour leur part, les charges de compensation se sont allégées de 30% à 17,7 milliards, résultat notamment de la baisse de la charge allouée au gaz butane.

Compte tenu de la réduction des opérations en instance de 13,5 milliards, le déficit de caisse s'est situé à 74 milliards, en creusement de 19,5 milliards d'une année à l'autre. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 37,1 milliards et par des ressources extérieures nettes de 37 milliards.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Au troisième trimestre 2025, la croissance économique s'est située à 4%, au lieu de 5% au même trimestre un an auparavant. Cette évolution recouvre une augmentation de 4,4%, au lieu d'un recul de 5,1%, de la valeur ajoutée agricole et une hausse de 3,8%, contre 5,7%, de celle des activités non agricoles. Du côté de la demande, sa composante intérieure a marqué une contribution à la croissance de 8,3 points de pourcentage, alors que les exportations nettes en volume ont enregistré une nouvelle participation négative à hauteur de 4,3 points.

Sur l'ensemble de l'année, le PIB se serait accru en volume de 4,8% après 3,8% en 2024. Cette évolution refléterait une progression de 5%, après un repli de 4,8%, de la valeur ajoutée agricole et une amélioration de 4,5% de celle des activités non agricoles, soit un rythme inchangé par rapport à l'année précédente. Tenant compte des indicateurs infra-annuels disponibles et d'une récolte céréalière estimée par Bank Al Maghrib à 82 millions de quintaux, la croissance économique devrait se situer à 4,9% au premier trimestre 2026 traduisant une hausse de 13,6% de la valeur ajoutée agricole et un accroissement de 3,7% de celle non agricole.

Sur le marché du travail, l'économie nationale a créé 193 mille emplois en 2025, contre 82 mille un an auparavant. Tenant compte d'une entrée nette de 177 mille actifs, le taux d'activité s'est stabilisé à 43,5% et 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.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

Au troisième trimestre de 2025, le rythme de la consommation finale des ménages a progressé de 3,9% après 3% au même trimestre un an auparavant, contribuant à hauteur de 2,3 points de pourcentage à la croissance économique.

Ce rythme se serait maintenu au quatrième trimestre de 2025, dans un contexte caractérisé par une consolidation des revenus agricoles et des transferts des MRE, une amélioration relative de la confiance des ménages et une modération de l'inflation. Ainsi, sur l'ensemble de l'année 2025, la consommation finale des ménages aurait progressé de 4,3% après 3,2% en 2024.

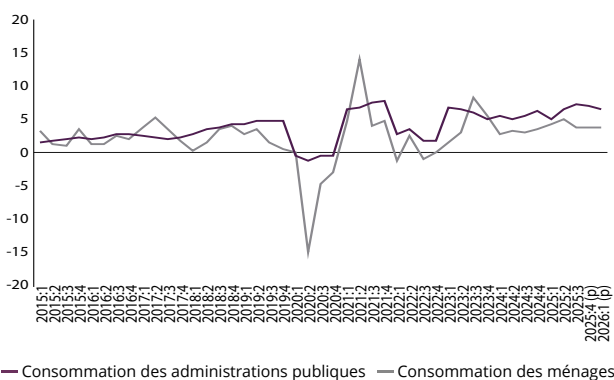
Au premier trimestre de 2026, en dépit de l'amélioration prévue des revenus agricoles, elle devrait décélérer à 3,7% après 4,4% au même trimestre de l'année précédente, en lien avec le ralentissement de la progression des revenus non agricoles.

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, son rythme s'est accéléré à 7,4% au troisième trimestre de 2025 après 5,5% au même trimestre un an auparavant, et sa participation à la croissance est passée de 1 point de pourcentage à 1,3 point.

Au dernier trimestre de 2025, elle devrait s'accélérer à 7% après 6,3%, en lien avec l'augmentation des dépenses de fonctionnement, portant ainsi sa croissance sur l'ensemble de l'année à 6,5%.

Au premier trimestre de 2026, elle se serait raffermie de 6,5%, après 5,2% à la même période une année auparavant.

Graphique 5.1 : Dépenses de consommation (variation en %)



Source : Données HCP et prévision BAM.

5.1.2 Investissement

Au troisième trimestre de 2025, l'investissement a poursuivi son dynamisme enregistrant une hausse de 15%, après 11,8% au même trimestre de l'année précédente. Sa contribution à la croissance ressort ainsi à 4,6 points de pourcentage au lieu de 3,5 points.

Les indicateurs disponibles laissent prévoir un léger ralentissement de son rythme à 9,4% au quatrième trimestre 2025. Cette prévision est corroborée par la décélération de 18,2% à 12% des importations de biens d'équipement et de 16,5% à 2,1% des ventes de ciment.

Par ailleurs, les résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib au titre du quatrième trimestre 2025 montrent que le climat des affaires a été qualifié de « normal » par les entreprises.

Sur l'ensemble de l'année 2025, le rythme de l'investissement se serait accéléré à 15,2%, après 10,9% en 2024 et au premier trimestre de 2026, il devrait progresser de 8,6%.

5.2 Demande extérieure

Le rythme des exportations de biens et services en volume a décéléré de 10,1% à 8,2% au troisième trimestre de 2025, tandis que celui des importations s'est accéléré de 11,1% à 15,3%. Ainsi, les exportations nettes de biens et services ont contribué négativement à la croissance économique à hauteur de 4,3 points.

Au quatrième trimestre de 2025, le rythme des exportations aurait ralenti en comparaison annuelle de 9,8% à 7,9% compte tenu du recul des exportations du secteur automobile et des expéditions en volume des phosphates et dérivées. De même, celui des importations aurait décéléré, revenant de 14% à 9,9%, reflétant essentiellement une réduction des achats des produits énergétiques et un recul des demi-produits.

Sur l'ensemble de l'année 2025, les échanges extérieurs, en volume, auraient de nouveau contribué négativement à la croissance économique de 3,6 points après 2,5 points en 2024. Le rythme des exportations de biens et services aurait ralenti de 8,0% à 6,7% et celui des importations se serait accéléré de 11,6% à 12,7%.

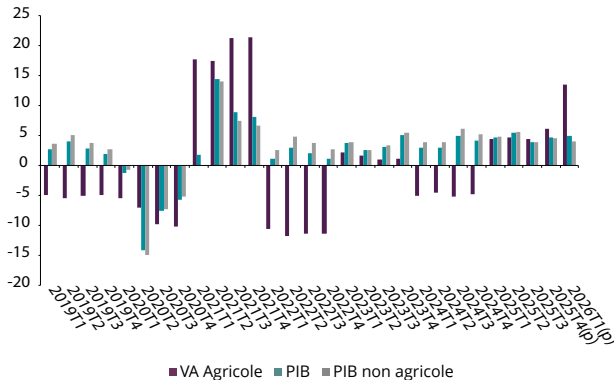
Au premier trimestre de 2026, les exportations en volume devraient progresser de 7,7% après 2,2% un an auparavant et les importations de 8,7% au lieu de 9,8%.

5.3 Offre globale

Au troisième trimestre 2025, la hausse du PIB a ralenti à 4% après 5% la même période une année auparavant, reflétant une augmentation de 3,8%, après 5,7%, de la valeur ajoutée des activités non agricoles, et un accroissement de 4,4%, au lieu d'un recul de 5,1%, de celle agricole.

Au cours du quatrième trimestre 2025, la croissance économique aurait enregistré une amélioration de 4,7%, après 4,2% un an auparavant. La valeur ajoutée agricole se serait accrue de 6,2%, contre une diminution de 4,8%, et celle des activités non agricoles se serait améliorée de 4,1%, après 4,8%.

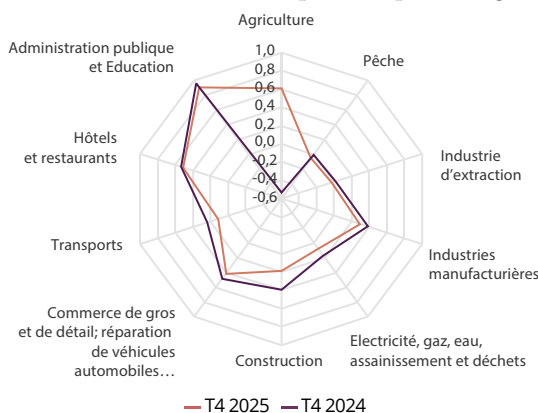
Graphique 5.2 : PIB par composante (aux prix de l'année précédente, variation en %, en glissement annuel, base 2014)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

La valeur ajoutée du secteur secondaire aurait connu une décélération de son rythme de croissance à 2,2% après 3,7%, reflétant notamment des hausses de 2%, au lieu de 2,4%, dans les industries de transformation et de 3,5%, après 6,9% dans le BTP.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

L'activité dans le secteur tertiaire aurait enregistré un accroissement de 5,1% au lieu de 5,4% à la même période de l'année précédente. En particulier, la valeur ajoutée devrait augmenter de 12% pour la branche « Activité d'hébergement et de restauration » et de 4% dans le commerce. Elle afficherait également une amélioration dans les branches « Administration publique et défense, sécurité sociale obligatoire » et « Education, santé humaine et activités d'action sociale » en lien avec les revalorisations salariales intervenues dans la fonction publique.

Sur l'ensemble de l'année 2025, l'accroissement du PIB se serait établi à 4,8% après 3,8% en 2024, résultat d'une hausse de 5%, après un recul de 4,8%, de la valeur ajoutée agricole et une amélioration de 4,5% de celle des activités non agricoles, soit un rythme inchangé par rapport à l'année précédente.

Au premier trimestre 2026, la croissance économique devrait se situer à 4,9% au lieu de 4,8% un an auparavant. Cette évolution reflèterait notamment une progression de la valeur ajoutée agricole de 13,6%, au lieu de 4,5%, tenant compte d'une récolte céréalière estimée par BAM à 82 millions de quintaux. Pour leur part, les activités dans les secteurs non agricoles auraient connu une décélération de leur rythme de croissance à 3,7%, au lieu de 4,6% un an auparavant.

5.4 Marché du travail et capacités de production

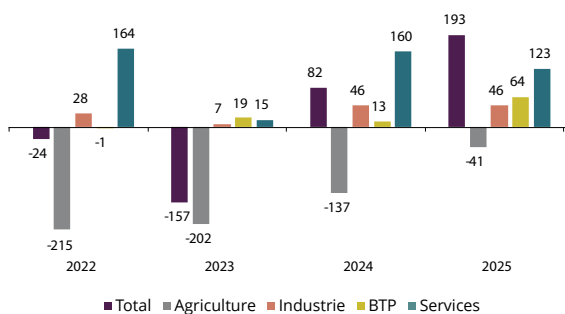
5.4.1 Activité et emploi

En 2025, la population active a augmenté de 1,4% à 12,5 millions de personnes avec une hausse de 2,4% dans les villes et un recul de 0,4% dans les campagnes. Compte tenu de l'évolution de la population en âge de travailler, le taux d'activité s'est stabilisé à 43,5% au niveau national, recouvrant un repli de 0,4 point à 46,1% dans les campagnes et une progression de 0,2% à 42,2% en milieu urbain.

En parallèle, l'économie nationale a créé 193 mille emplois, après 82 mille un an auparavant, et la population active occupée s'est ainsi raffermie de 1,8% à 10,9 millions de personnes.

A l'exception de l'agriculture qui a accusé une perte de 41 mille emplois, après celle de 137 mille en 2024, les autres secteurs ont connu des augmentations de leur volume d'emploi à hauteur de 46 mille dans l'industrie, de 64 mille dans le BTP et de 123 mille dans les services. Ces derniers reflètent essentiellement une création de 53 mille dans les « activités financières, d'assurance, immobilières, scientifiques, techniques, de services administratifs et de soutien » et de 46 mille dans les « services sociaux fournis aux collectivités ».

Graphique 5.4: Créations d'emplois par secteur (en milliers)



Source : HCP.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

Les créations d'emploi ont été supérieures aux entrées nettes sur le marché du travail, induisant ainsi un repli de la population au chômage de 1% à 1,62 million de personnes et une baisse du taux de chômage 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. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux a poursuivi sa progression, avec un accroissement de 0,5 point à 37,2% globalement, avec une hausse de 1,4 point à 22,7% dans les campagnes et un recul de 0,4 point à 48% dans les villes.

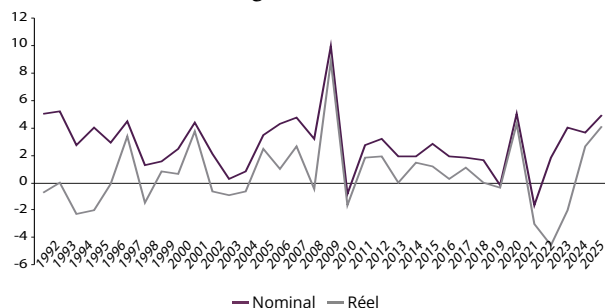
Parallèlement, le taux de sous-emploi¹ est passé de 10,1% à 10,9% au niveau national, de 12,2% à 13,2% dans les campagnes et de 8,9% à 9,6% en milieu urbain.

5.4.3 Productivité et salaires

La productivité apparente du travail dans les secteurs non agricoles, appréhendée par le ratio de la valeur ajoutée à l'emploi, aurait enregistré en 2025 une amélioration de 1,5% après 1,6% une année auparavant. Cette évolution reflèterait une stagnation à 4,5%, de la croissance de la valeur ajoutée et une progression de 3%, après 2,9%, des effectifs employés.

Pour sa part, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS en rapportant la masse salariale aux effectifs employés, a affiché en 2025 des accroissements de 4,9%, au lieu de 3,6% un an auparavant, en termes nominaux et de 4,1% après 2,7% en termes réels.

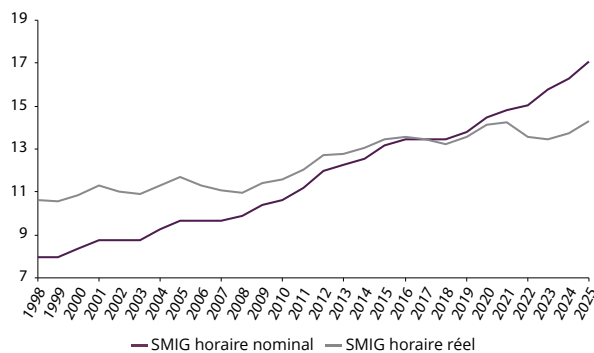
Graphique 5.5 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)



Sources : Données CNSS et calculs BAM.

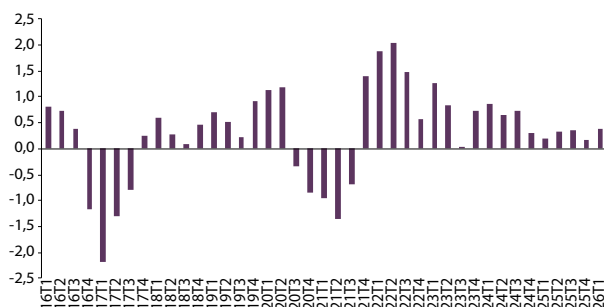
Pour le SMIG horaire, il s'est établi, en termes nominaux, à 17,1 dirhams en 2025, en hausse de 5% d'une année à l'autre. Tenant compte d'une progression de 0,8% de l'indice des prix à la consommation, il aura marqué une augmentation de 4,2% en termes réels.

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

Graphique 5.6 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)

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

Au total, l'output-gap devrait rester positif au cours du dernier trimestre 2025 et du premier trimestre 2026.

Graphique 5.7 : Output-gap global (en %)

Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	2024	2025
Taux d'activité (en %)	43,5	43,5
Urbain	42,0	42,2
Rural	46,5	46,1
Taux de chômage (en %)	13,3	13,0
Jeunes âgés de 15 à 25 ans	36,7	37,2
Urbain	16,9	16,4
Jeunes âgés de 15 à 25 ans	48,4	48,0
Rural	6,8	6,6
Créations d'emplois (en milliers)	82	193
Urbain	162	203
Rural	-80	-10
Secteurs		
- Agriculture, forêt et pêche	-137	-41
- Industrie	46	46
- BTP	13	64
- Services	160	123
Productivité apparente non agricole (variation en %)	1,6	1,5
Indice des salaires moyens (variation en %)	Nominal	3,6
	Réel	2,7
		4,9
		4,1

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

Au quatrième trimestre 2025, l'inflation est revenue à -0,2%, après s'être établie à 0,4% au troisième trimestre, ramenant ainsi sa moyenne au titre de l'année 2025 à 0,8%. Cette baisse s'est prolongée en janvier 2026, l'inflation s'étant située à -0,8%. Cette évolution reflète principalement l'accentuation du repli de l'indicateur de l'inflation sous-jacente, à -1,5% en janvier, contre -1% en moyenne au trimestre précédent. Elle traduit également le recul des prix des carburants de -10,7% après -5% et, l'atténuation de l'augmentation de ceux des produits alimentaires à prix volatils à 2,6% au lieu de 3,5%. En revanche, les tarifs réglementés ont enregistré une légère accélération de leur rythme de progression de 0,4% à 0,5%.

Au premier trimestre 2026, l'inflation devrait se situer à -0,3% et sa composante sous-jacente devrait ressortir à -1%.

6.1 Evolution de l'inflation

En janvier 2026, l'inflation s'est établie à -0,8%, poursuivant la tendance amorcée au quatrième trimestre 2025, où elle est revenue à -0,2%, après 0,4% un trimestre auparavant. Cette évolution traduit principalement l'accentuation de la baisse de l'indicateur de l'inflation sous-jacente de -1% à -1,5% et des prix des carburants de -5% à -10,7%. Elle reflète également le ralentissement du rythme de progression des prix des produits alimentaires à prix volatils de 3,5% à 2,6%. A l'opposé, les tarifs réglementés se sont renchérissés de 0,5% au lieu de 0,4%.

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

En janvier, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont affiché un accroissement mensuel de 2,6%, tiré principalement par les augmentations de 10,9% pour les « poissons frais », de 3,3% pour les « légumes frais » et de 2,7% pour les « fruits frais ».

En glissement annuel, la hausse des prix de ces produits ressort à 2,6%, après celle de 3,5% en moyenne au quatrième trimestre 2025. En termes de contribution, ils ont participé à hauteur de 0,4 point de pourcentage à l'inflation, au lieu d'une contribution de 0,5 point le trimestre précédent.

Tableau 6.1 : Inflation et ses composantes

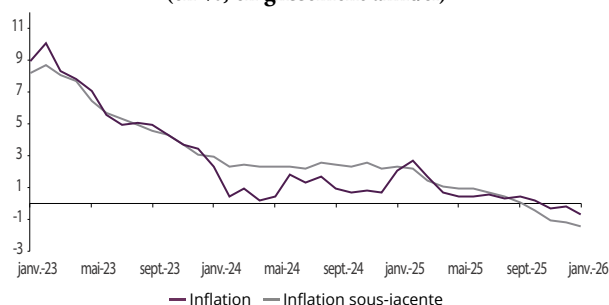
(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	nov. 25	déc. 25	janv. 26	nov. 25	déc. 25	janv. 26
Inflation	-0,6	-0,1	0,3	-0,3	-0,3	-0,8
- Produits alimentaires à prix volatils	-1,4	0,5	2,6	3,0	4,5	2,6
- Produits réglementés	0,0	0,0	0,4	0,4	0,4	0,5
- Carburants	0,2	-0,6	-5,9	-4,2	-5,1	-10,7
Inflation sous-jacente	-0,4	-0,2	0,0	-1,2	-1,2	-1,5
Produits alimentaires	-1,2	-0,7	-0,3	-4,5	-5,0	-5,8
- Articles d'habillement et chaussures	-0,2	0,1	0,0	0,7	0,9	0,9
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,2	0,0	0,1	1,2	1,1	1,1
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,1	0,0	0,7	0,7	0,8
- Santé ¹	0,0	-0,1	0,3	-0,1	-0,1	0,4
- Transport ²	-0,2	0,1	0,1	-0,5	-0,2	0,3
- Communication	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,4
- Loisirs et cultures ¹	-0,1	0,0	-0,1	-0,8	-0,8	-0,8
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	2,1	2,1	2,1
- Restaurants et hôtels	0,0	0,5	-0,2	2,5	2,8	2,3
- Biens et services divers ¹	0,3	0,1	1,1	1,7	1,8	2,8

¹ Hors produits réglementés.

² Hors carburants et produits réglementés.

Sources : Données HCP et calculs BAM.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

Encadré 6.1 : Refonte des composantes analytiques de l'Indice des Prix à la Consommation (IPC)

La mesure de l'inflation constitue le socle sur lequel repose la conduite de la politique monétaire. Si l'indice global des prix à la consommation offre une photographie synthétique des pressions inflationnistes, il présente l'inconvénient de ne pas discerner les composantes sujettes à des chocs temporaires d'offre ou à des mesures gouvernementales qui peuvent masquer les tendances fondamentales des prix. Pour isoler ces fluctuations et identifier les dynamiques structurelles sous-jacentes, les banques centrales développent des indicateurs analytiques complémentaires qui permettent de distinguer les mouvements des prix structurels de ceux à caractère transitoires.

Se basant sur les données relatives aux 116 sections de l'IPC, Bank Al-Maghrib a élaboré une classification analytique qui distingue quatre grandes rubriques, à savoir « l'indicateur de l'inflation sous-jacente », « les produits alimentaires à prix volatils », « les biens et services à tarifs réglementés » et « les carburants et lubrifiants ».

Aujourd'hui, la Banque entreprend une réforme de cette classification, motivée par la disponibilité de données détaillées au niveau des 546 produits constituant l'IPC.

Dans ce sens, le calcul des nouveaux indicateurs analytiques repose sur la méthode d'exclusion, qui consiste à identifier puis à soustraire de l'indice global les composantes sensibles aux chocs ponctuels ou aux décisions administratives pour isoler l'inflation sous-jacente qui traduit la tendance fondamentale des prix. La première étape de cet exercice consiste à définir les

produits et services à tarifs réglementés. La nouvelle classification aboutit à une réévaluation de leur poids dans le panier de consommation, qui passe de 22% à 23,9%. Cette augmentation s'explique principalement par l'intégration d'articles précédemment classés dans l'inflation sous-jacente mais relevant en réalité de décisions tarifaires administratives. Parallèlement, plusieurs services ont été exclus de cette catégorie faute de relever véritablement d'une tarification réglementée, leurs prix résultant davantage des conditions de marché que d'arrêtés ministériels, et rejoignent désormais l'inflation sous-jacente.

La seconde étape de l'identification permet d'isoler les produits alimentaires à prix volatils selon un seuil de volatilité fixé à 2% d'écart-type, calculé sur la période 2017-2018 afin d'éliminer l'influence des chocs récents tels que la pandémie de Covid-19, l'épisode inflationniste de 2022-2023 ou les années de sécheresse successives. Cette catégorie a ainsi connu des ajustements fins, avec l'identification de 74 produits spécifiques contre huit sections générales précédemment, pour un poids total de 12,8% légèrement supérieur à l'ancienne estimation de 12,3%.

L'exclusion des produits et services définis dans les deux précédentes étapes permet d'identifier la composition de l'indicateur de l'inflation sous-jacente. Le poids de ce dernier s'est réduit de 62,9% à 60,6%, avec une baisse de 24,3% à 21,1% du poids de sa composante alimentaire contre un ajustement de 38,6% à 39,4% de celui de sa composante non alimentaire. La distinction entre produits échangeables et non échangeables au sein de l'IPC a été également affinée pour tenir compte des flux commerciaux récents. Ce reclassement entraîne une redistribution notable des poids, avec une part des échangeables ramenée à 31,2% contre 35,5% auparavant, et celle des non échangeables portée à 29,4% contre 27,4%.

Concernant la composante carburants, son poids est resté quasi-stable, soit 2,8%, suite à de légers ajustements. Il s'agit en particulier de l'exclusion des lubrifiants de cette section afin d'améliorer la corrélation avec ses déterminants notamment les cours internationaux du pétrole, les coûts de raffinage et le taux de change.

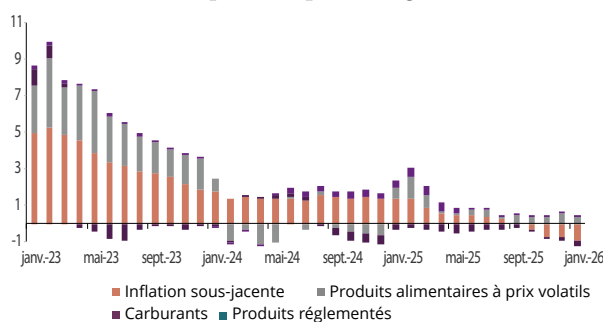
L'examen comparatif des anciennes et nouvelles séries statistiques révèle que les écarts demeurent limités, même durant les périodes de fortes tensions inflationnistes telles que 2022-2023. Le nouvel

indicateur de l'inflation sous-jacente présente une légère atténuation de sa volatilité, son écart-type passant de 0,269 à 0,263, ce qui renforce sa pertinence comme jauge des pressions inflationnistes durables. Cette refonte méthodologique offre désormais à Bank Al-Maghrib une lecture plus fine des mécanismes de formation des prix, essentielle pour l'appréciation des anticipations inflationnistes et le calibrage approprié de la politique monétaire.

S'agissant des tarifs réglementés, ils ont connu une augmentation mensuelle de 0,4% en janvier, traduisant essentiellement l'accroissement de 3,1% des prix des tabacs.

En comparaison annuelle, les tarifs réglementés ont progressé de 0,5% en janvier au lieu de 0,4% en moyenne au quatrième trimestre 2025. Leur contribution à l'inflation s'est ainsi maintenue à 0,1 point de pourcentage.

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



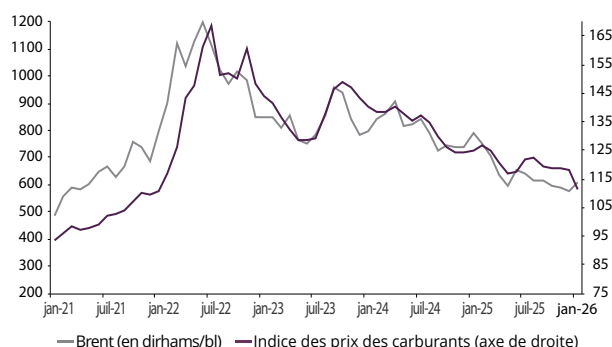
Sources : Données HCP et calculs BAM.

Pour leur part, les prix des carburants ont affiché une baisse mensuelle de -5,9% en janvier. Cette évolution s'inscrit dans un contexte marqué par l'appréciation de 0,2% du dirham vis-à-vis du dollar américain et une hausse des cours internationaux de produits pétroliers, celui du Brent en particulier s'étant accru de 6,5%.

En glissement annuel, les prix des carburants ont vu leur repli s'accroître, passant de -5% en moyenne au quatrième trimestre 2025 à -10,7% en janvier. Par conséquent, ils ont contribué négativement à

l'inflation à hauteur de -0,3 point de pourcentage, contre -0,1 point un trimestre auparavant.

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



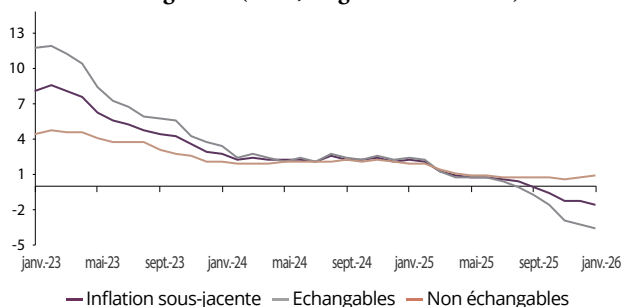
Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

6.1.2. Inflation sous-jacente

L'indicateur de l'inflation sous-jacente a connu en janvier une baisse de -1,5%, après celle de -1% au quatrième trimestre 2025. Cette diminution est tirée par le recul des prix de sa composante alimentaire de -5,8% au lieu de -4,1%, en lien notamment avec le repli des prix des « huiles » de -25,4% après -17,1%.

Quant aux prix des produits et services hors alimentation inclus dans l'indicateur de l'inflation sous-jacente, ils se sont accrus de 1,2% en janvier au lieu de 1% le trimestre précédent, portés principalement par l'augmentation de 2,8% après 1,6% des prix des « biens et services divers » et de 0,3% au lieu de -0,3% de ceux du « transport ».

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



Sources : Données HCP et calculs BAM.

La ventilation du panier de l'indicateur de l'inflation sous-jacente en produits échangeables et non échangeables indique que l'accentuation de sa baisse traduit le repli des prix des biens et services échangeables de -3,5% en janvier au lieu de -2,5% au quatrième trimestre 2025, alors que la hausse des prix de ceux non échangeables s'est légèrement accentuée, passant de 0,8% à 0,9%.

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

(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	nov. 25	déc. 25	janv. 26	nov. 25	déc. 25	janv. 26
Biens échangeables	-0,8	-0,4	-0,2	-2,8	-3,1	-3,5
Biens non échangeables	0,0	0,1	0,2	0,7	0,9	0,9
Inflation sous-jacente	-0,4	-0,2	0,0	-1,2	-1,2	-1,5

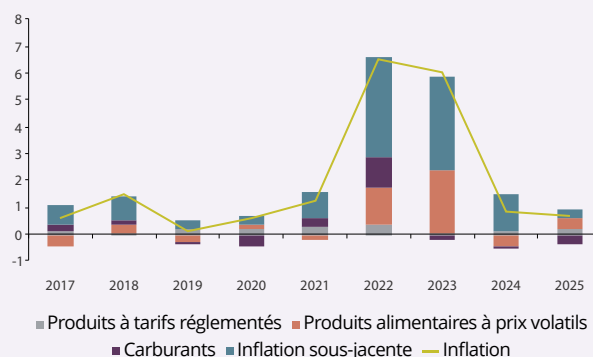
Sources : Données HCP et calculs BAM.

Encadré 6.2 : Evolution de l'inflation en 2025

En 2025 l'inflation, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation (IPC), a poursuivi son recul ressortant à 0,8%, après 0,9% en 2024. Cette évolution est attribuable à la conjugaison de plusieurs facteurs. Outre l'atténuation des pressions d'origine externe, avec notamment le reflux des prix des produits énergétiques, elle traduit sur le plan interne les effets des mesures prises par le Gouvernement pour l'amélioration de l'offre de certains produits agricoles et de la bonne campagne des olives.

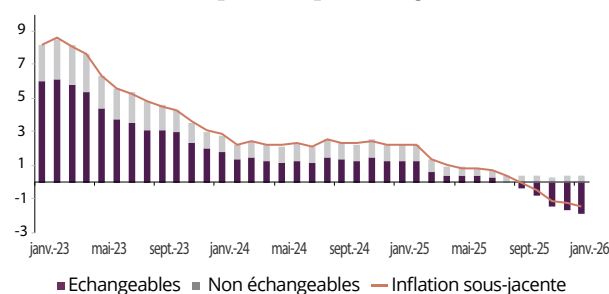
Par composante, la décélération de l'inflation reflète principalement celle de l'indicateur de l'inflation sous-jacente à 0,6%, après 2,3% en 2024, tirée principalement par le reflux des prix des produits alimentaires qui y sont inclus. De même, le repli des prix des carburants s'est accentué à 9,8%, au lieu de 3,5%. A l'inverse, les produits alimentaires à prix volatils se sont renchérissés de 3,1%, au lieu d'une diminution de 2,6%, pâtissant de conditions climatiques défavorables. Dans le même sens, les tarifs réglementés ont progressé de 1,1%, après 0,7%.

Graphique E.6.2.1 : Contributions à l'inflation (en points de %)



Sources : Données HCP et calculs BAM.

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



Sources : Données HCP et calculs BAM.

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

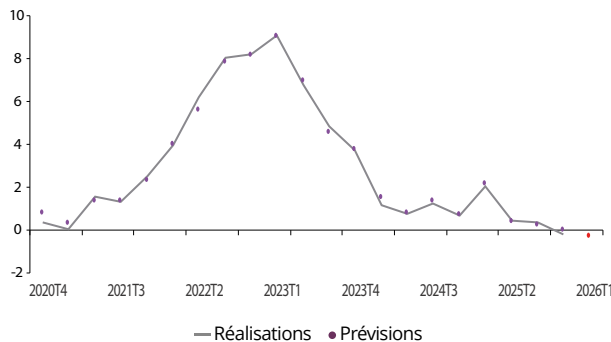
A court terme, l'inflation devrait s'établir à -0,3% au premier trimestre 2026, après -0,2% au quatrième trimestre 2025. Cette évolution serait tirée principalement par la décélération de la progression des prix des produits alimentaires à prix volatils de 3,5% à 2,8%.

De même, le repli des prix des carburants devrait légèrement s'accroître à 6,6% au cours du premier trimestre 2026, après 5% un trimestre auparavant, en lien avec l'évolution des cours internationaux des produits pétroliers.

En revanche, les tarifs réglementés devraient se renchérir de 0,6% au lieu de 0,4%, suite à la révision à la hausse des prix du tabac.

Quant à l'indicateur de l'inflation sous-jacente, il devrait diminuer de 1%, soit la même évolution qu'au trimestre précédent.

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

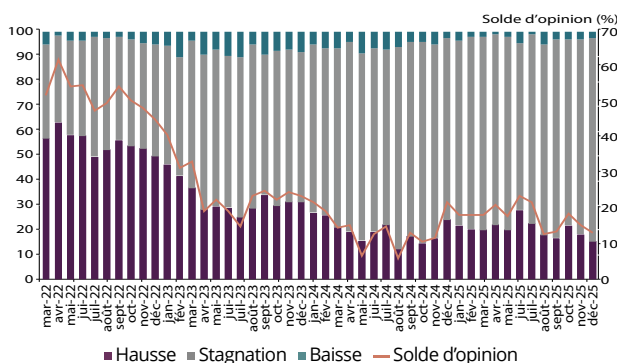


Source : Données HCP et prévisions BAM.

6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib auprès des industriels pour le mois de décembre 2025 montrent que 82% des répondants anticipent une stabilisation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 15% s'attendent à une hausse, tandis que 2% d'entre eux tablent sur une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à 13%.

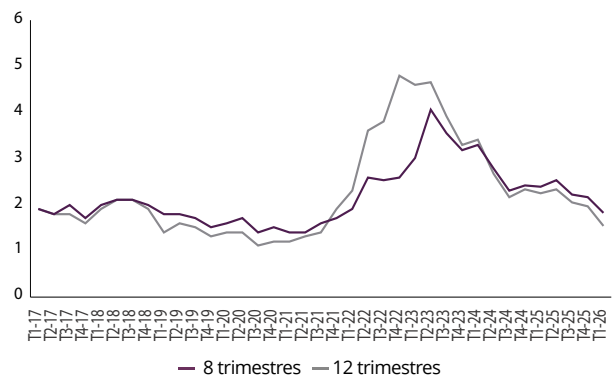
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises (en %)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les experts du secteur financier, interrogés dans le cadre de l'enquête de Bank Al-Maghrib sur les anticipations d'inflation au titre du premier trimestre 2026, tablent sur une inflation moyenne de 1,5% à l'horizon des huit prochains trimestres, au lieu de 2% au quatrième trimestre 2025, et de 1,8% sur l'horizon des 12 prochains trimestres, contre 2,2% un trimestre auparavant.

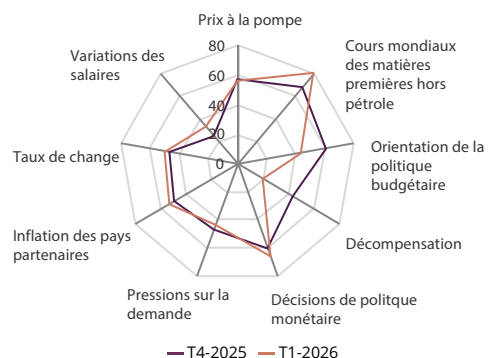
Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres (en %)



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

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

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



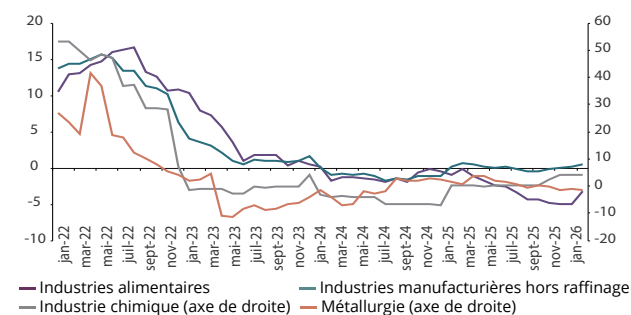
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4 Prix à la production

Les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole ont enregistré une progression mensuelle de 0,3% en janvier 2026. Cette évolution reflète des hausses de 1,3% dans les « industries alimentaires » et dans la branche de « fabrication des machines et équipements » et de 0,5% dans celles de la « fabrication de produits métalliques » et de la « fabrication d'autres produits minéraux non métalliques ». En revanche, les prix ont baissé de 0,2% dans la branche de la « métallurgie ».

En variation annuelle, les prix à la production hors raffinage sont ressortis en hausse de 0,4% en janvier après 0,2% un mois auparavant.

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



Source : HCP.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

Malgré l'intensification des tensions commerciales et géopolitiques, l'économie mondiale a résisté mieux que prévu en 2025. Ses perspectives restent toutefois orientées à la baisse et entourées de fortes incertitudes, en lien avec l'éclatement de la guerre en Iran et son élargissement à la Région et l'issue de la politique commerciale américaine à la suite de la récente décision de la Cour suprême¹. Le conflit au Moyen-Orient entraîne de grandes perturbations des chaînes d'approvisionnement, notamment des produits énergétiques. Cela étant, les répercussions économiques globales dépendront de sa durée et de son ampleur.

La croissance mondiale devrait ralentir de 3,3% en 2025 à 2,9% cette année avec des trajectoires variant d'une économie à l'autre, avant de revenir à 3,1% en 2027. Aux Etats-Unis, la déréglementation, les incitations fiscales et les gains de productivité associés à l'IA devraient continuer à stimuler l'activité, la croissance s'accélérerait de 2,2% en 2024 à 2,3% cette année, avant de ralentir à 1,9% en 2027. Dans la zone euro, après avoir atteint 1,5% en 2025, elle devrait se modérer à 1,1% en 2026, puis remonter à 1,5% en 2027, sous l'effet notamment de l'assouplissement budgétaire attendu en Allemagne.

Au Royaume-Uni, le rythme de l'activité ralentirait de 1,3% en 2025 à 0,8% en 2026, pâtissant de la faiblesse persistante de la confiance des ménages et des investisseurs, de la modération de la progression des salaires et de la consolidation budgétaire, avant de rebondir à 1,7% en 2027. Au Japon, il devrait se modérer, revenant de 1,1% en 2025 à 0,7% cette année puis à 1% en 2027.

Dans les principales économies émergentes, après avoir atteint l'objectif de croissance de 5% en 2025, l'activité économique devrait se modérer, avec des rythmes de 4,5% en 2026 et de 4,6% en 2027, en dépit de l'orientation du gouvernement à soutenir la consommation et les investissements dans l'IA et les semi-conducteurs. La croissance continuerait de pâtir des défis structurels. En Inde, le rythme de l'activité devrait ralentir à 6,4% en 2026 après 7,7% en 2025, sous l'effet principalement de l'affaiblissement de la demande extérieure, avant de se redresser à 6,7% en 2027. Quant au Brésil, la croissance décélérerait de 2,7% en 2025 à 1,6% en 2026, en lien notamment avec le maintien d'une orientation restrictive de la politique monétaire, et devrait rebondir à 2,1% en 2027. En Russie, elle demeurerait modeste à 1,3% en 2026 puis à 0,7% en 2027, sous l'effet conjugué d'une consommation atone, d'une politique monétaire restrictive, d'un investissement limité dans les secteurs non militaires, de l'impact des sanctions, ainsi que de tendances démographiques défavorables.

Sur les marchés des matières premières, le marché du pétrole fait face à de fortes perturbations d'approvisionnement liées à l'éclatement de la guerre en Iran et dans la région. Malgré la décision de l'OPEP+, lors de sa réunion du 1^{er} mars, d'augmenter sa production de 206 000 barils par jour (plus qu'attendu) à compter d'avril, ainsi que celle des pays membres de l'AIE, le 11 mars, de libérer 400 millions de barils de pétrole provenant de leurs réserves stratégiques, et celle du 12 mars par laquelle le gouvernement américain a accordé une « autorisation temporaire » permettant aux pays d'acheter le

¹ Le 20 février, la Cour suprême des États-Unis a invalidé les droits de douane imposés par Donald Trump en vertu de la Loi sur les pouvoirs économiques d'urgence internationaux (IEEPA). Il s'agit des tarifs « réciproques » imposés à de nombreux pays en raison du niveau de leur balance commerciale avec les États-Unis, ainsi que des tarifs liés au trafic de fentanyl imposés au Canada, au Mexique et à la Chine. Le président américain a réagi le jour même en instaurant un droit de douane général supplémentaire de 10%, entré en vigueur le 24 février pour une durée de 150 jours, dans l'attente de sa validation par le Congrès pour sa pérennisation, et envisage de le relever à 15%.

pétrole russe bloqué en mer pendant une période de 30 jours, le Brent a poursuivi son renchérissement entamé depuis le déclenchement du conflit. Cela étant, les prévisions retenues par la Banque reposent sur un scénario de 78,9 dollars le baril en moyenne en 2026 et de 64,5 dollars en 2027, similaire à celui retenu par l'EIA. Pour ce qui est du phosphate et dérivés marocains, les cours devraient, selon les projections de la Commodities Research Unit, s'accroître à 816 dollars la tonne pour le DAP et à 208 dollars pour le phosphate brut en 2026, avant de revenir à 703 dollars et 200 dollars respectivement en 2027. S'agissant des denrées alimentaires, après une progression de 4,3% en 2025, l'indice FAO ressortirait en baisse de 2,3% en 2026, reflétant principalement le repli des prix des produits laitiers, du sucre et de la viande, avant d'enregistrer une nouvelle augmentation de 3,4% en 2027.

Dans ces conditions, l'inflation mondiale s'accélérerait de 2,9% en 2025 à 3,3% cette année en raison notamment de la forte hausse des cours des produits énergétiques, avant de revenir à 2,9% en 2027. Dans la zone euro, l'inflation devrait s'accélérer légèrement à 2,2% en 2026 avant de se situer à 1,9% en 2027, alors qu'aux Etats-Unis, elle resterait supérieure à l'objectif de la FED, s'établissant à 3,2% en 2026, avant de revenir à 2,3% en 2027.

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, 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%]. La Banque d'Angleterre a également décidé, le 5 février, de garder inchangé son taux directeur à 3,75%.

Au niveau national, l'année 2025 a été marquée par une poursuite de la dynamique des échanges extérieurs de biens, avec des hausses de 2,8% des exportations et de 8% des importations, une augmentation sensible des recettes de voyages à 138,1 milliards de dirhams, ainsi que par une consolidation des transferts MRE à 122 milliards. Le déficit du compte courant aurait ainsi terminé l'année à près de 2,3% du PIB, après 1,2% en 2024. Par ailleurs, les recettes d'IDE ont connu une nette amélioration à 56,1 milliards, soit près de 3,3% du PIB. Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserve se sont renforcés à 443,3 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 16 jours d'importations de biens et services.

Sur l'horizon de prévision, le rythme des exportations devrait s'accélérer à 10,7% en 2026 et à 6,9% en 2027, en lien avec la reprise prévue du secteur automobile dont les expéditions atteindraient 209,6 milliards de dirhams à l'horizon de 2027. En parallèle, les importations devraient voir leur rythme d'accroissement s'accélérer à 8,5% en 2026 avant de ralentir à 4,9% en 2027, avec en particulier une décélération de la progression des acquisitions de biens d'équipement. En parallèle, les recettes de voyages augmenteraient de 8,2% en 2026 et de 5,9% en 2027 pour atteindre 158,2 milliards et les transferts des MRE s'amélioreraient de 3,7% en 2026 puis de 2% en 2027 pour s'établir à 129 milliards. Le déficit du compte courant se situerait ainsi autour de 3,1% en 2026 et de 2,5% en 2027. S'agissant des IDE, les projections tablent sur un flux de recettes équivalent à 3,5% du PIB à moyen terme.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve se renforceraient à 473,4 milliards à fin 2026 puis à 482,1 milliards à fin 2027, représentant l'équivalent de 5 mois et 20 jours et 5 mois et 23 jours d'importations de biens et services respectivement.

S'agissant des conditions monétaires, après son accélération à 4,7% en 2025, le rythme de progression du crédit bancaire au secteur non financier devrait s'établir à 6% en 2026 et à 5,1% en 2027. Pour sa part, le taux de change effectif réel devrait se déprécier à moyen terme, après son appréciation en 2025.

Au niveau des finances publiques, après s'être établi à 3,6% du PIB en 2025, le déficit budgétaire devrait s'atténuer à 3,5% en 2026 et à 3,4% en 2027. Ces projections tiennent compte notamment de la LF 2026, de la programmation budgétaire triennale 2026-2028 et des nouvelles prévisions macroéconomiques de BAM.

Pour ce qui est de l'activité économique, après une progression de 3,8% en 2024, la croissance aurait marqué une nette accélération pour se situer à 4,8% en 2025, recouvrant, d'une part, une hausse de 5% de la valeur ajoutée agricole, et d'autre part, une amélioration de 4,7% de celle non agricole. A moyen terme, les activités non agricoles devraient maintenir leur dynamique, avec des progressions de 4,6% cette année et de 4,5% en 2027. Pour sa part, la valeur ajoutée agricole enregistrerait un bond de 14,4% en 2026, tenant compte d'une récolte céréalière estimée par BAM à 82 millions de quintaux (MQx), suivie d'une baisse de 5,3% en 2027, sous l'hypothèse d'un retour à une campagne céréalière moyenne. Au total, la croissance s'accélérait à 5,6% cette année puis reviendrait à 3,5% en 2027. Du côté de la demande, sa composante intérieure continuerait de tirer la croissance alors que la participation des exportations nettes resterait négative.

Dans ce contexte, l'inflation se maintiendrait à 0,8% en 2026, avant de s'accélérer à 1,4% en 2027. Sa composante sous-jacente ressortirait à 0,2% cette année, avant de remonter à 1,6% en 2027.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

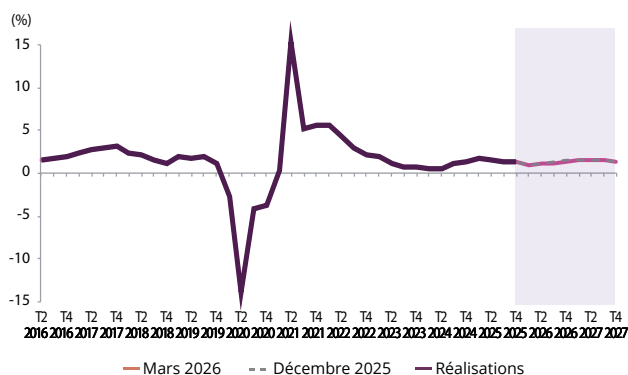
Décélération de l'activité économique mondiale en 2026

La croissance mondiale devrait décélérer de 3,3% en 2025 à 2,9% cette année avec des trajectoires variant d'une économie à l'autre, avant de revenir à 3,1% en 2027.

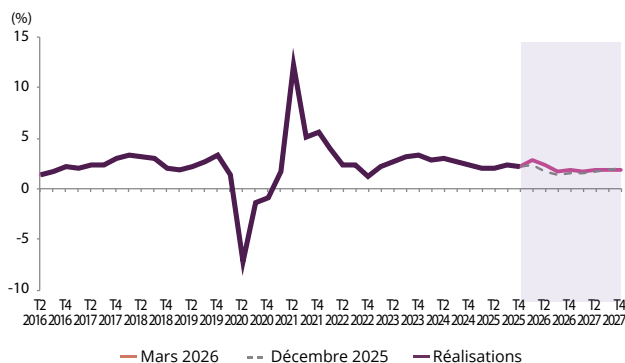
Aux Etats-Unis, la déréglementation, les incitations fiscales et les gains de productivité associés à l'adoption de l'IA devraient continuer à soutenir l'activité, la croissance étant attendue de s'accélérer de 2,2% en 2024 à 2,3% cette année, avant de ralentir à 1,9% en 2027. Dans la zone euro, après avoir atteint 1,5% en 2025, la croissance devrait se modérer à 1,1% en 2026 avant de remonter à 1,5% en 2027, sous l'effet notamment de l'assouplissement budgétaire attendu en Allemagne, en particulier dans les domaines de la défense et des infrastructures. Pour sa part, la croissance de l'économie britannique reviendrait de 1,3% en 2025 à 0,8% en 2026, pâtiissant de la faiblesse persistante de la confiance des ménages et des investisseurs, de la modération de la progression des salaires et de la consolidation budgétaire, avant de rebondir à 1,7% en 2027. Au Japon, le rythme de l'activité devrait se modérer de 1,1% en 2025 à 0,7% cette année puis à 1% en 2027, les politiques publiques du nouveau gouvernement, en particulier celles axées sur l'investissement, nécessitant des délais longs pour produire leurs effets et soutenir l'activité.

Pour ce qui est des principales économies émergentes, en Chine, après avoir atteint l'objectif de croissance de 5% en 2025, l'activité économique devrait se modérer, avec des rythmes de 4,5% en 2026 et de 4,6% en 2027, en dépit de l'orientation du gouvernement à soutenir la consommation et les investissements dans l'IA et les semi-conducteurs. La croissance continuerait de pâtir des défis structurels liés au vieillissement de la population, aux difficultés persistantes du secteur immobilier et à une demande intérieure atone. En Inde, le rythme de l'activité devrait ralentir à 6,4% en 2026 après 7,7% en 2025, sous l'effet principalement de l'affaiblissement de la demande extérieure, avant de se redresser à 6,7% en 2027, porté par le dynamisme de la demande intérieure, une démographie favorable et les investissements en R&D. Au Brésil, la croissance devrait se modérer de 2,7% en 2025 à 1,6% en 2026, en lien notamment avec le maintien d'une orientation restrictive de la politique monétaire. L'assouplissement attendu de celle-ci, conjugué aux nouvelles baisses d'impôts, devrait soutenir un rebond de la demande, ce qui contribuerait à un redressement du rythme de l'activité à 2,1% en 2027. En Russie, la croissance demeurerait modeste à 1,3% en 2026 puis à 0,7% en 2027, sous l'effet conjugué d'une consommation atone, d'une politique monétaire restrictive, d'un investissement limité dans les secteurs non militaires, de l'impact des sanctions, ainsi que de tendances démographiques défavorables.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : GPMN (scénario du conflit en Iran, établi en date du 10 mars 2026).

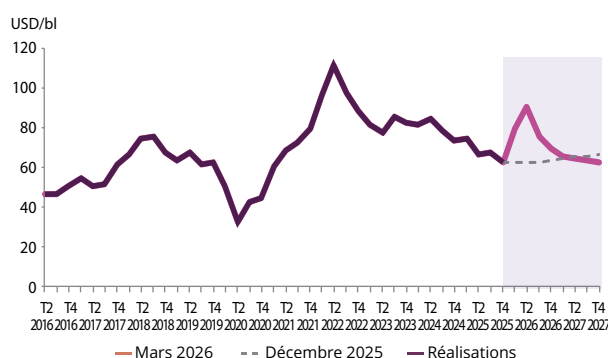
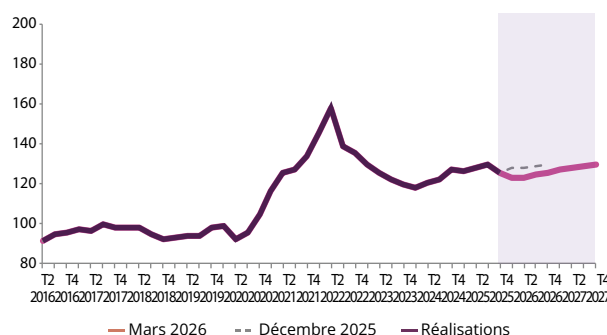
Orientation incertaine des prix du pétrole et évolution de l'inflation variant d'une économie à l'autre en 2026

S'agissant des matières premières, le marché du pétrole fait face à de fortes perturbations d'approvisionnement liées à l'éclatement de la guerre en Iran et dans la région. Afin de réduire les pressions sur le marché, l'OPEP+ a décidé le 1^{er} mars d'augmenter sa production de 206 000 barils par jour (plus qu'attendu) à compter d'avril, les pays membres de l'AIE ont convenu le 11 mars de libérer 400 millions de barils de pétrole provenant de leurs réserves stratégiques, et le gouvernement américain a accordé le 12 mars une « autorisation temporaire » permettant aux pays d'acheter le pétrole russe bloqué en mer pendant une période de 30 jours. Malgré ces annonces, le cours du Brent a poursuivi sa hausse entamée depuis le déclenchement du conflit. Dans ce sillage, son prix devrait ressortir en hausse à 78,9 dollars en moyenne cette année, avant de revenir à 64,5 dollars en 2027. Pour le charbon, les cours se maintiendraient autour de 102 dollars la tonne en 2026 et en 2027, en lien avec la stabilité de l'offre et la transition progressive vers les énergies renouvelables.

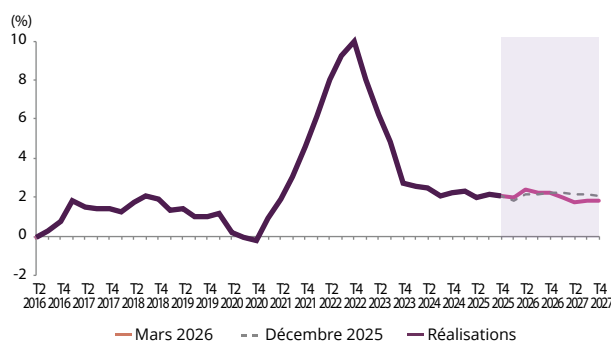
Concernant le phosphate et dérivés, leurs perspectives restent soumises à des pressions haussières liées aux perturbations logistiques causées par la guerre en Iran. En effet, environ un tiers du commerce mondial d'engrais transite par le détroit d'Ormuz et la région du Golfe est notamment un exportateur majeur d'urée, d'ammoniac et de soufre, ce dernier étant essentiel pour la production de phosphate. Le cours du DAP d'origine marocaine devrait connaître une hausse en 2026, en raison de la baisse de l'offre émanant notamment de la Chine avec la poursuite des restrictions sur les exportations. En revanche, celui de la roche s'inscrit en baisse sur l'horizon de prévision, reflétant essentiellement l'amélioration de l'offre. Ainsi, le cours du DAP devrait s'accroître de 713 dollars la tonne en 2025 à 816 dollars en 2026, avant de revenir à 703 dollars en 2027. Quant au phosphate brut, son prix diminuerait de 212 dollars la tonne en 2025 à 208 dollars en 2026, puis à 200 dollars en 2027.

Pour ce qui est des prix des denrées alimentaires, Après une progression de 4,3% en 2025, l'indice FAO ressortirait en baisse de 2,3% en 2026, reflétant principalement le repli des prix des produits laitiers, du sucre et de la viande, avant d'enregistrer une nouvelle augmentation de 3,4% en 2027. S'agissant en particulier du blé dur américain, son cours devrait afficher, selon les projections d'octobre 2025 de la Banque mondiale, une hausse de 3,5% aussi bien en 2026 qu'en 2027, la production mondiale devant augmenter à un rythme inférieur à celui de la consommation.

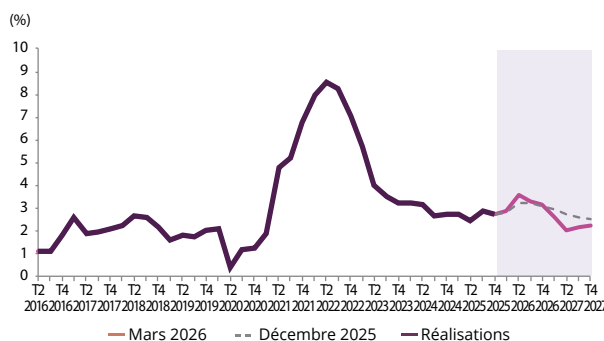
Dans ces conditions, l'inflation mondiale devrait s'accroître de 2,9% en 2025 à 3,3% cette année en raison notamment de la forte hausse des cours des produits énergétiques, avant de revenir à 2,9% en 2027. Cette tendance globale masque toutefois des divergences significatives d'un pays à l'autre, en raison notamment du degré d'exposition de chaque économie au conflit au Moyen-Orient. Aux Etats-Unis, l'inflation resterait supérieure à l'objectif de la FED, s'établissant à 3,2% en 2026, principalement tirée par les répercussions des droits de douanes et les prix des services, avant de revenir à 2,3% en 2027. Dans la zone euro, l'inflation devrait légèrement s'accroître à 2,2% en 2026 avant de se situer à 1,9% en 2027, avec toutefois des disparités importantes entre les pays membres. En Chine, après avoir évolué à des niveaux proches de zéro en 2025, l'inflation devrait s'accroître pour s'établir à 1,4% en 2026 et se maintenir à ce niveau en 2027, à la faveur de la normalisation des prix alimentaires.

Graphique 7.3 : Prix du Brent**Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2014-2016=100)**

Source : GPMN (scénario du conflit en Iran, établi en date du 10 mars 2026) et institutions internationales dont l'IEA.

Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro

Source : GPMN (scénario du conflit en Iran, établi en date du 10 mars 2026).

Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis

Des taux directeurs inchangés pour la FED, la BCE et la BoE

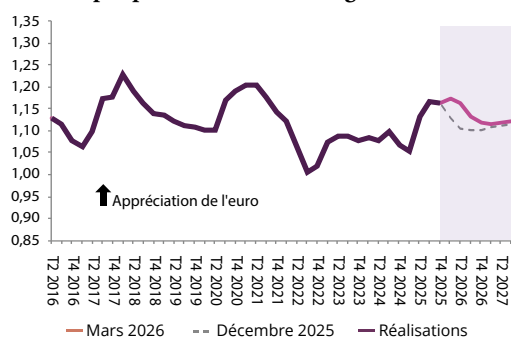
La BCE a maintenu inchangés, à l'issue de sa réunion des 4 et 5 février, ses trois taux directeurs, soit la cinquième décision consécutive de statu quo après un total de huit baisses depuis juin 2024. Elle a souligné que son évaluation actualisée confirme une nouvelle fois que l'inflation devrait se 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.

De même, 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.

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. De même, la Banque du Japon a décidé le 23 janvier de garder inchangé son taux directeur à 0,75%.

Sur le marché de change international, depuis le déclenchement de la guerre, le dollar a connu une certaine appréciation vis-à-vis de l'euro, favorisé par son statut de valeur refuge, mais sur l'ensemble de l'année, il devrait ressortir en dépréciation, en lien notamment avec l'anticipation de nouvelles baisses de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux. En 2027, l'euro devrait se déprécier, compte tenu notamment des difficultés économiques structurelles de la zone euro (ex. faible croissance de la productivité, vieillissement démographique rapide et retard d'investissement notamment dans l'IA par rapport aux Etats-Unis). Au total, l'euro enregistrerait une légère appréciation de 1,6% face au dollar à 1,15 dollar en moyenne cette année, avant de se déprécier de 2,4% à 1,12 dollar en 2027.

Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, mars 2026.

Une production céréalière estimée à 82 MQx pour la campagne agricole 2025/2026 et une hypothèse d'une récolte moyenne pour celle de 2026/2027

La campagne agricole 2025/2026 se déroule dans des conditions particulièrement favorables. De la deuxième décade de novembre 2025 à la deuxième décade de février 2026, des précipitations abondantes, régulières et quasi-généralisées ont été enregistrées, portant le cumul pluviométrique au 10 mars 2026 à 422,7 mm, en hausse de 138,8% par rapport à la campagne précédente et de 129,4% en comparaison avec la moyenne des cinq dernières années. Dans ce contexte favorable, le taux de remplissage des barrages s'est inscrit dans une tendance haussière, pour atteindre au 15 mars 71,4% contre 33,7% au début de la campagne et 33,8% un an auparavant.

De même, l'analyse de l'état de la végétation, apprécié à travers l'indice de végétation, montre que la situation du couvert végétal au 10 mars est supérieure de 54,1% par rapport à la campagne précédente et de 39,1% comparativement à la moyenne des cinq dernières années. Dans ces conditions, et sur la base d'une superficie emblavée des principales céréales qui s'est située, selon les données du ministère de l'Agriculture, à 3,9 millions d'hectares, la récolte céréalière devrait s'établir, selon les estimations de BAM, à 82 MQx. Tenant compte également d'une amélioration prévue pour les cultures hors céréales, la valeur ajoutée agricole devrait marquer une hausse de 14,4% selon les projections de BAM. En 2027, et sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 50 MQx, la valeur ajoutée agricole connaîtrait un repli de 5,3% contre un accroissement de 2% prévu dans l'exercice précédent.

7.2 Projections macroéconomiques

Reprise des exportations du secteur automobile à moyen terme et maintien des recettes de voyages à des niveaux élevés

Tenant compte des données du commerce extérieur de biens et services à fin 2025, le déficit du compte courant aurait terminé l'année à 2,3% du PIB, après 1,2% en 2024. Il devrait se situer à 3,1% du PIB en 2026 avant de revenir à 2,5% en 2027.

Sur l'horizon de prévision, le rythme des exportations s'accélérerait à 10,7% en 2026 et à 6,9% en 2027, en lien essentiellement avec la reprise prévue du secteur automobile dont les expéditions devraient atteindre 209,6 milliards à l'horizon de 2027. En outre, les ventes de phosphate et dérivés devraient poursuivre leur bonne performance en 2026, avec une hausse de 19,4%, suivie d'une diminution de 8,7% en 2027 à 108,8 milliards de dirhams sous l'hypothèse d'une baisse du prix du DAP. Le rythme de progression des importations devrait s'accélérer à 8,5% en 2026 avant de ralentir à 4,9% en 2027, avec en particulier une décélération de la progression des acquisitions de biens d'équipement à 9,5% en 2027 en lien avec le relatif ralentissement prévu de l'investissement. La facture énergétique devrait, pour sa part, s'alourdir de 15,6% en 2026, en relation avec la hausse prévue des cours internationaux sous l'effet de l'éclatement de la guerre en Iran, avant de s'alléger de 11,1% en 2027. En parallèle, la dynamique des recettes de voyages devrait se poursuivre, avec des augmentations de 8,2% en 2026 et de 5,9% en 2027 pour atteindre 158,2 milliards. Les transferts des MRE devraient, pour leur part, s'accroître de 3,7% en 2026 puis de 2% en 2027 pour se situer à 129 milliards de dirhams. S'agissant des recettes d'IDE, les projections tablent sur un flux équivalent à 3,5% du PIB sur les deux prochaines années.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les AOR devraient se renforcer à 473,4 milliards en 2026 puis à 482,1 milliards en 2027, représentant une couverture autour de 5 mois et 20 jours puis 5 mois et 23 jours d'importations de biens et services, respectivement.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

Variation (en %), sauf indication contraire	Réalizations								Prévisions		Ecart (mars/déc.)		
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Exportations de biens (FAB)	10,7	3,3	-7,5	25,2	30,1	0,4	6,1	2,8	10,7	6,9	-1,7	2,3	-1,0
Importations de biens (CAF)	9,9	2,0	-13,9	25,0	39,5	-2,9	6,4	8,0	8,5	4,9	0,4	2,4	-3,2
Recettes de voyages	1,2	7,8	-53,7	-5,1	171,5	14,6	6,4	20,6	8,2	5,9	-2,3	2,9	-0,3
Transferts des MRE	-1,5	0,1	4,8	40,1	16,0	4,0	3,3	2,6	3,7	2,0	0,2	-0,9	-0,2
Solde du compte courant (en % PIB)	-4,9	-3,4	-1,2	-2,3	-3,5	-1,0	-1,2	-2,3*	-3,1	-2,5	-0,5	-1,6	-0,7
Avoirs officiels de réserve en mois d'importations de biens et services	5,4	6,9	7,1	5,3	5,4	5,4	5,1	5,5	5,7	5,8	0,0	0,3	0,3

* Estimation

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

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

Le besoin de liquidité bancaire devrait se creuser pour ressortir à 148,3 milliards de dirhams à fin 2026 et à 169,4 milliards en 2027, en lien notamment avec la progression des billets et monnaies en circulation. Après 15,5% en 2025, celle-ci devrait revenir à 10,5% en 2026 et à 7,7% en 2027. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte des réalisations, de l'évolution prévue de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, il devrait s'accroître de 6% en 2026 et de 5,1% en 2027. Dans ces conditions, et en ligne avec l'évolution prévue des autres contreparties de la masse monétaire, l'agrégat M3 devrait augmenter de 6,5% en 2026 et de 5,1% en 2027.

Pour sa part, et après s'être apprécié de 2% en 2025, le taux de change effectif réel (TCER) devrait se déprécier de 3,7% en 2026, reflétant simultanément un repli de sa valeur en termes nominaux et une inflation domestique inférieure à celle des principaux pays partenaires et concurrents commerciaux. Cette tendance devrait se poursuivre en 2027, mais à un rythme plus modéré.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations						Prévisions		Ecart (mars/déc.)	
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2026	2027
Crédit bancaire au secteur non financier	4,2	2,9	7,8	2,9	2,6	4,7	6,0	5,1	1,0	0,3
M3	8,4	5,1	8,0	3,9	8,0	9,4	6,5	5,1	0,9	1,3
Besoin de liquidité, en MMDH	-67,0	-64,4	-86,6	-111,4	-128,0	-131,7	-148,3	-169,4	-1,4	-11,4

Atténuation du déficit budgétaire sur l'horizon de prévision

Après s'être établi à 3,6% du PIB en 2025, le déficit budgétaire devrait diminuer à 3,5% du PIB en 2026 et à 3,4% en 2027. Ces projections se basent sur la Loi de Finances 2026, la programmation budgétaire triennale 2026-2028 et tiennent compte des réalisations au titre de l'exercice 2025 et des nouvelles prévisions macroéconomiques de BAM.

En 2026, les recettes fiscales s'amélioreraient de 8,6%, reflétant des accroissements de 15,7% de celles des impôts indirects et de 1,7% pour les impôts directs. Les rentrées non fiscales, quant à elles, enregistreraient un repli de 27%, impactées essentiellement par les baisses des rentrées des mécanismes de financement innovants de 50,1% à 20 milliards et de celles de la rubrique des « autres recettes » de 45,8%. En regard, les dépenses ordinaires devraient s'alourdir de 10,6%, avec en particulier un accroissement de 11,9% des dépenses de biens et services. Les dépenses de personnel augmenteraient de 8,7% et celles des autres biens et services de 17,2%. De même, les charges en intérêts de la dette devraient progresser de 0,2%. Pour leur part, les dépenses de compensation devraient reculer de 5% et celles d'investissement se replier de 8,4% à 114,8 milliards, ou 6,3% du PIB.

En 2027, le produit fiscal devrait s'améliorer de 5,3%, avec des hausses de 5,9% des rentrées des impôts directs et de 4,8% pour les impôts indirects. Les recettes non fiscales régresseraient de 12,3%, avec notamment des reculs de 25% de celles des mécanismes de financement innovants à 15 milliards et de 7,2% de celles en provenance des EEP. En parallèle, les dépenses ordinaires devraient s'alourdir de 2,4%, tirées principalement par une progression de 3,6% des dépenses de biens et services alors que les charges en intérêts de la dette devraient se replier de 0,2%. La masse salariale et les dépenses au titre des autres biens et services augmenteraient de 3,6% chacune. Les charges de compensation devraient s'alléger de 23,8% et les dépenses d'investissement augmenteraient de 2,9%, s'établissant à l'équivalent de 6,2% du PIB.

Croissance soutenue des activités non agricoles en 2025 et amélioration notable de la valeur ajoutée agricole en 2026

Après s'être établie à 3,8% en 2024, la croissance de l'économie nationale se serait accélérée à 4,8% en 2025, prévision légèrement ajustée à la baisse par rapport à celle communiquée en décembre tenant compte des données de la comptabilité nationale au titre du troisième trimestre 2025. Cette dynamique traduit une hausse de la valeur ajoutée agricole à 5% et une poursuite de l'amélioration des activités non agricoles dont leur croissance se serait établie à 4,7%. Du côté de la demande, la contribution des exportations nettes à la croissance se serait dégradée en lien principalement avec l'accélération du rythme d'accroissement des importations de biens et services, elle-même liée à la hausse soutenue des acquisitions de biens d'équipement. En revanche, la demande intérieure aurait affiché un renforcement notable, tirée principalement par le rebond de l'investissement, notamment dans les grands projets d'infrastructure.

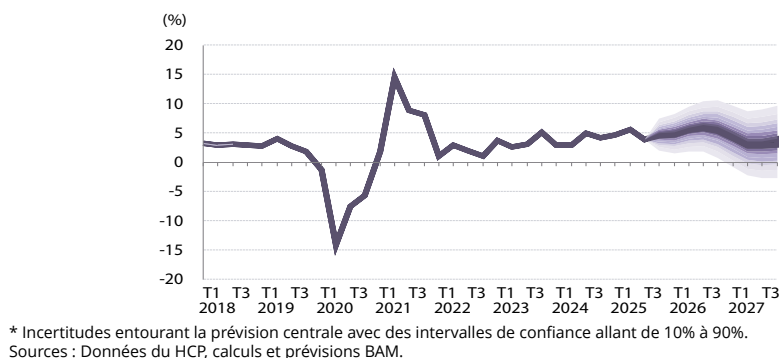
À moyen terme, le démarrage de la campagne agricole 2025/2026 se déroule dans des conditions particulièrement favorables. La valeur ajoutée agricole devrait ainsi connaître une hausse significative de 14,4% en 2026, tirée par une récolte céréalière estimée par BAM à 82 MQx avant de baisser à 5,3% en 2027. Quant aux activités non agricoles, ils devraient poursuivre leur dynamique favorable avec des progressions de 4,6% cette année et de 4,5% en 2027. Au total, la croissance devrait connaître une nette amélioration à 5,6% en 2026, en révision à la hausse de 0,9 point de pourcentage par rapport à décembre, avant de revenir à 3,5% en 2027. Du côté de la demande, elle devrait être portée par le raffermissement de sa composante intérieure, alors que les exportations nettes continueraient de contribuer négativement à la croissance sur l'horizon de prévision.

Tableau 7.3 : Croissance économique

Variation en %	Réalizations							Prévisions		Écarts (mars/déc.)	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2026	2027
Croissance nationale	2,9	-7,2	8,2	1,8	3,7	3,8	4,8	5,6	3,5	0,9	-0,8
VA agricole	-5,0	-8,1	19,5	-11,3	1,5	-4,8	5,0	14,4	-5,3	10,4	-7,3
PIB non agricole	3,8	-7,1	6,9	3,5	3,9	4,8	4,7	4,6	4,5	-0,2	0,0

Sources : Données du HCP et prévisions BAM.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T4 2025-T4 2027) *



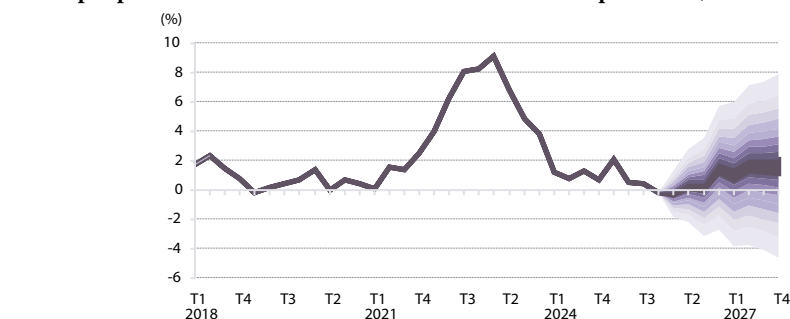
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.
Sources : Données du HCP, calculs et prévisions BAM.

Maintien de l'inflation à des niveaux modérés

En 2025, l'inflation a évolué à un rythme proche de celui de 2024, se situant en moyenne à 0,8%, résultat à la fois d'une nette décélération de sa composante sous-jacente et d'une baisse significative des prix des carburants.

A moyen terme, la trajectoire de l'inflation refléterait d'un côté, l'effet des chocs d'offre sur les produits alimentaires et de l'autre le renchérissement des produits énergétiques lié à l'intensification du conflit au Moyen-Orient. Dans ce contexte, l'inflation se maintiendrait à 0,8% en 2026 avant de s'accélérer à 1,4% en 2027. Sa composante sous-jacente se situerait à 0,2% en 2026, traduisant principalement une contraction des prix de sa composante alimentaire, avant de se redresser à 1,6% en 2027. S'agissant des autres composantes, les prix des carburants devraient augmenter en 2026 avant de baisser en 2027, en ligne principalement avec les perspectives d'évolution du cours du Brent à l'international, et les tarifs réglementés devraient, pour leur part évoluer modérément au cours des deux prochaines années. Quant aux prix des produits alimentaires à prix volatils, une hausse modérée est attendue en 2026, avant une quasi-stabilité en 2027.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T1 2026 - T4 2027)*



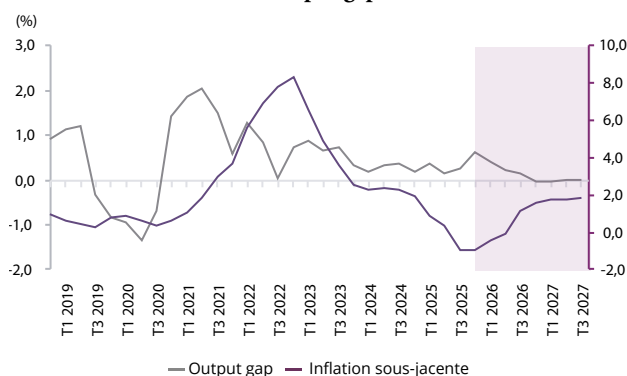
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

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

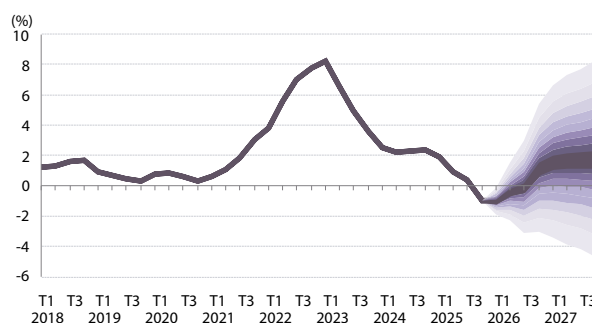
	Réalisations							Prévisions		Horizon de prévision T1-2026 – T4-2027	Ecart (mars/déc.)	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027		2026	2027
Inflation	0,2	0,7	1,4	6,6	6,1	0,9	0,8	0,8	1,4	1,1	-0,5	-0,5
Inflation sous-jacente	0,6	0,6	1,7	6,0	5,8	2,3	0,6	0,2	1,6	0,9	-0,5	-0,3

Sources : Données du HCP, calculs et prévisions BAM.

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



Graphique 7.11: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T1 2026 - T4 2027)*



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

7.3 Balance des risques

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

Pour ce qui est de la croissance de l'économie nationale, les risques baissiers sont liés principalement à une production céréalière qui demeure tributaire des conditions climatiques, ainsi qu'aux répercussions des inondations enregistrées dans certaines régions sur la production agricole. En outre, un ralentissement plus prononcé de la croissance mondiale, dans un environnement international marqué par de fortes incertitudes, notamment en lien avec la recrudescence des tensions géopolitiques, pourrait affecter la croissance à la baisse.

S'agissant de l'inflation, les perspectives restent incertaines, avec des risques globalement orientés à la hausse. Une remontée plus importante du cours du pétrole en cas du prolongement du conflit au Moyen-Orient, et des perturbations des chaînes d'approvisionnement à l'échelle internationale, pourraient engendrer des pressions inflationnistes supplémentaires. Toutefois, la persistance du repli du prix de certains produits alimentaires pourrait contrebalancer dans une certaine mesure cet impact.

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

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

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1 : Evolution de quelques indicateurs avancés de l'activité aux Etats-Unis et dans la zone euro.....	18
Graphique 1.2 : Evolution du taux de change euro/dollar	20
Graphique 1.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées	20
Graphique 1.4 : Evolution du VIX et du VSTOXX	20
Graphique 1.5 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans	21
Graphique 1.6 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	21
Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent et du Gaz naturel-Europe	22
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie	22
Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés	22
Graphique 1.10 : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	23
Graphique 2.1 : Exportations du secteur automobile à fin 2025.....	25
Graphique 2.2 : Evolution mensuelle des recettes de voyages	27
Graphique 2.3 : Evolution mensuelle des transferts des MRE.....	27
Graphique 3.1 : Taux interbancaire	29
Graphique 3.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	30
Graphique 3.3 : Coût de financement des banques	30
Graphique 3.4 :Taux de change effectifs en termes nominaux et réels	31
Graphique 3.5 : Taux de change du dirham.....	31
Graphique 3.6 : Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire en glissement annuel	32
Graphique 3.7 : Crédit bancaire	32
Graphique 3.8 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit	32
Graphique 3.9 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme	33
Graphique 3.10 : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	34
Graphique 3.11 : Evolution de l'indice MASI	34
Graphique 3.12 : Evolution des indices sectoriels au mois de février par rapport à fin 2025	34
Graphique 3.13 : Evolution des levées des bons du Trésor	35
Graphique 3.14 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	35
Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances	37
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances	38
Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires	38
Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin janvier	38
Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin janvier.....	39
Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin janvier	39
Graphique 4.7 : Endettement du Trésor	40
Graphique 5.1 : Dépenses de consommation	44
Graphique 5.2 : PIB par composante	45
Graphique 5.3 : Contributions de certaines branches d'activité à la croissance	45
Graphique 5.4: Créations d'emplois par secteur	46
Graphique 5.5 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé.....	46

Graphique 5.6 : SMIG horaire en termes nominaux et réels	47
Graphique 5.7 : Output-gap global	47
Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente.....	49
Graphique 6.2 : Contributions à l'inflation.....	50
Graphique 6.3 : Cours du Brent et indice des prix des carburants	50
Graphique 6.4 :Indices des prix des biens échangeables et non échangeables	50
Graphique E.6.2.1 : Contributions à l'inflation.....	51
Graphique 6.5 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente.....	51
Graphique 6.6 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	52
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises	52
Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres	52
Graphique 6.9 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier	52
Graphique 6.10 : Principaux indices des prix à la production industrielle	53
Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro	58
Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis	58
Graphique 7.3 : Prix du Brent.....	59
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires	59
Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro	59
Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis	59
Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR.....	60
Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision	64
Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision	64
Graphique 7.10 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap	65
Graphique 7.11: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision	65

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel	18
Tableau 1.2 : Evolution du taux de chômage	18
Tableau 1.3 : Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés, en glissement annuel	23
Tableau 2.1 : Exportations par secteur	25
Tableau 2.2 : Importations par principaux produits	26
Tableau 2.3 : Balance des services	27
Tableau 2.4 : Investissements directs	27
Tableau 2.5 : Evolution des principales rubriques de la balance des paiements	28
Tableau 3.1 : Taux des bons du Trésor sur le marché primaire	30
Tableau 3.2 : Taux créditeurs	30
Tableau 3.3 : Taux débiteurs	31
Tableau 4.1 : Recettes ordinaires	37
Tableau 4.2 : Exécution des dépenses publiques.....	38

Tableau 4.3 : Financement du déficit	39
Tableau 4.4 : Endettement du Trésor	40
Tableau E.4.1.1 : Exécutions budgétaires de 2024 et 2025, en milliards de dirhams	41
Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail	47
Tableau 6.1 : Inflation et ses composantes.....	48
Tableau 6.2 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables.....	51
Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements	62
Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire	62
Tableau 7.3 : Croissance économique	64
Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente	65

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 4.1 : Exécution budgétaire au titre de l'année 2025	41
Encadré 6.1 : Refonte des composantes analytiques de l'Indice des Prix à la Consommation.....	49
Encadré 6.2 : Evolution de l'inflation en 2025.....	51