



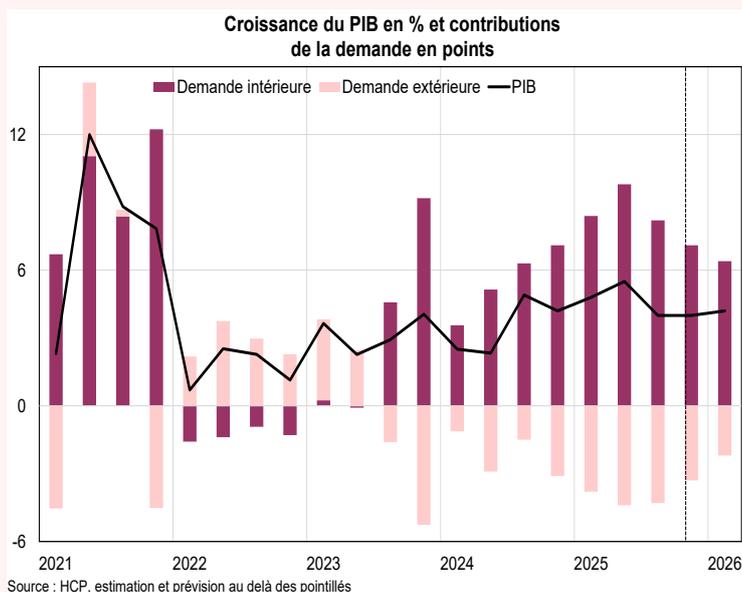
POINT DE CONJONCTURE

INSTITUT NATIONAL D'ANALYSE DE LA CONJONCTURE

N°49- JANVIER 2026

● Au second semestre 2025, l'économie nationale se serait inscrite dans un régime de croissance plus modéré, mais encore soutenu. En variation annuelle, la progression de l'activité se serait établie au quatrième trimestre au même niveau que celui du troisième trimestre (+4%), en dépit de l'accentuation du ralentissement de la demande extérieure. Elle aurait été, particulièrement, tirée par l'expansion entretenue des services non marchands et par le regain des activités liées à l'organisation de la Coupe d'Afrique des Nations.

La demande intérieure serait restée le principal moteur de la croissance, sur fond de la combinaison d'un coût attractif du crédit et de l'affaiblissement des tensions sur les prix.



PERSPECTIVES

Au premier trimestre 2026, le cadre macroéconomique serait globalement marqué par une légère accélération de la croissance à 4,2%, portée par la reprise des activités agricoles, la résilience des services et le soutien de la demande intérieure. L'inflation resterait modérée, tandis que le creusement du déficit commercial continuerait de peser sur l'épargne disponible. Les conditions de financement sur le marché local resteraient favorables et la politique budgétaire maintiendrait une orientation de soutien à l'activité, notamment à travers l'investissement des entreprises publiques.



BALANCE DES RISQUES

Le scénario de croissance au début de 2026 repose sur un équilibre entre des risques externes plus accentués et des leviers internes de résilience. Le ralentissement industriel et le durcissement des contraintes réglementaires européennes pourraient peser plus lourdement sur les exportations et accentuer le déficit commercial, entraînant une croissance moins soutenue que prévu. En contrepartie, des facteurs conjoncturels favorables liés à la poursuite d'un régime climatique humide pendant février-mars et le maintien de l'investissement en infrastructures apporteraient des gains plus importants sur la demande intérieure et sur la croissance.

Modération de la croissance sous contraintes externes

La croissance économique nationale s'est modérée au troisième trimestre 2025, s'établissant à 4% en rythme annuel, après l'élan exceptionnel du premier semestre. Cette inflexion résulte, principalement, du ralentissement des activités manufacturières exposées à une demande extérieure moins porteuse. En revanche, les services non marchands et financiers, l'immobilier et l'agriculture ont continué de jouer un rôle stabilisateur, maintenant l'activité à un niveau supérieur à sa tendance de long terme.

La croissance est restée, essentiellement, soutenue par la demande intérieure, malgré un ralentissement progressif de la consommation des ménages dont la progression s'est établie à 3,9%, après 5,1% au trimestre précédent. L'investissement est resté robuste, appuyé par la poursuite des dépenses publiques en infrastructures et par le redressement de l'équipement productif des entreprises. À l'inverse, le commerce extérieur a continué de peser négativement sur la croissance, y retranchant 4,3 points, tandis que les équilibres macroéconomiques internes ont fait preuve d'une relative résilience, avec un besoin de financement en léger repli à 2,9% du PIB trimestriel, après 3,3% au trimestre précédent.

Croissance stabilisée et inflation en recul

À fin 2025, l'économie nationale se serait inscrite dans une trajectoire de croissance résiliente, mais sous contraintes externes, avec un rythme stabilisé autour de 4% au quatrième trimestre 2025. La faiblesse persistante de la demande étrangère adressée aux branches industrielles aurait été partiellement compensée par le dynamisme des exportations de services, stimulées par les retombées de l'organisation de la Coupe d'Afrique des Nations en fin d'année. Le volume des exportations de biens et services aurait ainsi progressé de 5,3%, tandis que la modération des importations aurait permis de réduire la contribution négative du commerce extérieur à -3,2 points, contre -4,3 points au troisième trimestre. La demande intérieure serait restée le principal moteur de l'activité. L'investissement aurait continué d'évoluer à un rythme soutenu, appuyé par des conditions de financement favorables et par la poursuite des dépenses publiques, alors que la consommation des ménages aurait progressé de manière modérée, dans un contexte du maintien des mesures de soutien au pouvoir d'achat et de l'atténuation des tensions sur les prix.

L'inflation aurait, en effet, poursuivi sa trajectoire baissière pour le troisième trimestre consécutif, s'inscrivant à -0,1% au quatrième trimestre 2025, après 2% en début d'année. Cette évolution aurait résulté du recul des prix alimentaires (-0,7%), combiné à une augmentation de 0,4% de ceux des produits non-alimentaires. L'inflation sous-jacente se serait, également, repliée, pour atteindre -0,7%, traduisant un apaisement plus accentué des pressions sur sa composante alimentaire.

Le contexte monétaire et financier serait resté accommodant. La stabilité du taux directeur à 2,25%, la détente des taux des marchés monétaire et obligataire, ainsi que la progression des concours à l'économie auraient continué de soutenir l'investissement et la consommation, tandis que le marché des actions aurait conservé une orientation globalement favorable.

Légère accélération au début de 2026 portée par les moteurs internes

La croissance économique nationale devrait enregistrer une légère accélération au premier trimestre 2026, atteignant 4,2%, en rythme annuel, au lieu de 4% un trimestre plus tôt. Malgré un environnement externe défavorable, marqué par le ralentissement de la demande européenne et le durcissement des contraintes réglementaires, la dynamique économique resterait tirée par la demande intérieure.

L'amélioration attendue des activités agricoles, soutenue par une hausse de 57% du cumul pluviométrique en début de campagne par rapport à la même période d'une saison normale, et la poursuite de faibles tensions inflationnistes favoriseraient une hausse de 3,9% de la consommation des ménages. L'investissement resterait solide (+9,8%), porté par les dépenses publiques en infrastructures. Les activités agricoles et tertiaires contribueraient pour 2,9 points à la croissance globale, alors que l'industrie manufacturière afficherait une progression plus modérée (+3,1%), reflétant la persistance des contraintes sur les débouchés extérieurs.



ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

Au quatrième trimestre 2025, l'économie mondiale se serait montrée plus résiliente qu'anticipé, grâce à l'orientation expansionniste des politiques budgétaires et monétaires et à l'optimisme suscité par les nouvelles technologies, en particulier l'intelligence artificielle. Cette dynamique serait restée, toutefois, fragile, en raison des effets des hausses de droits de douane plus perceptibles sur les coûts de production des entreprises et sur les décisions de dépenses, surtout aux États-Unis. La croissance des échanges mondiaux aurait, également, ralenti et l'inflation se serait située au-dessus des objectifs dans plusieurs pays, dans un contexte d'apparition des signes d'affaiblissement de la demande de travail. Les trajectoires régionales auraient été contrastées, avec une croissance américaine, soutenue par l'investissement technologique en dépit du ralentissement de la consommation, une zone euro en reprise modérée et inégale freinée par la faiblesse de l'investissement privé et par des vents contraires commerciaux, et des économies émergentes, notamment en Asie, qui auraient continué de jouer un rôle moteur, grâce à des politiques de soutien et à des conditions financières plus accommodantes, tandis que certaines, comme le Brésil, auraient connu un ralentissement.

Croissance mondiale modérée au premier trimestre 2026

🔍 Zone euro

Dans la zone euro, la croissance économique devrait avoisiner +0,8% au premier trimestre 2026, en rythme annuel, après 1,2% le trimestre passé, sous l'effet du maintien de la contribution négative du commerce extérieur. Les industriels devraient pâtir à la fois des pertes de compétitivité sur le marché américain et d'une concurrence chinoise exacerbée. La croissance resterait solide en Espagne et s'accélérait légèrement en France, alors qu'en Allemagne, une reprise de l'activité est prévue, grâce au renforcement de la demande intérieure après trois années de stagnation.

🔍 États unis

Aux États-Unis, la croissance serait portée, au début de 2026, par une contribution positive du commerce extérieur, sous l'effet conjugué du recul des importations et d'une baisse plus modérée des exportations dans le sillage du relèvement tarifaire. La consommation ralentirait, mais l'investissement resterait dynamique. Dans l'ensemble, la croissance américaine atteindrait 2,4% au premier trimestre 2026.

🔍 Pays émergents

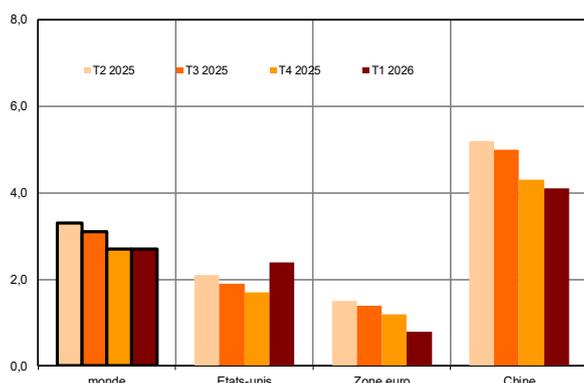
En Chine, l'activité devrait progresser de 4,1% au premier trimestre 2026. La demande intérieure resterait modérée et les exportations continueraient d'augmenter à un rythme plus tempéré, sous l'effet du recul marqué des flux vers les États-Unis, compensé partiellement par la redirection des ventes vers l'Asie du Sud-Est et, dans une moindre mesure, vers l'Europe.

Des tensions inflationnistes réapparues dans certaines économies

L'inflation connaîtrait des trajectoires contrastées dans les grandes économies avancées au début de 2026, du fait notamment des évolutions des politiques commerciales et des facteurs énergétiques. Aux États-Unis, les hausses des droits de douane décidées depuis avril 2025 avaient ravivé les tensions inflationnistes, notamment au niveau des biens manufacturés à fort contenu importé. Le taux d'inflation pourrait s'établir à 2,9% au premier trimestre 2026.

Croissance mondiale

(GA en %)



Source : GPM, décembre 2025

À l'inverse, la zone euro devrait bénéficier d'un environnement plus désinflationniste, grâce à la détente des prix pétroliers et à la récente appréciation de l'euro. L'inflation évoluerait de 1,9% au premier trimestre 2026. Dans certaines économies de marché émergentes, l'inflation, se situant jusqu'alors à des niveaux faibles, connaîtrait un mouvement de reprise. En particulier, la réduction escomptée des surcapacités, liée à la mise en place des mesures anti-involution, devrait alimenter le renforcement des tensions inflationnistes en Chine.



Taux d'inflation

- ◆ **États unis** : +2,9% au premier trimestre 2026.
- ◆ **Zone euro** : +1,9% au premier trimestre 2026.

Après une expansion vigoureuse en début d'année 2025, le commerce mondial des marchandises aurait enregistré un ralentissement sensible au second semestre. La dynamique initiale, caractérisée par une croissance annuelle proche de 5% au premier semestre, a été principalement alimentée par des achats anticipés en amont des relèvements tarifaires, ainsi que par la forte demande en biens technologiques, en particulier ceux liés au développement de l'intelligence artificielle. Au quatrième trimestre 2025, la progression des échanges se serait limitée à un rythme inférieur à 1% en glissement annuel, en cohérence avec le repli de l'indicateur composite du Baromètre du commerce mondial de l'OMC, revenu à 101,8 à l'automne, signalant une perte de dynamisme des flux commerciaux internationaux.

Dans ce contexte, la demande étrangère adressée au Maroc aurait été relativement peu dynamique pour les biens, alors que pour les services elle se serait inscrite sur une tendance haussière pour clôturer l'année avec un taux de croissance proche de 3%.



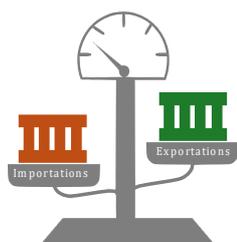
Repli des exportations des biens sous l'effet d'une demande extérieure moins dynamique

Au quatrième trimestre 2025, la progression du volume des exportations nationales de biens et services se serait modérée par rapport au trimestre précédent, s'établissant à +5,3% après +8,2%, sous l'effet d'une dynamique moins favorable des exportations de biens, partiellement compensée par la bonne tenue des services, en particulier ceux liés au tourisme et aux transports.

En valeur, un repli des exportations des biens de 5,5%, en variation annuelle, aurait été relevé au cours des mois d'octobre et novembre 2025, traduisant un environnement international moins porteur et une demande extérieure plus sélective. Les expéditions des produits agricoles auraient, ainsi, contribué pour -2,7 points à la baisse des exportations, notamment celles des fruits frais, des agrumes, des légumes frais et des tomates, dans un contexte de normalisation des prix internationaux, de contraction de l'offre exportable liée au cycle de production et de concurrence accrue sur les marchés européens. Les produits de la mer, notamment les crustacés, mollusques et coquillages, auraient également enregistré un recul, sous l'effet conjugué d'une demande extérieure plus atone et du repli de la production.

Les exportations du secteur automobile auraient, pour leur part, contribué à la baisse à hauteur de -1,8 point, reflétant, essentiellement, le recul du segment de la construction, avec une diminution marquée des exportations de voitures de tourisme (-16,1%), en lien avec le ralentissement de la demande sur certains marchés partenaires et des ajustements de production. Cette tendance aurait, toutefois, été contrebalancée par la bonne tenue du segment du câblage, dont les exportations auraient progressé de 8,8%. Les phosphates et dérivés auraient, également, pesé négativement sur la dynamique exportatrice (-1,8 point), dans un contexte de volatilité des marchés mondiaux des engrais, d'ajustements du calendrier des livraisons et d'une demande internationale temporairement plus prudente en fin d'année. De même, les exportations du textile et cuir auraient reculé (-0,7 point de contribution), notamment celles des vêtements confectionnés et des articles de bonneterie, affectées par le ralentissement de la consommation dans les principaux marchés européens.

En revanche, les exportations de l'industrie aéronautique auraient poursuivi leur progression, avec une contribution positive de 1,1 point, portées par la reprise soutenue du trafic aérien mondial et l'accroissement graduel des commandes émanant des principaux donneurs d'ordre internationaux.



Creusement du déficit commercial de +31,9%
octobre-novembre 2025



Taux de Couverture
octobre-novembre 2025



Modération de la croissance des importations

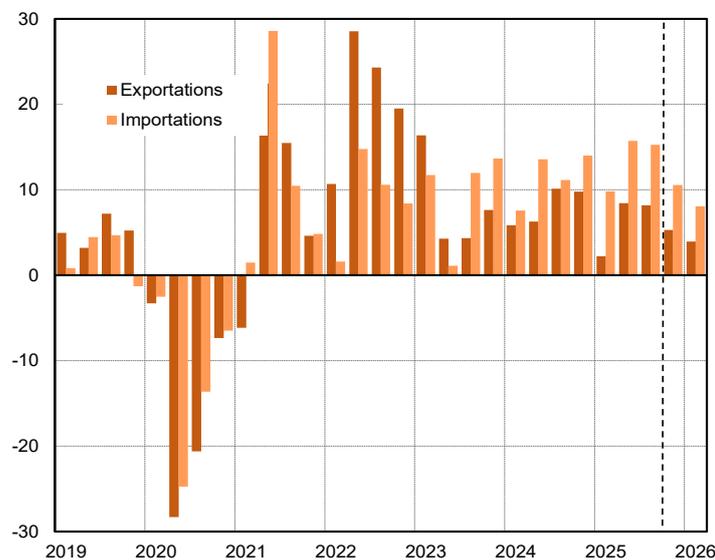
Les importations de biens et services auraient continué de croître en volume au quatrième trimestre 2025, mais à un rythme plus tempéré qu'au trimestre précédent (+10,5%, après +15,3 %), traduisant une modération de la demande intérieure et une adaptation progressive aux besoins des différents secteurs économiques.

Les données des mois d'octobre et novembre 2025 indiquent une progression annuelle de 9,2% de la valeur des importations, portée par plusieurs groupes de produits. Les biens d'équipement industriel auraient constitué le principal moteur de cette évolution (+4,7 points de contribution), sous l'effet des acquisitions de matériel aéronautique et d'autres véhicules aériens, ainsi que de machines et équipements destinés au génie civil et à la construction, reflétant la poursuite des projets d'investissement en infrastructures. Les biens de consommation auraient contribué pour +2,9 points, stimulés, notamment, par l'accroissement des importations de voitures de tourisme, en lien avec la demande des ménages et la dynamique du marché automobile. Les achats des produits alimentaires (blé, maïs, dattes et fruits) auraient, pour leur part, contribué pour +1,5 point à la hausse des importations. À l'inverse, la facture énergétique aurait légèrement freiné l'accroissement global des importations (-0,9 point), dans un contexte de repli des prix internationaux de l'énergie.

La progression des importations en valeur, conjuguée au recul des exportations auraient conduit à un creusement de 31,9% du déficit de la balance commerciale des biens et à un repli du taux de couverture de 8,2 points par rapport à la même période de 2024, pour s'établir à 52,6%.

Echanges extérieurs des biens et services du Maroc

(GA en %)



Source : CN-HCP, volumes prix de l'année précédente chaînés, prévisions au delà des pointillés



DEMANDE INTÉRIEURE

La demande intérieure aurait continué de soutenir l'activité, enregistrant une progression de 6,6% au quatrième trimestre 2025, soit une contribution de 7,2 points à la croissance économique globale.



Maintien de la croissance de la consommation des ménages

La consommation des ménages s'est accrue de 3,9% au troisième trimestre 2025, contribuant pour 2,3 points à la croissance économique, tandis que celle des administrations publiques a progressé de 7,4%, apportant une contribution de 1,3 point. Cette dynamique se serait prolongée au quatrième trimestre, avec le maintien d'un rythme similaire de progression des dépenses de consommation des ménages (+3,8%), dans un contexte de poursuite de l'amélioration de leur pouvoir d'achat. Le revenu des ménages aurait, en effet, continué de bénéficier des effets conjugués des revalorisations salariales et des mesures d'allègement de l'impôt sur le revenu, dans un contexte de sensible atténuation des tensions inflationnistes. Les dépenses des ménages auraient, principalement, profité aux produits alimentaires et aux boissons, comme en témoigne le renforcement de l'optimisme des commerçants quant à l'évolution attendue de leurs ventes sur le marché local. Elles auraient, également, favorisé une augmentation du volume des importations de biens de consommation, en particulier celles des voitures (+51,6% sur les mois d'octobre et novembre 2025, en variation annuelle).

Au premier trimestre 2026, les dépenses de consommation des ménages resteraient bien orientées (+3,9%, en variation annuelle), soutenues par l'amélioration attendue des revenus des ménages ruraux et la poursuite du reflux de l'inflation.



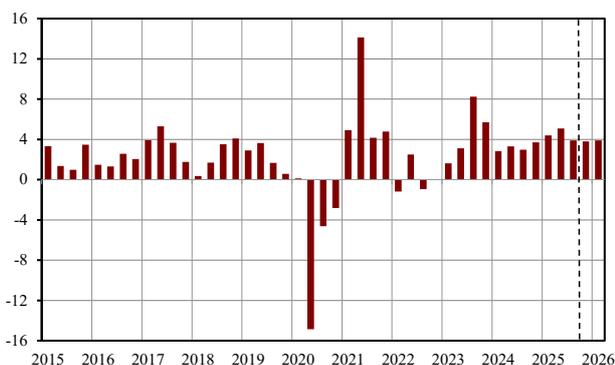
Dynamisme confirmé de l'investissement

La formation brute de capital a enregistré une progression soutenue de 15%, au troisième trimestre 2025, contribuant à hauteur de 4,6 points à la croissance. Cette performance se serait, toutefois, modérée bien que toujours élevée au quatrième trimestre, avec une hausse attendue de 11,2% des dépenses d'investissement. Malgré l'amélioration des conditions de financement, appuyée par la poursuite de la baisse des taux d'intérêt, l'orientation moins favorable de la demande extérieure aurait légèrement pesé sur les dépenses d'équipement des entreprises manufacturières. Parallèlement, le raffermissement continu des dépenses publiques en infrastructures aurait contribué à soutenir l'effort d'investissement global.

Les perspectives pour le premier trimestre 2026 laissent entrevoir une poursuite de la modération des dépenses d'investissement, bien que se situant encore à un niveau soutenu. En variation annuelle, la croissance de la formation brute de capital s'établirait à 9,8%, en rythme annuel.

Consommation finale des ménages

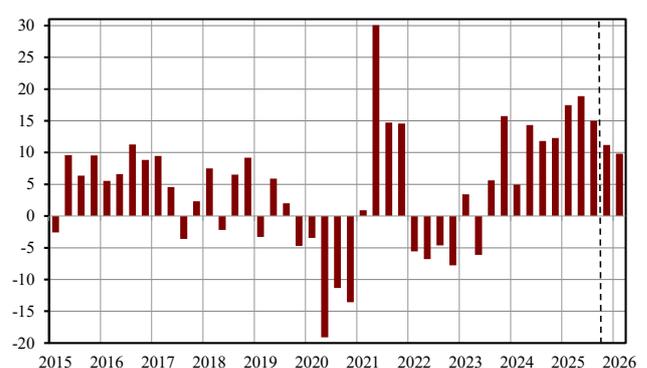
(GA en %)



Source : HCP, estimation et prévision au-delà des pointillés

Formation brute de capital

(GA en %)



Source : HCP, estimation au-delà des pointillés



PRIX À LA CONSOMMATION

L'inflation aurait poursuivi sa tendance baissière au quatrième trimestre 2025, s'établissant à -0,1% après +0,4% au troisième trimestre. Ce repli aurait résulté d'un net recul de l'inflation alimentaire (-0,7%) et d'une hausse modérée de celle non-alimentaire (+0,4%). L'inflation sous-jacente aurait suivi une trajectoire similaire (+0,7%), reflétant la désinflation de sa composante alimentaire.

La régression des prix alimentaires aurait été attribuée au repli de ceux des huiles et des poulets, dans un contexte d'amélioration de l'offre oléicole et avicole, ainsi qu'à la détente des cours internationaux des céréales et des légumineuses. Ces effets auraient été, toutefois, contrecarrés par l'accélération des prix des produits frais, reflétant la poursuite de la progression dynamique des prix des légumes et des agrumes et la persistance des prix élevés du café.

Du côté des produits non-alimentaires, les prix de l'énergie auraient baissé de 1,1%, en lien avec le repli des prix des carburants. La hausse des prix des produits manufacturés aurait, aussi, ralenti, du fait de la décélération des prix d'achat des véhicules et du matériel de traitement de l'information, malgré la hausse notable des prix des bijoux.

Au premier trimestre 2026, l'inflation et l'inflation sous-jacente devraient continuer leur reflux, s'établissant respectivement à -0,2% et -1,1%, profitant de l'ajustement de l'offre alimentaire (viandes et huile d'olive) et de la détente des prix des carburants.



EMPLOI ET CHÔMAGE

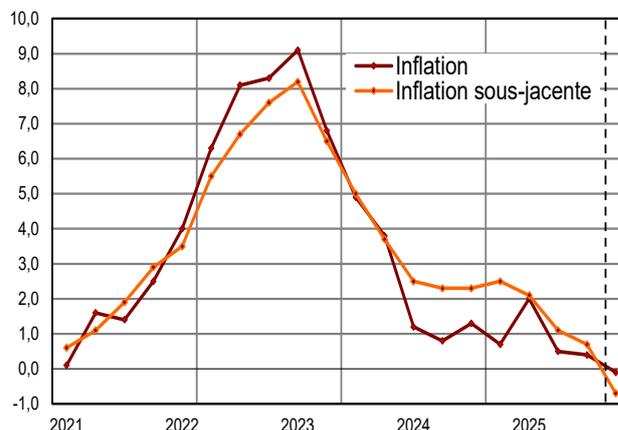
Le marché du travail a été relativement plus dynamique au troisième trimestre 2025, avec une hausse de 1,6% des effectifs employés, après une quasi-stabilité au trimestre précédent. Ce regain a été le fait d'une progression de l'emploi salarié et d'un repli moins prononcé de l'auto-emploi. L'essentiel des créations nettes d'emplois (220 000 emplois) s'est concentré en milieu urbain, effritant, ainsi, la baisse de l'emploi non-rémunéré.

Par secteur, l'activité de construction a été la plus dynamique, avec une augmentation de 6,6% de son effectif employé, en variation annuelle. Les actifs occupés dans les secteurs de l'industrie et des services se sont, également, renforcés (+2,4% et +1,8% respectivement), après une légère amélioration lors du trimestre précédent. En revanche, l'emploi agricole s'est maintenu sur une tendance baissière, quoiqu'à un rythme moins prononcé qu'au trimestre précédent (-2,2%, au lieu de -3,6% au deuxième trimestre).

L'amélioration de l'emploi a favorisé une réduction du nombre de chômeurs de 3,2% au troisième trimestre 2025, pour atteindre 1,63 million de personnes. Ainsi et compte-tenu d'une légère progression de la population active (+0,9%), le taux de chômage s'est établi à 13,1% au troisième trimestre 2025, en repli de 0,5 point par rapport à son niveau enregistré au cours de la même période de l'année précédente.

Prix à la consommation

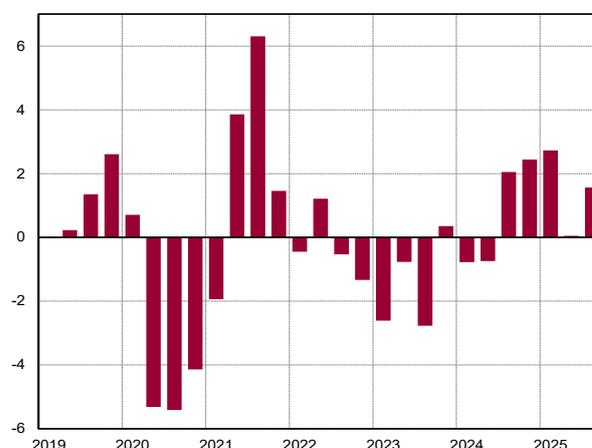
(GA en %)



Source : HCP, (estimation au-delà des pointillés)

Actifs occupés

(GA en %)



Source : HCP



Amélioration des activités primaires tirée par l'agriculture

Agriculture	<p>Au quatrième trimestre de l'année 2025, la valeur ajoutée agricole aurait progressé de 4,7%, en variation annuelle, contribuant pour 0,5 point à la croissance nationale. Cette progression aurait été, toutefois, accompagnée d'une baisse des exportations agricoles, notamment celles des primeurs (-22,3%, en variation annuelle), ainsi que d'une hausse des importations, et plus particulièrement celles de l'orge ayant plus que doublé. Les quantités importées des viandes et abats comestibles auraient, également, augmenté (+34,9%, en variation annuelle), traduisant la poursuite des tensions sur la filière de la viande rouge. Au premier trimestre 2026, la croissance des activités agricoles devrait s'établir à +6,2%, en variation annuelle, sous l'hypothèse de conditions climatiques conformes à celles d'une saison normale pendant l'hiver. Dans ces conditions, la production végétale se consoliderait, notamment celles des cultures hivernales et printanières. Parallèlement, la production animale, plus particulièrement celle de la viande rouge, devrait se redresser, sur fond de l'amélioration des pâturages et de la poursuite des mesures publiques de soutien aux activités d'élevage.</p>
Pêche	<p>Poursuivant sa tendance baissière amorcée au premier semestre 2025, la valeur ajoutée du secteur de la pêche aurait enregistré une contraction de 9,7% au quatrième trimestre. Cette contreperformance aurait été imputable au repli simultané des débarquements côtiers de céphalopodes et de poissons pélagiques, dans un contexte marqué par la poursuite de la hausse des prix. Les activités de pêche auraient été, également, pénalisées par les intempéries observées au mois de décembre 2025, ayant perturbé les sorties en mer et les opérations de débarquement. Dans ces conditions, les exportations de produits de la mer se seraient inscrites en baisse au cours du quatrième trimestre. Cette orientation défavorable devrait se prolonger au premier trimestre 2026, en lien avec l'instauration d'une nouvelle période de repos biologique portant notamment sur les petits pélagiques.</p>



Modération sensible du secteur secondaire

Industries manufacturières	<p>L'activité industrielle a nettement ralenti au troisième trimestre 2025, affichant une hausse de 2,6%, en variation annuelle, au lieu de 6,9% un trimestre plus tôt. Cette modération a été, principalement, le fait des activités de textile, de la métallurgie et de l'électronique fortement pénalisées par une réduction de leurs ventes extérieures. Sur les deux trimestres suivants, l'activité industrielle évoluerait dans une dynamique globalement similaire. Au quatrième trimestre 2025, la croissance se maintiendrait à un rythme toujours en dessous de sa performance de moyen terme (+2,4%), avant de s'améliorer légèrement au premier trimestre 2026, pour atteindre 3,1%. Cette légère accélération serait, principalement, portée par les industries agroalimentaires et celles des matériaux de construction, tandis que les branches fortement exposées à la demande extérieure continueraient d'évoluer sous contraintes.</p>
Construction	<p>L'activité de la construction se serait modérée au quatrième trimestre 2025, affichant une progression de 5,2%, en variation annuelle, au lieu de +5,6% au trimestre précédent. L'activité du bâtiment aurait été pénalisée par les intempéries survenues au mois de décembre, ayant entraîné des interruptions temporaires des chantiers et ce, en dépit de la poursuite de l'amélioration du marché immobilier, soutenue par des conditions de financement favorables. Les activités de travaux publics se seraient, pour leur part, poursuivies à un rythme moins soutenu qu'au premier semestre. Cette situation aurait induit une décélération de la demande adressée aux matériaux de construction notamment le ciment, dont la croissance des ventes se serait limitée à 2,1% au quatrième trimestre, contre +12,1% au trimestre précédent. Les activités de construction devraient évoluer de 3,4%, en variation annuelle, au premier trimestre 2026.</p>



Raffermisssement des services

Activités d'hébergement et de restauration	<p>L'activité touristique nationale aurait clôturé l'année 2025 sur une dynamique favorable. L'organisation de la Coupe d'Afrique des Nations, conjuguée à la période des vacances de fin d'année, aurait exercé un effet d'entraînement significatif sur l'ensemble du secteur. Dans ce contexte, la valeur ajoutée de l'hébergement et de la restauration aurait progressé de 11,8% au quatrième trimestre 2025, en glissement annuel, après une hausse de 7,4% au trimestre précédent, traduisant une nette accélération de l'activité. Cette évolution aurait été soutenue par l'augmentation des nuitées touristiques, en hausse de 10,1%, portée principalement par le raffermisssement de la demande des non-résidents dans les principales destinations, notamment les villes hôtes des matchs de la CAN. Les taux de réservation hôtelière auraient, ainsi, avoisiné 90% à Rabat et se seraient améliorés significativement à Marrakech, Agadir et Tanger. Parallèlement, les recettes de voyages se seraient accrues de 39,3% au cours des mois d'octobre-novembre 2025. Cette dynamique aurait été appuyée par l'augmentation du nombre de touristes ayant visité le Maroc atteignant 19,8 millions à fin décembre, dépassant, ainsi, le total enregistré en 2024 de 14%.</p>
Transports et entreposage	<p>Après une progression de 3,5% au troisième trimestre, la valeur ajoutée de la branche des transports aurait enregistré une croissance de 4,5% au quatrième trimestre 2025. Cette évolution aurait été soutenue par la bonne tenue du transport aérien, qui aurait connu une hausse estimée à 13% du trafic passagers, sur fond de l'organisation de la Coupe d'Afrique des Nations 2025. Le transport ferroviaire aurait, également, affiché une progression de 4,8% du nombre de voyageurs, sous l'effet de la même dynamique. En revanche, l'activité du transport de marchandises, notamment le fret ferroviaire, aurait été affectée par la diminution des exportations de phosphates. Quant au transport maritime, il aurait évolué à un rythme modéré (+3%), dans un contexte marqué par un allègement des coûts de fret et une augmentation des importations, notamment ceux de l'orge. Au premier trimestre 2026, la valeur ajoutée des transports afficherait une croissance plus modérée (+2,5%), sous l'effet de perspectives peu dynamiques pour le trafic des marchandises exportées.</p>
Information et communication	<p>Après avoir enregistré une hausse de 1,5% au troisième trimestre, la croissance de la valeur ajoutée de l'information et la communication se serait accélérée pour atteindre 2,3% au quatrième trimestre 2025. Cette amélioration s'expliquerait notamment par la dynamique de la consommation de l'Internet (+6,4%) en lien avec un recours plus accru aux services numériques pendant la CAN. Au premier trimestre 2026, la valeur ajoutée de la branche devrait afficher une croissance de 1,4%, soutenue notamment par l'usage en hausse des applications de messagerie et les plateformes de streaming.</p>

L'exécution budgétaire reflète une dynamique favorable des recettes à fin novembre 2025 (+15,8%), soutenue par la fiscalité domestique, sur fond d'une croissance économique soutenue. Les recettes non fiscales se seraient montrées, également, dynamiques. Parallèlement, les dépenses ordinaires et d'investissement auraient affiché des hausses respectives de 15,5% et 19,4%, traduisant un renforcement des engagements publics.



La dynamique de la croissance tire les recettes fiscales

A fin novembre 2025, les recettes ordinaires se seraient accrues de 15,8% en glissement annuel, soutenues par la vigueur des recettes fiscales (+15,7%), en particulier des impôts directs (+22,4%), portés par la progression de 29,9% de l'IS. Les impôts indirects auraient, également, enregistré une hausse (+11,4%), parallèlement à une augmentation des droits d'enregistrement et de timbre. Les recettes non fiscales auraient, de leur côté, augmenté de 16,3%, renforçant la hausse globale.



Les dépenses gagnent en vigueur

Les dépenses ordinaires se seraient accrues de 15,5% à fin novembre 2025, sous l'effet de la hausse des dépenses de biens et services (+17,6%). Les intérêts de la dette publique auraient progressé de 11,6%, tandis que les émissions au titre des dépenses de compensation se seraient repliées (-5,7%). Parallèlement, l'effort de l'investissement budgétaire se serait intensifié et les dépenses y afférentes auraient enregistré une hausse de 19,4%.



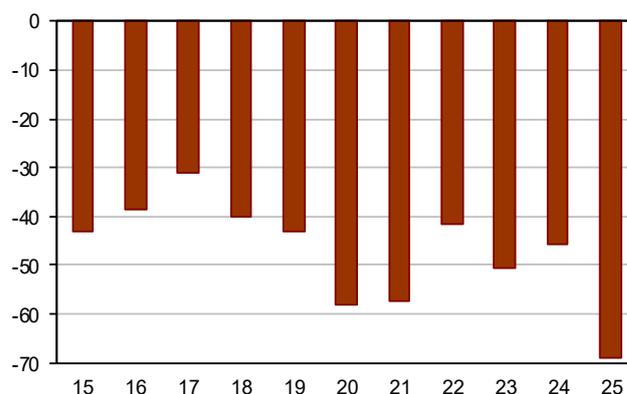
Tiré par un accroissement du volume des recettes plus important que celui des dépenses, le solde ordinaire aurait progressé de 19,1%. Toutefois, le déficit budgétaire se serait nettement creusé, se situant à -68,8 milliards de dh à fin novembre 2025, contre -45,7 milliards de dh un an plus tôt, porté par la hausse de 19,4% des dépenses d'investissement et par le repli du solde des comptes spéciaux du Trésor.



Le besoin de financement du Trésor aurait atteint un niveau nettement élevé, en parallèle avec la hausse des apurements de ses arriérés. Son financement net se serait renforcé tant à l'extérieur, grâce à un nouveau recours au marché international, que sur le marché intérieur. À fin novembre 2025, le stock de la dette intérieure aurait, ainsi, progressé de 5,5% par rapport à fin 2024.

Solde Budgétaire

(Janvier-novembre, milliards de dh)



Source : TGR, élaboration HCP



DYNAMIQUES DES MARCHÉS FINANCIERS

Au quatrième trimestre 2025, la dynamique des marchés financier et monétaire aurait été marquée par des évolutions favorables avec le maintien du raffermissement de l'activité boursière, un environnement monétaire demeuré globalement accommodant et une augmentation des crédits à l'économie.



Les créances sur l'économie auraient légèrement accéléré au quatrième trimestre 2025, affichant une hausse de 6,8% en glissement annuel, au lieu de +6,6% au trimestre précédent. Cette augmentation aurait été imputable à la reprise des crédits de trésorerie aux entreprises et à la hausse des prêts à la consommation des ménages.



Le besoin de liquidité des banques se serait légèrement atténué, tout en restant à un niveau élevé, incitant Bank Al-Maghrib à réduire le volume de ses financements aux établissements bancaires. La masse monétaire aurait maintenu sa croissance à +7,7%, soutenue par la hausse des réserves de change et l'endettement monétaire du Trésor.



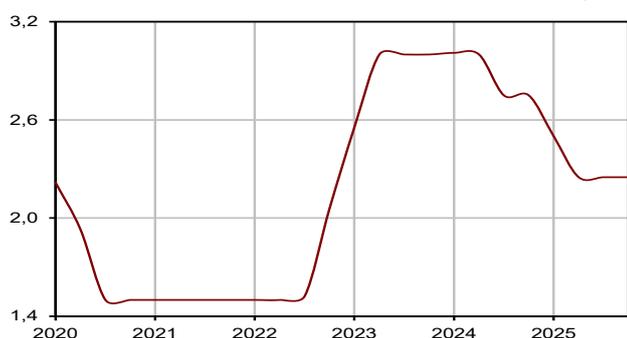
Bank Al-Maghrib aurait encore maintenu inchangé son taux directeur à 2,25%, dans un contexte international incertain. Le taux interbancaire aurait reculé de 46 points. Les taux des bons du Trésor se seraient, également, inscrits en repli de 38, 36 et 50 points de base, respectivement pour les maturités à 1, 5 et 10 ans. De même, les taux d'intérêt créditeurs auraient poursuivi leur tendance baissière, affichant une diminution moyenne de 7 points de base.



Sur le marché de change, le dirham se serait déprécié de 1,1% face à l'euro et se serait apprécié de 7,3% vis-à-vis du dollar. Le taux de change effectif nominal aurait dégagé une appréciation globale de la valeur du dirham de 2,6%, en glissement annuel.

Taux interbancaire moyen trimestriel

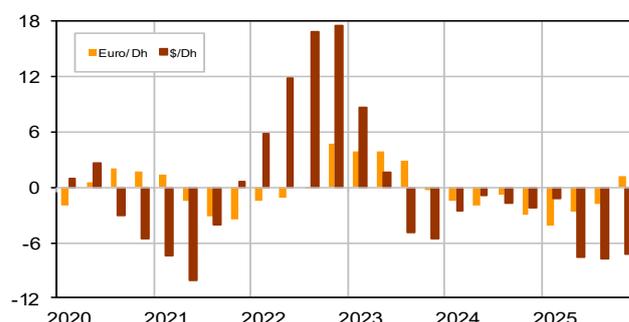
(en %)



Source : BAM, élaboration HCP

Taux de change bilatéral moyen du dirham

(GA en %)



Source : BAM, calculs HCP

Bourse des valeurs



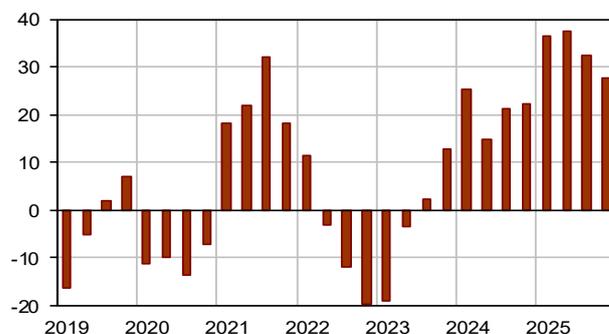
Au quatrième trimestre, le marché des actions aurait maintenu sa hausse, portée par la confiance des investisseurs et un environnement monétaire accommodant. L'indice MASI aurait progressé de 27,6% en glissement annuel, avec des gains majeurs dans les ingénieries, les mines, la pharmacie, le transport et les loisirs et hôtels.



La liquidité du marché aurait marqué un répit, avec un recul de 3,9% du volume des transactions, porté par le marché des blocs en baisse de 62,4%, tandis que le volume sur le marché central aurait progressé de 53,4%. La capitalisation boursière se serait appréciée de 38,3%.

Indice MASI

(GA en %)



Source : SBVC, élaboration HCP

Secteurs et indicateurs de croissance		2024				2025				الأنشطة القطاعية ومؤشرات النمو	
		IV	I	II	III	IV	I	II	III		
PIB (prix 2014)	Valeur ajoutée agricole	-4,8	4,5	4,7	4,4	القيمة المضافة للنشاط الفلاحي				الناتج الداخلي الإجمالي، سعر 2014	
	Valeur ajoutée non-agricole	4,8	4,6	5,5	3,8	القيمة المضافة للأنشطة غير الفلاحية					
	PIB global	4,2	4,8	5,5	4,0	الناتج الداخلي الإجمالي					
Indicateurs sectoriels	Ventes de ciment	16,5	4,5	15,4	12,1	مبيعات الاسمنت				مؤشرات قطاعية	
	Indice de production électrique	6,0	7,1	9,4	6,4	مؤشر إنتاج الكهرباء					
	Indice de production industrielle	5,0	3,2	7,0	2,2	مؤشر إنتاج الصناعة					
Prix à la consommation (base 2017)	Indice général	0,7	2,0	0,5	0,4	المؤشر العام				أثمان الاستهلاك (أساس 2017)	
	Produits alimentaires	0,7	3,4	0,7	0,5	المواد الغذائية					
	Produits non-alimentaires	0,7	1,1	0,4	0,3	المواد غير الغذائية					
Echanges extérieurs	Exportations (en valeur)	5,4	2,6	6,4	5,7	الصادرات (بالقيمة)				المبادلات الخارجية	
	Importations (en valeur)	10,9	7,0	10,7	9,9	الواردات (بالقيمة)					
	Déficit commercial	19,8	15,1	17,0	15,1	العجز التجاري					
	Taux de couverture (en points)	-3,1	-2,7	-2,3	-2,1	نسبة التغطية (بالنقط)					
	Recettes voyages	-0,1	2,5	20,4	18,6	المداخل السياحية					
	Transferts des MRE	-3,4	-4,8	-0,1	6,9	تحويلات المغاربة القاطنين في الخارج					
Finances publiques	Recettes ordinaires	8,7	20,2	20,6	17,4	المداخل العادية				المالية العمومية	
	Dépenses ordinaires	2,7	36,3	19,0	18,9	النفقات العادية					
	Investissement budgétaire	0,3	15,9	10,9	7,2	الاستثمارات العمومية					
	Solde budgétaire	-14,0	-64,6	21,3	89,6	رصيد الحسابات					
Monnaie, intérêt et change	Masse monétaire	8,0	8,0	8,0	7,8	الكتلة النقدية				النقد و نسبة الفائدة و سعر الصرف	
	Avoirs officiels de réserve	4,5	2,5	11,1	14,1	الموجودات الخارجية الصافية					
	Créances nettes sur l'AC	6,9	7,7	-1,4	1,4	الديون الصافية على الإدارة المركزية					
	Créances sur l'économie	6,9	7,4	7,7	6,6	الديون على الاقتصاد					
	Taux d'intérêt interbancaire en %	-0,29	-0,53	-0,74	-0,50	نسبة الفائدة بين البنوك ب %					
	Taux adjudications bons du Trésor un an en %	-0,56	-0,44	-0,84	-0,72	نسبة فائدة سندات الخزينة لسنة واحدة ب %					
	Taux de change dirham / euro	-3,0	-4,2	-2,7	-1,8	سعر الصرف درهم / أورو					
	Taux de change dirham / dollar	-2,2	-1,2	-7,7	-7,7	سعر الصرف درهم / دولار					
Bourse des valeurs	MASI	22,2	36,5	37,6	32,4	مؤشر مازي				بورصة القيم	
	Capitalisation boursière	20,2	37,8	38,6	35,3	رسملة البورصة					
	Volume des transactions	35,1	186,5	24,9	165,7	حجم المعاملات					

Date d'achèvement de la rédaction le 09 janvier 2026

INSTITUT NATIONAL D'ANALYSE DE LA CONJONCTURE

HCP, ILOT 31-3, SECTEUR 16, HAY RIAD, RABAT, BP : 178

Tél : 05 37 57 69 00 , Site web : www.hcp.ma