

ROYAUME DU MAROC



MINISTÈRE DE L'ÉCONOMIE ET DES FINANCES

DEPF

Boulevard Mohamed V.
Quartier Administratif,
Rabat-Chellah Maroc

E : depf@depf.finances.gov.ma

W : depf.finances.gov.ma

T : (+212) 537.67.74.15/16

NOTE DE CONJONCTURE

DIRECTION DES ÉTUDES ET DES PRÉVISIONS FINANCIÈRES

N° 347 / Janvier 2026



Sommaire

PARTIE 1 ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

01 ECONOMIES AVANCÉES

02 ECONOMIES ÉMERGENTES

03 MARCHÉS DES MATIÈRES PREMIÈRES

PARTIE 2 ENVIRONNEMENT NATIONAL

01 TENDANCES SECTORIELLES

02 DEMANDE INTERIEURE

03 ECHANGES EXTERIEURS

04 FINANCES PUBLIQUES

05 FINANCEMENT DE L'ECONOMIE

PARTIE 3 TABLEAU DE BORD



Synthèse

N.B. : Sauf indication contraire, les évolutions présentées, dans la note, sont en glissement annuel.



Environnement international



- ⇒ **Économie mondiale** : Le FMI (janvier) relève ses prévisions : la croissance mondiale, d'une résilience notable, devrait se maintenir à 3,3% en 2026, comme en 2024 et 2025, portée par les investissements technologiques (IA) et des conditions financières favorables. Les dynamiques divergent : net rebond aux États-Unis (2,4% après 2,1% en 2025), croissance modérée en zone euro (1,3% après 1,4%) et ralentissement en Chine (4,5% après 5,0%). L'inflation mondiale recule (à 3,8% après 4,1% en 2025), permettant un assouplissement monétaire graduel. Principaux risques : tensions géopolitiques/commerciales et correction des marchés technologiques (si doutes sur l'impact de l'IA).
- ⇒ **Zone euro** : croissance résiliente (1,3% en 2026 après 1,4% en 2025, FMI) : reprise en Allemagne (1,1% après 0,2%), en France (1,0% après 0,8%) et en Italie (0,7% après 0,5%) ; ralentissement en Espagne (2,3% après 2,9%).
- ⇒ **Euro** : à 1,20 dollar le 29 janvier 2026, son plus haut depuis juin 2021, en appréciation de 15% sur un an.
- ⇒ **Pétrole** : 72 dollars le baril de Brent le 29 janvier, en hausse de 16% sur un mois (mais -7% sur un an).



Tendances sectorielles



- ⇒ **Secteur primaire** : accroissement de la VA du secteur agricole à fin septembre (+4,5%) ; nette amélioration du taux de remplissage des barrages (57,5% au 29 janvier 2026 contre 27,6% au 29 janvier 2025) ; évolution positive des exportations des produits de l'agriculture, sylviculture et chasse (+4,4% à fin novembre).
- ⇒ **Secteur secondaire** : dynamique favorable des secteurs manufacturier (VA : +4,3% à fin septembre ; TUC : +1 point à 78,6% à fin novembre), extractif (VA : +7,6% à fin septembre ; production de phosphate : +8% à fin novembre), de l'énergie électrique (production : +5,8% à fin novembre) et du BTP (ventes de ciment : +8,2% à fin 2025).
- ⇒ **Secteur tertiaire** : poursuite du raffermissement des secteurs du tourisme (arrivées : +14% à fin 2025 ; nuitées : +9% à fin novembre ; recettes voyages : +18,7% à fin novembre) et du transport (passagers aériens : +11,2% à fin 2025 ; trafic portuaire ANP : +5,7% à fin novembre) ; performance positive du secteur d'information et communication (VA : +1,5% à fin septembre).



Ménages & Entreprises



- ⇒ **Consommation des ménages** : maintien de sa vigueur, soutenue par les mesures en faveur du pouvoir d'achat mises en œuvre par les pouvoirs publics et par une inflation maîtrisée (+0,8% en 2025, après +0,9% en 2024). Elle bénéficie également de l'évolution positive, à fin novembre, des transferts des MRE (+1,6%) et des crédits à la consommation (+4,7%), ainsi que de la création de 220.000 postes d'emplois rémunérés au T3-2025.
- ⇒ **Intensification de l'effort d'investissement**, stimulé par les grands chantiers structurants et l'augmentation des dépenses d'équipement du Budget Général de l'Etat (+6,7% par rapport à l'année 2024, pour atteindre 125,3 milliards de dirhams à fin 2025). Cette dynamique serait également soutenue par la bonne tenue, à fin novembre, des recettes des IDE (+25,9%), des importations des biens d'équipement (+15%) et des crédits à l'équipement (+23%).

1,20
(le 29 janvier)



Parité euro/dollar

72 \$/baril
(le 29 janvier)



Brent

57,5%
(29 janvier)



Taux de remplissage
des barrages

19,8 millions
(+14% à fin 2025)



Arrivées touristiques



Echanges extérieurs

- ⇒ Hausse des exportations de 1,8% à fin novembre, tirée essentiellement, par l'augmentation des ventes à l'étranger des secteurs des phosphates et dérivés (+13,8%) et de l'aéronautique (+8,5%).
- ⇒ Accroissement des importations de 9,2% à fin novembre, impulsé par l'ensemble des groupes de produits, à l'exception des importations des produits énergétiques qui ont reculé de 5,3%.
- ⇒ Hausse du déficit commercial de 20,4% et repli du taux de couverture de 4,1 points, se situant à 56,3% à fin novembre.
- ⇒ Avoirs Officiels de Réserve : couverture de 5 mois et 19 jours d'importations de biens et services à fin novembre.



Finances publiques

- ⇒ Trajectoire descendante confirmée du déficit budgétaire, s'établissant à 3,5% du PIB en 2025, en amélioration de 0,3 point par rapport à 2024. Cette évolution résulte principalement du raffermissement des recettes ordinaires (+14,2% ou +52,9 milliards de dirhams), plus important que celui des dépenses globales (+12% ou +51,9 milliards de dirhams).



Financement de l'Economie

- ⇒ Amélioration de la croissance des crédits bancaires à +6,2% à fin novembre 2025 après +4% l'année précédente, évolution qui a concerné aussi bien les crédits au secteur financier (+16,9% après +13,2% à fin novembre 2024), que les crédits au secteur non financier (+4,2% après +2,5% à fin novembre 2024), dont les crédits aux sociétés non financières (+3,6% après +1,4%) et les crédits aux ménages (+3,4% après +1,8%).
- ⇒ Performance annuelle remarquable des indices boursiers MASI et MASI 20 (respectivement +27,6% et +24,5% à fin 2025, après +22,2% et +20,5% l'année précédente), en dépit de leur léger repli au cours du quatrième trimestre 2025, soit respectivement -0,9% et -4% par rapport au T3-2025.

NB : Sauf indication contraire, les évolutions sont en glissement annuel

+13,8%
(fin novembre)



Exportations phosphates et dérivés

-5,3%
(fin novembre)



Facture énergétique

+6,2%
(fin novembre)



Crédits bancaires

+27,6% et +24,5%
(fin déc-25/fin déc-24)



MASI et MASI 20



ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

1. ECONOMIES AVANCEES

États-Unis : croissance solide, soutenue par la consommation et un essor dans l'IA

2,1%
(en 2025)

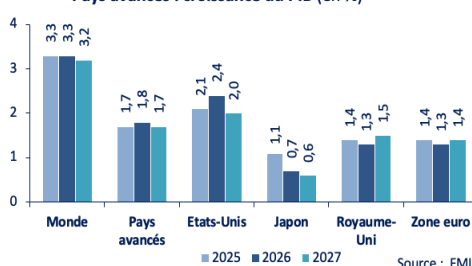


USA

Croissance économique

Le FMI a relevé sa prévision de croissance américaine de 0,3 point à 2,4% en 2026, après 2,1% en 2025. La demande reste portée par l'essor des investissements dans l'IA. Mais l'incertitude commerciale, des tarifs élevés et une inflation qui converge plus lentement vers la cible freinent l'activité, malgré des conditions financières encore assez favorables globalement. La Fed devrait n'assouplir que progressivement sa politique en 2026. Le déficit budgétaire demeure important et la dette publique continue de croître.

Pays avancés : croissance du PIB (en %)



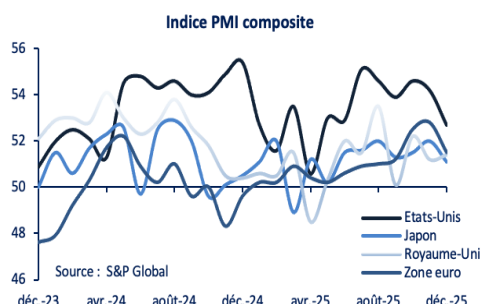
La croissance s'est renforcée au T3-2025 (4,3% en rythme annualisé après 3,8% au T2), soutenue par la consommation, les exportations et les dépenses publiques. Cependant, une modération est attendue au T4, avec la normalisation de la demande et l'impact temporaire du shutdown d'octobre-novembre sur l'activité.

2,4%
(en 2026)



USA

Croissance économique



Les récents indicateurs s'avèrent mitigés. L'indice PMI composite (52,7 en décembre après 54,2 en novembre) reflète une croissance modérée de l'activité privée, au plus bas depuis huit mois. Ce ralentissement touche tant les services (52,5 après 54,1) que le secteur manufacturier (51,8 après 52,2). En revanche, la production industrielle (+0,4% en décembre après +0,4% en novembre) est plus résiliente. De même, les ventes au détail ont rebondi de 0,6% en novembre après -0,1% en octobre.

En outre, l'indice de confiance des ménages (Michigan) s'est amélioré pour le deuxième mois consécutif, atteignant 54,0 en janvier, son plus haut en quatre mois, mais restant à un niveau historiquement bas.

4,4%
(en décembre)

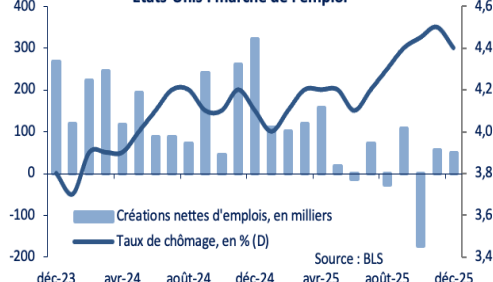


USA

Taux de chômage

Le marché de l'emploi américain s'essouffle. Après une chute en octobre (-173k postes), l'économie n'a créé que 56k emplois en novembre puis 50k en décembre, sous les attentes (60k). En 2025, la moyenne tombe à 49k emplois par mois, contre 168k en 2024. La croissance de l'emploi est portée par quelques secteurs comme la santé. Le chômage a toutefois reflué à 4,4% en décembre, masquant une baisse du taux d'activité, après avoir atteint 4,5% en novembre, niveau le plus élevé depuis quatre ans.

Etats-Unis : marché de l'emploi

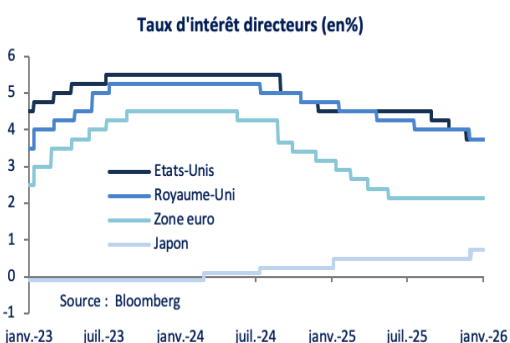


-25 pb
(en décembre)



USA

Taux d'intérêt directeur



Face à l'essoufflement de l'emploi, la Fed a abaissé ses taux de 25 pb en décembre, à 3,50-3,75%, après deux baisses de même ampleur en septembre et octobre, malgré une inflation persistante (2,7% en décembre), au-dessus de l'objectif. Le « dot plot » officiel ne prévoit qu'une baisse en 2026, même si des voix internes en réclament davantage. La Fed a aussi annoncé la fin du resserrement quantitatif (QT) et le début d'achats de bons du Trésor (40 milliards de dollars par mois) pour assurer la liquidité du système.

Zone euro : croissance globalement résiliente, masquant des disparités et des vulnérabilités persistantes

1,4%
(en 2025)



Zone euro
Croissance économique

1,3%
(en 2026)



Zone euro
Croissance économique

0,3%
(au T3-2025)



Zone euro
Croissance économique

L'économie de la zone euro montre une croissance modérée, mais globalement résiliente. Selon le FMI, le PIB progresserait de 1,4% en 2025 après 0,9% en 2024. Il marquerait ensuite un léger fléchissement à 1,3% en 2026, avant de réaccélérer à 1,4% en 2027, à mesure que la demande intérieure se raffermirait et que le commerce extérieur se redresse.

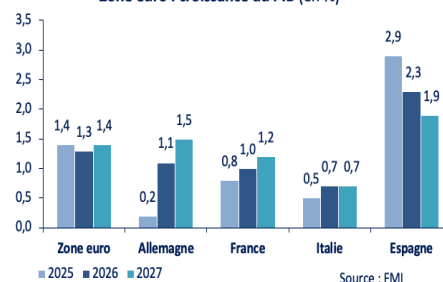
Cette trajectoire s'appuie sur la résilience du marché du travail, la désinflation et la hausse des revenus réels, qui soutiennent la consommation. L'investissement privé reste freiné par l'incertitude, malgré l'amélioration des conditions de financement, tandis que l'investissement public serait davantage porté par le déploiement des fonds de la Facilité pour la reprise et la résilience (NGEU), et par d'autres mesures de soutien.

La reprise demeure toutefois vulnérable à un environnement international tendu. Des frictions commerciales et une incertitude accrue sur les politiques commerciales peuvent peser sur la demande extérieure, les exportations et l'investissement.

À l'échelle domestique, des contraintes plus structurelles continuent de limiter le potentiel de croissance : vieillissement démographique, gains de productivité insuffisants, besoins d'investissement liés à la transition énergétique, déficit de compétitivité dans les secteurs technologiques de pointe.

Les perspectives nationales restent hétérogènes. En Allemagne, le FMI anticipe un redressement graduel de 1,1% en 2026 et 1,5% en 2027, porté par un rebond de la consommation et de l'investissement public (infrastructures, défense)¹, après une reprise modeste en 2025 (0,2%) et une forte récession en 2023-2024. La reprise resterait modérée en France (1% en 2026 après 0,8% en 2025) et atone en Italie (0,7% après 0,5%), freinée par une demande molle, un ajustement budgétaire graduel et des rigidités structurelles.

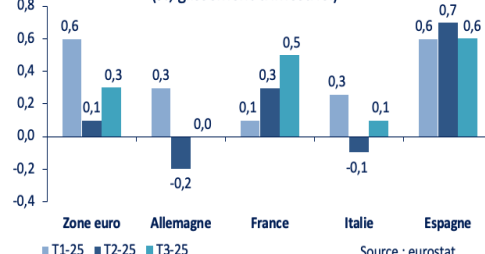
Zone euro : croissance du PIB (en %)



À l'inverse, l'Espagne continuerait de surperformer. Après une forte expansion en 2024 (+3,5%), le FMI prévoit une croissance de 2,9% en 2025, suivie de 2,3% en 2026. Cette performance s'explique par une demande intérieure robuste (hausse de l'emploi et des salaires réels), des conditions financières plus favorables et la poursuite du déploiement des fonds européens (NGEU), tandis que la contribution du tourisme se normalise progressivement. L'Espagne bénéficie également d'avantages stratégiques dans les domaines des énergies renouvelables et des services à haute valeur ajoutée.

Au T3-2025, la croissance de la zone euro a légèrement accéléré (+0,3% après +0,1% au T2), confirmant une reprise encore fragile. Elle est portée par le rebond de l'investissement et la hausse des dépenses publiques, tandis que la consommation ralentit et que le commerce extérieur pèse. Les performances restent toutefois disparates : l'Espagne (+0,6%) et la France (+0,5%) tirent l'activité, tandis que l'Italie (+0,1%) progresse à peine et que l'Allemagne stagne. Sur un an, la croissance de la zone ralentit (1,4% après 1,6%).

Zone euro : croissance du PIB (% glissement trimestriel)



¹ Pour soutenir une économie fragilisée, l'Allemagne a assoupli en mars 2025, par révision constitutionnelle, son « frein à l'endettement ». La réforme exempte du plafond les dépenses de défense au-delà de 1% du PIB et crée un fonds spécial d'environ 500 milliards d'euros sur douze ans pour accélérer l'investissement, notamment dans les infrastructures (en lien avec les priorités de modernisation et de transition). L'OCDE y voit un levier important pour renforcer la compétitivité, tout en alertant sur les lenteurs de planification et d'autorisation et sur la nécessité d'une dépense plus efficace afin de préserver une trajectoire budgétaire soutenable.

52,3

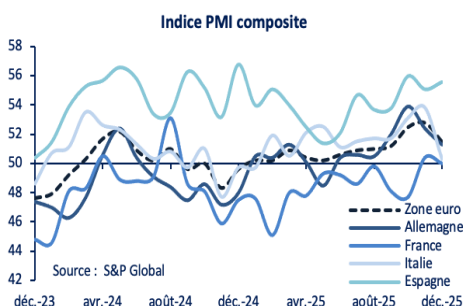
(au T4-2025)



Zone euro

Indice PMI composite

Les données à haute fréquence signalent une reprise modérée, mais variable selon les pays et les secteurs.



Au T4 2025, l'activité du secteur privé en zone euro s'est raffermie : l'indice PMI composite (moyenne trimestrielle) s'est établi à 52,3 après 51,0 au T3. Cette reprise est tirée par les services (53,0 après 50,9), tandis que l'industrie repasse en zone de contraction (49,5 après 50,1). Le marché de l'emploi résiste, mais la demande mondiale s'affaiblit. Selon les pays, l'activité globale accélère en Allemagne (52,6 après 51,0), en Italie (52,4 après 51,6) et en Espagne (55,6 après 54,1), tandis que la reste en repli France (49,4 après 48,8).

En novembre, la production industrielle de la zone euro a progressé de 0,7% sur un mois, comme en octobre. La hausse est principalement tirée par les biens d'équipement (+2,8% après +0,5%), tandis que les biens intermédiaires ralentissent (+0,3% après +0,9%). À l'inverse, la production a baissé dans l'énergie, les biens durables et non durables de consommation. Parmi les grandes économies, la production a augmenté en Allemagne (+1,0%), en Italie (+1,4%) et en Espagne (+0,9%), mais a reculé en France (-0,2%). Sur un an, la production industrielle de la zone euro s'est accrue de 2,5% (après 1,7%), sa plus forte progression depuis mai.

En outre, les ventes au détail en zone euro ont augmenté de 0,2% en novembre, après une progression de 0,3% en octobre, reflétant une demande intérieure plus solide qu'anticipé. Cette dynamique est portée par les ventes de biens non alimentaires (+0,4%), tandis que les achats alimentaires (-0,2%) et de carburant (-0,1%) ont légèrement reculé. Par pays, la croissance en Espagne (+1,0%), en France (+0,5%) et en Italie (+0,3%) a plus que compensé la baisse en Allemagne (-0,6%). Sur un an, la croissance des ventes accélère (2,3% après 1,9%).

Toutefois, l'indice de sentiment économique (ESI) de la zone euro a légèrement reculé en décembre (-0,4 point à 96,7), après son pic de 31 mois en novembre. Cette baisse reflète un fléchissement de la confiance dans le commerce de détail (-1,2), les services (-0,2) et chez les consommateurs (-0,3), malgré une légère amélioration dans l'industrie (+0,3) et la construction (+0,3). Parmi les grandes économies, le sentiment a reculé en Allemagne (-1,1), en France (-0,9), en Italie (-0,6) et en Espagne (-0,5), mais a progressé aux Pays-Bas (+0,5).

6,3%

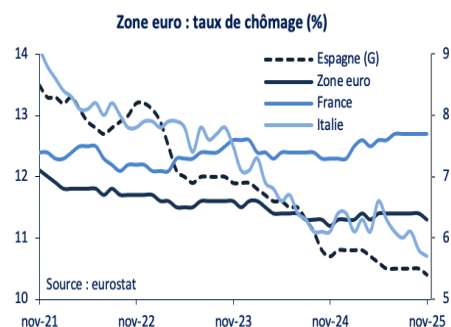
(en novembre)



Zone euro

Taux de chômage

S'agissant du marché du travail, il reste globalement stable. En novembre, le chômage en zone euro a reflué à 6,3% (-0,1 point m/m). Celui des jeunes a reculé à 14,6% (-0,2), mais reste relativement élevé. Des écarts importants persistent : le taux recule en Italie (-0,1 point à 5,7%) et en Espagne (-0,1 à 10,4%), mais reste stable en France (7,7%) et en Allemagne (3,8%). Sur un an, il s'inscrit en légère hausse (+0,1 point). Les tensions sur le marché se sont apaisées, le taux d'emplois vacants étant tombé à 2,1% au troisième trimestre.

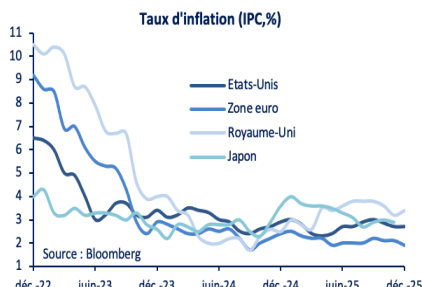


1,9%
(en décembre)



Zone euro
Taux d'inflation

L'inflation en zone euro a légèrement ralenti en décembre (à 1,9% après 2,1% en novembre), restant proche du niveau cible de la BCE². Le reflux provient surtout de l'énergie (-1,9% après -0,5%) et, dans une moindre mesure, d'un nouvel apaisement des services (3,4% après 3,5%) ainsi que des biens industriels hors énergie (0,4% après 0,5%). À l'inverse, l'alimentation, alcool et tabac accélère légèrement (2,5% après 2,4%). L'inflation sous-jacente (hors énergie, alimentation, alcool et tabac) s'atténue (2,3% après 2,4%).



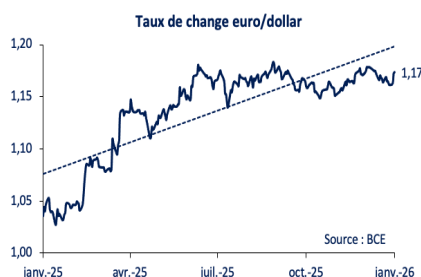
Selon l'Eurosystème (décembre), l'inflation devrait se stabiliser durablement à la cible de 2% à moyen terme, avec des prévisions à 1,9% pour 2026 et 1,8% pour 2027. La croissance économique a été révisée à la hausse (1,2% en 2026 et 1,4% en 2027). La désinflation devrait se poursuivre, bien que freinée par une inflation des services plus persistante que prévu. Le scénario reste exposé aux risques géopolitiques et commerciaux (énergie, chaînes d'approvisionnement, tensions tarifaires), ainsi qu'à la dynamique salaires/marges dans les services.

Dans ce contexte, la BCE a maintenu ses taux directeurs inchangés en décembre (taux de dépôt à 2,00%, de refinancement à 2,15% et de prêt marginal à 2,40%), confirmant une posture attentiste pour la quatrième réunion consécutive³. Christine Lagarde a réaffirmé une approche strictement dépendante des données et réunion par réunion, indiquant qu'aucune trajectoire prédéfinie n'était engagée et que toutes les options restaient sur la table. Les marchés en déduisent un scénario de stabilité prolongée, la suite dépendant surtout de l'énergie, des tensions commerciales et de la demande intérieure.

1,17
(le 21 janvier)



Zone euro
Parité euro/dollar



Sur le marché des changes, l'euro s'échangeait autour de 1,17 dollar le 21 janvier, en hausse de 2,2% depuis son creux début novembre et de 13,3% sur un an. La monnaie unique est soutenue par une croissance européenne plus forte que prévu, une inflation proche de sa cible et un marché du travail résilient, alignant les attentes sur le maintien des taux de la BCE à court terme. Ce dynamisme est renforcé par une relance budgétaire en Allemagne. De plus, l'euro bénéficie de son statut de valeur refuge alternative au dollar.

À l'inverse, le dollar reste sous pression, freiné par les incertitudes liées aux politiques américaines et aux tensions commerciales mondiales. Les marchés scrutent les derniers indicateurs américains (inflation/emploi) pour anticiper la trajectoire des taux de la Fed.

² Parmi les principales économies de la zone euro, l'inflation harmonisée a ralenti en Allemagne (2,0% contre 2,6%), en France (0,7% contre 0,8%) et en Espagne (3,0% contre 3,2%), tandis qu'elle a enregistré une légère hausse en Italie (à 1,2% contre 1,1%). Les écarts d'inflation entre pays persistent.

³ La BCE semble avoir achevé son cycle d'assouplissement. De juin 2024 à juin 2025, elle a abaissé le taux de la facilité de dépôt à huit reprises (-25 pb à chaque fois), soit -200 pb au total, sur fond de désinflation et de croissance faible.

Japon : croissance modérée et policy-mix fragile, combinant relance budgétaire et resserrement monétaire

1,1%

(en 2025)



Japon

Croissance économique

0,7%

(en 2026)



Japon

Croissance économique

51,1

(en décembre)



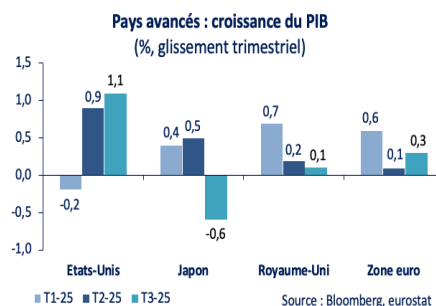
Japon

Indice PMI composite

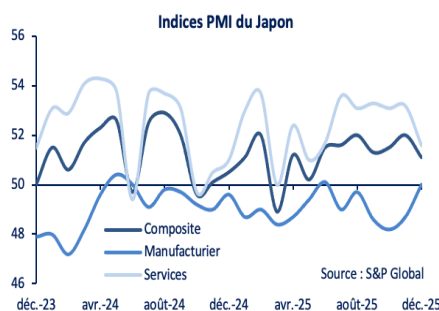
L'économie japonaise navigue entre une demande intérieure résiliente et des vents contraires externes, dans un contexte de normalisation monétaire progressive et de soutien budgétaire massif. Après un rebond de 1,1% en 2025, la croissance devrait ralentir à 0,7% en 2026 et 0,6% en 2027, selon le FMI. La demande intérieure resterait le principal moteur (salaires réels en amélioration graduelle, profits élevés, subventions pour les transitions verte et numérique), tandis que la demande extérieure pèserait, notamment via les tarifs américains⁴.

Les principaux risques pour la croissance tiennent à la vulnérabilité à un choc de demande externe et à une possible perte de confiance dans la trajectoire budgétaire, ainsi qu'à la persistance de l'écart entre inflation et croissance des salaires réels. À cela s'ajoutent les tensions géopolitiques avec la Chine, susceptibles de perturber les échanges et les chaînes d'approvisionnement régionales.

L'activité a marqué le pas au T3 2025. Le PIB s'est contracté de 2,3% en rythme annualisé, première baisse en six trimestres, la plus marquée en deux ans, après une expansion de 2,1% au T2. La consommation privée a presque stagné (+0,2%), rognée par le coût de la vie (dont le riz). Les exportations ont reculé plus vite que les importations après les tarifs américains de 15%. L'investissement des entreprises s'est replié (-0,2%), sous l'effet de coûts de financement plus élevés, tandis que les dépenses publiques ont nettement ralenti.



Les données récentes sont contrastées. La consommation privée montre des signes de résilience, avec un rebond des dépenses des ménages (+6,2% m/m en novembre après -3,5% en octobre) et une hausse modérée des ventes au détail (+0,6% après +1,6%). Le moral des ménages a légèrement reculé en décembre (à 37,2 points, après un pic de 19 mois à 37,5 en novembre). En revanche, après un rebond en septembre et octobre, la production industrielle a chuté en novembre (-2,7% m/m ; -2,2% a/a), pénalisée par les secteurs de l'électronique et de l'automobile, reflétant la faiblesse de la demande mondiale.



Le PMI composite (51,1 en décembre après 52,0 en novembre) signale une croissance modérée de l'activité privée et un neuvième mois d'affilée d'expansion. Les services ralentissent (51,6 après 53,2) tandis que le secteur manufacturier se stabilise (50,0 après 48,7). Les nouvelles commandes repartent après deux mois de baisse et l'emploi croît au rythme le plus rapide en deux ans et demi. Néanmoins, l'inflation des coûts de production persiste, atteignant un plus haut de sept mois.

⁴ Sur le front commercial, l'accord-cadre annoncé à l'été 2025 avec Washington a ramené les droits sur les automobiles japonaises à 15% et s'accompagne d'engagements japonais (achats supplémentaires, dont certains produits agricoles, et 550 milliards de dollars d'investissements aux États-Unis), réduisant une partie de l'incertitude pour le secteur exportateur.

2,34%

(le 20 janvier)

**Japon**Rendement des
obligations d'État à 10 ans

Le policy mix japonais combine désormais un fort soutien budgétaire et un resserrement monétaire graduel. Le gouvernement Takaichi a lancé un plan de relance de 21,3 trillions de yens (\approx 136 Mds USD), ciblant le pouvoir d'achat (subventions énergétiques, aides en espèces) et les investissements stratégiques (IA, semi-conducteurs, défense). Pour financer ce plan, de nouvelles émissions obligataires ont ravivé les inquiétudes sur la dette publique (\approx 230% du PIB), contribuant à la forte hausse des rendements des obligations d'État. En effet, le rendement des JGB à 10 ans s'est inscrit en forte hausse pour atteindre 2,34% le 20 janvier 2026, un niveau élevé historique. La hausse est accentuée par la proposition de Takaichi de réduire la taxe sur les ventes alimentaires, soulevant des inquiétudes fiscales. Les marchés craignent une intervention de la Banque du Japon pour stabiliser le marché obligataire. Par ailleurs, les investisseurs se préparent à une élection anticipée le 8 février, Takaichi cherchant à consolider son pouvoir et promouvoir son agenda fiscal expansionniste.

Face à une inflation persistante (l'inflation sous-jacente était de 3,0% en novembre, au-dessus de la cible de 2% depuis avril 2022), la Banque du Japon (BoJ) a relevé son taux directeur de 25 pb à 0,75% en décembre. Elle maintient une communication prudente, soulignant que les taux réels restent largement négatifs et que la normalisation sera progressive. Les marchés demeurent partagés sur le calendrier des prochaines hausses.

Parallèlement, le yen reste sous pression, atteignant 159 JPY/USD le 13 janvier, son plus bas depuis juillet 2024, pénalisé par les craintes budgétaires et le différentiel de taux avec les États-Unis.

Cette situation renforce l'urgence de réformes structurelles pour relever le potentiel de croissance et crédibiliser la trajectoire des finances publiques.

2. ÉCONOMIES EMERGENTES

5,0%

(en 2025)



Chine

Croissance économique

4,5%

(en 2026)



Chine

Croissance économique

51,2

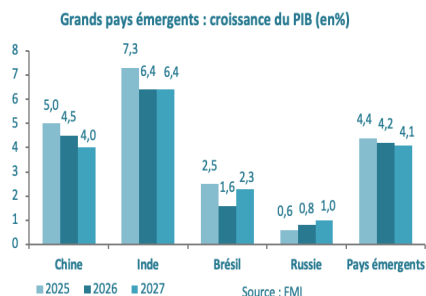
(en novembre)



Chine

Indice PMI composite

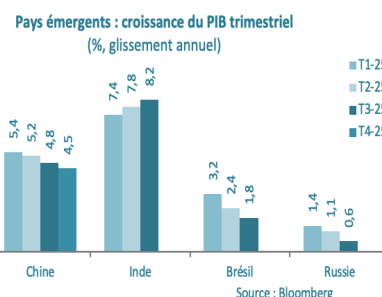
Chine : la résilience en 2025 masque un essoufflement progressif du modèle de croissance



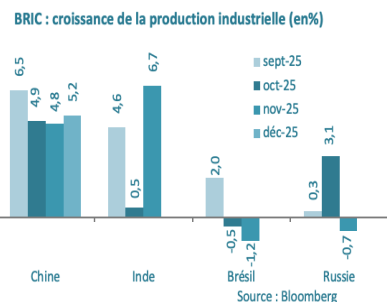
L'économie chinoise clôture 2025 sur une croissance solide de 5,0%, comme en 2024, atteignant l'objectif officiel, mais aborde une phase plus incertaine. Cette performance repose surtout sur des exportations robustes et des soutiens publics ciblés, masquant une demande intérieure fragile et une crise immobilière persistante. Selon le FMI, la croissance devrait ralentir à 4,5% en 2026 puis 4,0% en 2027, sous l'effet de déséquilibres structurels durables et d'un environnement international plus contraignant.

Les perspectives économiques restent contraintes par la contraction prolongée de l'investissement résidentiel, ainsi que par la montée des tensions commerciales et technologiques au niveau mondial⁵, qui pèsent sur les chaînes d'approvisionnement, les exportations, la confiance et l'investissement. L'économie demeure également exposée à des défis structurels, tels que le déclin démographique, le vieillissement de la population, le chômage des jeunes, le ralentissement de la productivité et un endettement local élevé.

Au T4-2025, la croissance du PIB chinois a ralenti à 4,5% (contre 4,8% au T3), marquant son plus faible rythme depuis trois ans. Ce tassement reflète une demande intérieure fragile, une crise immobilière persistante et des tensions commerciales. Sur l'ensemble de 2025, le PIB a néanmoins augmenté de 5,0% sur un an, atteignant l'objectif officiel, principalement soutenu par un excédent commercial record qui a compensé la faiblesse de la consommation des ménages.



Les derniers indicateurs confirment la faiblesse persistante de la demande intérieure. En décembre 2025, les ventes au détail n'ont progressé que de 0,9% en glissement annuel, marquant la plus faible croissance depuis décembre 2022, après +1,3% en novembre. Cette tendance est alimentée par un marché de l'emploi déprimé et la chute des prix immobiliers. L'investissement en actifs fixes a chuté de 3,8% en 2025, la première baisse annuelle depuis 1989, affecté par un déclin de 17,2% dans l'immobilier, malgré une légère hausse dans l'industrie manufacturière (+0,6%). Excluant l'immobilier, l'investissement en actifs fixes a diminué de 0,5%.



La modération de l'activité est confirmée par l'indice PMI composite (51,3 en décembre après 51,2 en novembre), montrant une expansion plus timide dans les services (52,0 après 52,1) et une stagnation dans l'industrie (50,1 après 49,9). En revanche, la production industrielle a accéléré à +5,2% en décembre, après +4,8% en novembre, soutenue par une forte croissance de la fabrication (+5,7%) et des industries connexes. Sur l'ensemble de l'année 2025, la production industrielle a augmenté de 5,9%.

⁵ La trêve commerciale conclue fin octobre 2025 a temporairement désamorcé une escalade aiguë. Les États-Unis prolongent jusqu'au 10 novembre 2026 la suspension de tarifs « réciproques » et réduisent un droit de douane de 20% à 10%. En échange, la Chine s'engage à acheter au moins 12 millions de tonnes de soja américain d'ici fin février 2026 et repousse d'un an ses contrôles à l'exportation sur les terres rares. L'exécution est effective, avec des achats chinois de soja américain approchant les 10 millions de tonnes début 2026. Cependant, cette pause ne résout pas les tensions structurelles, les échanges bilatéraux ayant chuté de près de 20% en 2025 et l'excédent commercial chinois atteignant un record. La relation reste dans un équilibre précaire, exposée au risque d'une nouvelle rupture.

1,2 trillion de dollars
(en 2025)



Chine

Excédent commercial

Commerce extérieur chinois en 2025 : excédent record, résilience et grande réorientation

En 2025, le commerce extérieur de la Chine a affiché une santé robuste, marquée par un excédent commercial historique de 1,19 trillion de dollars. Cette forte performance a été portée par la résilience des exportations, qui ont progressé de 5,5% pour atteindre 3,77 trillions de dollars, contrastant avec une stagnation des importations à 2,58 trillions.

La fin d'année a connu une nette accélération. En décembre, les exportations ont bondi de 6,6% pour atteindre un pic mensuel, tandis que les importations ont crû de 5,7%, leur rythme le plus soutenu depuis septembre. Cette vigueur a conduit à un excédent mensuel de 114 milliards de dollars, confirmant une tendance de fond : c'était la septième fois en 2025 que ce seuil symbolique des 100 milliards était dépassé.

La tendance la plus significative de l'année fut une réorientation géostratégique majeure. Face à l'impact persistant des droits de douane américains, les exportations vers les États-Unis se sont effondrées de 20% sur l'ensemble de l'année, avec une chute de 30% rien qu'en décembre. Cette baisse a été largement compensée par une diversification réussie vers d'autres marchés : les ventes ont ainsi fortement augmenté vers l'ASEAN (+11%), l'Union européenne (+12%), l'Amérique latine (+10%) et l'Afrique (+22%).

Ainsi, l'année 2025 illustre la capacité de l'économie chinoise à maintenir un excédent colossal en réorientant dynamiquement ses flux commerciaux, tandis que la demande intérieure, mesurée par les importations, reste en retrait. La dynamique positive de fin d'année ouvre une perspective incertaine pour 2026, qui dépendra de la demande mondiale et de l'évolution des tensions commerciales.

0,8%
(en décembre)



Chine
Taux d'inflation

L'inflation chinoise a légèrement accéléré fin 2025, confirmant une normalisation graduelle de la demande. En décembre, l'IPC annuel a atteint son plus haut depuis février 2023 (0,8% après 0,7% en novembre), marquant un troisième mois consécutif en territoire positif. La hausse est principalement tirée par les prix alimentaires (+1,1% après +0,2%), tandis que l'inflation hors alimentation est restée stable à 0,8%, soutenue par les programmes de « trade-in ». L'inflation sous-jacente se maintient à 1,2%, un sommet en 20 mois⁶. Sur l'ensemble de 2025, l'inflation demeure toutefois quasi nulle, nettement sous la cible officielle d'environ 2%.

Dans ce contexte contrasté, la Banque populaire de Chine (PBoC) privilégie une approche prudente. Les taux directeurs LPR (à 1 an et à 5 ans) ont été maintenus inchangés en janvier 2026 pour le huitième mois consécutif, signalant une moindre urgence à un assouplissement monétaire supplémentaire.

Sur le plan budgétaire, la relance demeure mesurée, avec un déficit public ciblé à 4% du PIB pour l'exercice 2025 (contre 3% en 2024)⁷. Elle repose en partie sur l'émission d'obligations ultra-longues et se concentre sur l'immobilier et le soutien à la consommation, notamment via les programmes de « trade-in ».

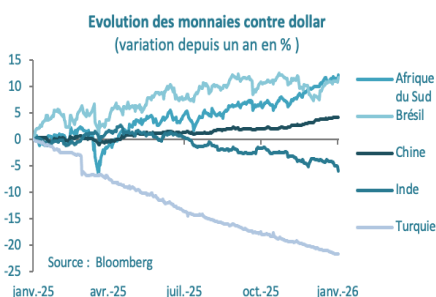
Toutefois, l'impact macroéconomique de cette relance reste limité, freiné notamment par une demande de crédit structurellement faible. Les volumes de prêts de fin 2025, particulièrement vers les ménages, ont déçu les attentes, témoignant d'une confiance encore fragile. Les autorités privilégient ainsi des mesures ciblées et une gestion prudente des risques, afin de soutenir l'activité sans fragiliser le système financier ni alourdir l'endettement local.

Dans ce contexte de politiques économiques prudentes et d'une demande intérieure encore hésitante, les ajustements passent aussi par le canal externe. Les fondamentaux de la balance des paiements et l'évolution des conditions financières internationales se reflètent désormais plus nettement sur le marché des changes, où la monnaie chinoise poursuit son net redressement.

6,96
(au 21 janvier)



Chine
Parité USD/CNY



Fin 2025, le yuan est passé sous 7,00 face au dollar, signalant un net retournement du sentiment de marché. Au 21 janvier 2026, la paire USD/CNY évoluait autour de 6,96, son plus haut niveau depuis mai 2023, marquant une appréciation d'environ 4% sur un an. Cette performance s'appuie sur l'excédent commercial chinois et le resserrement des écarts de taux d'intérêt avec les États-Unis. La PBoC encadre toutefois le rythme, et les marchés anticipent une hausse modérée et graduelle en 2026.

⁸ En parallèle, la déflation industrielle persiste, mais montre des signes d'atténuation. Les prix à la production ont reculé de 1,9%, contre -2,2% en novembre, soit le 39^e mois consécutif de baisse, la moins marquée depuis l'été 2024. Cette persistance reflète des surcapacités persistantes, une concurrence accrue et une demande domestique encore faible.

⁹ Les autorités ont aussi réaffirmé leur intention de s'appuyer sur la relance budgétaire pour gérer l'économie en 2026, s'engageant à maintenir un déficit à un niveau "nécessaire", probablement proche du record de 4% du PIB visé en 2025.

Inde : croissance robuste et inflation contenue, mais vigilance requise sur la sphère externe

7,3%
(en 2025)



Inde
Croissance économique

8,2%
(au T3-2025)



Inde
Croissance économique

57,8
(en décembre)



Inde
Indice PMI composite

1,3%
(en décembre)



Inde
Taux d'inflation

-25 pb
(en décembre)



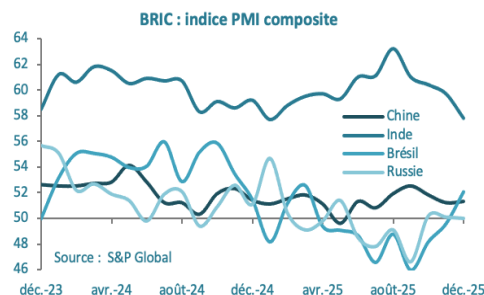
Inde
Taux d'intérêt directeur

Les perspectives économiques de l'Inde restent solides. Selon les dernières prévisions du FMI (janvier), la croissance du PIB est désormais estimée à 7,3% pour l'exercice budgétaire 2025-2026, soit une révision à la hausse de 0,2 point, tirée par une demande intérieure robuste, appuyée par des réformes fiscales et l'amélioration des revenus ruraux. L'institution prévoit ensuite un ralentissement à 6,4% au cours des deux prochains exercices, un rythme qui resterait l'un des plus rapides parmi les grandes économies mondiales. Cette dynamique repose principalement sur une consommation privée vigoureuse et une activité des services résiliente, atténuant l'impact des tensions commerciales et des tarifs douaniers américains élevés. La consommation des ménages est soutenue par la hausse des revenus réels et une inflation contenue, tandis que l'investissement bénéficie de l'assouplissement monétaire et du dynamisme du secteur privé.

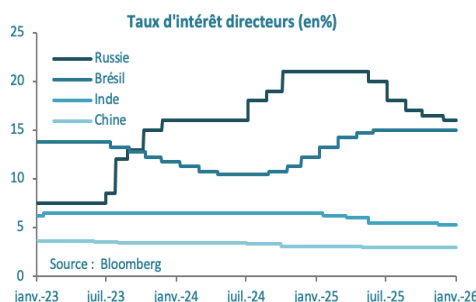
Le policy-mix est accommodant. La Reserve Bank of India (RBI) a abaissé son taux directeur (repo) de 125 pb en 2025, pour le ramener à 5,25% en décembre, et injecté massivement des liquidités (opérations d'open market et swaps de devises). Sur le plan budgétaire, le gouvernement vise un déficit de 4,4% du PIB pour l'exercice 2025-26, avec une orientation pro-investissement tout en consolidant les finances publiques.

Au troisième trimestre 2025, la croissance du PIB a atteint un sommet en six trimestres à 8,2% (après 7,8% au T2), soutenue par la hausse des dépenses publiques et des baisses de la taxe sur les biens et services (TBS). La consommation a accéléré (+7,9%), tandis que la croissance de la valeur ajoutée est tirée par l'industrie (+9,1%), la construction (+7,2%) et les services financiers, immobiliers et professionnels (+10,2%).

Les données à haute fréquence restent globalement favorables. La production industrielle a rebondi en novembre (+6,7% contre +0,5% en octobre), portée par une reprise post-festive des secteurs manufacturier (+8%) et minier (+5,4%), malgré le repli de l'électricité (-1,5%). Toutefois, le PMI composite (57,8 en décembre contre 59,7 en novembre) marque son plus bas niveau depuis février. Cette expansion plus modérée concerne tant les services (58,0 contre 59,8) que le secteur manufacturier (55,0 contre 56,6).



L'inflation poursuit sa normalisation graduelle, atteignant 1,3% en décembre contre 0,7% en novembre et un plancher historique de 0,25% en octobre, mais reste largement sous la fourchette cible de la RBI (2-6%). Cette remontée reflète surtout l'atténuation de la déflation alimentaire (-2,7% après -3,9%), les prix des denrées — près de la moitié du panier — continuant de se redresser graduellement après une mousson favorable et des ajustements fiscaux. En parallèle, les tensions se sont apaisées sur les postes logement (2,9% après 3,0%) et carburants/éclairage (2,0% après 2,3%), tandis que l'inflation sous-jacente demeure plus élevée, en partie en raison de la fermeté des prix de l'or. La RBI anticipe une inflation moyenne de 2% pour l'exercice 2025/26 et une remontée graduelle vers 4% en 2026/27, dans un contexte de transition vers une nouvelle base de calcul de l'IPC à partir de février 2026.



Profitant d'une inflation historiquement faible et d'une croissance robuste du PIB (+8,2% au T3-2025), la RBI a activé sa marge de manœuvre⁸. Après plusieurs mois de statu quo, le MPC a réduit en décembre le taux repo de 25 pb, à 5,25%, portant l'assouplissement cumulé depuis début 2025 à 125 pb. Pour accélérer la transmission monétaire, la RBI a accompagné cette décision d'injections de liquidités substantielles (achats d'obligations et opérations de change).

¹⁰ Elle a relevé sensiblement ses projections de croissance pour l'exercice 2025/26, à 7,3% (contre 6,8% initialement), tout en soulignant le caractère « rare » de la combinaison croissance forte/inflation faible et en restant attentive aux risques externes (commerce, énergie, change).



Toutefois, cette orientation accommodante, conjuguée aux sorties de capitaux, a accentué les pressions sur la sphère externe, comme l'illustrent les récentes tensions sur le marché des changes.

La roupie indienne a ainsi affiché une forte dépréciation, franchissant brièvement le seuil de 90 INR/USD la mi-décembre 2025⁹, avant d'atteindre un niveau record de 91,5 INR/USD le 21 janvier 2026. Cette pression découle principalement d'importantes sorties de capitaux étrangers (un record de 18 Md\$ nets sur les actions en 2025), d'une forte demande de dollars, de la détérioration du commerce extérieur, et des incertitudes liées aux tarifs douaniers américains. La RBI est intervenue par des ventes de dollars pour atténuer la volatilité, soulignant qu'elle ne défend pas de niveau spécifique mais agit contre les mouvements désordonnés. Sa stratégie de « filet de sécurité » consiste à tolérer une dépréciation modérée pour préserver la compétitivité, ce que permet une inflation historiquement basse¹⁰. La dépréciation récente de la roupie reflète des pressions persistantes¹¹.

En somme, pour préserver une trajectoire de croissance robuste, l'enjeu principal est d'accélérer les réformes structurelles (productivité, logistique, emploi) face aux risques extérieurs (protectionnisme¹², volatilité des matières premières). L'Inde dispose néanmoins d'atouts majeurs, notamment un dividende démographique, une classe moyenne en expansion, l'attractivité du climat des affaires et une montée en puissance technologique.



Brésil : croissance freinée par la rigueur monétaire et la dette élevée, malgré une consommation résiliente

L'économie brésilienne entre dans une phase de ralentissement marqué, sous l'effet d'une politique monétaire parmi les plus restrictives au monde et d'un ajustement budgétaire nécessaire. Selon le FMI, la croissance devrait fléchir à 2,5% en 2025 puis 1,6% en 2026, après une expansion de 3,4% en 2024. Le maintien du taux Selic à 15%, un sommet depuis près de vingt ans, pèse fortement sur le crédit et l'investissement, principal canal du freinage conjoncturel. En outre, la trajectoire de la dette publique brute, projetée autour de 96% du PIB en 2026, accroît la vulnérabilité du pays aux chocs de taux et de change, dans un contexte international incertain. Toutefois, la consommation des services reste relativement résiliente, soutenue par un marché du travail encore tendu.



Une légère reprise est attendue en 2027 (+2,3%)¹³, portée par une normalisation progressive des conditions financières et les premiers effets des réformes structurelles, notamment de la fiscalité sur la consommation. Les progrès dans les négociations commerciales avec les États-Unis constitue un soutien supplémentaire¹⁴, mais la reprise restera conditionnée à la crédibilité de la consolidation budgétaire, préalable indispensable à un assouplissement monétaire durable et au rétablissement de la confiance des investisseurs.

⁹ La roupie s'est dépréciée d'environ 5% en 2025, figurant parmi les moins performantes des marchés émergents.

¹⁰ Le FMI reclasse désormais le régime de change indien en « glissement contrôlé » (ou « crawl »), la variation du taux de change étant contenue dans une marge étroite d'environ 2%, deux ans après l'avoir qualifié de régime « stabilisé ».

¹¹ Malgré ces pressions, les réserves de change de la RBI restent confortables (autour de 670-680 Md\$), ce qui rassure les marchés sur sa capacité à intervenir durablement.

¹² Les tensions commerciales entre les États-Unis et l'Inde se sont accrues depuis août. Washington a appliqué des droits de douane pouvant atteindre 50% sur certains produits indiens, justifiant cette mesure par le déficit commercial bilatéral persistant et les importations indiennes de pétrole russe. New Delhi, tout en privilégiant le dialogue et la diversification de ses partenariats commerciaux, a indiqué qu'elle se réserve la possibilité de recourir aux mécanismes de l'OMC pour répondre à cette pression.

¹³ Le gouvernement brésilien anticipe un rebond plus marqué, à 2,6% en 2027 après 2,4% en 2026 et 2,2% en 2025.

¹⁴ Les tensions commerciales entre le Brésil et les États-Unis se sont partiellement apaisées fin 2025, après l'imposition de surtaxes pouvant atteindre 50%. Des reculs ciblés (agriculture, acier, aluminium) soutiennent temporairement les exportations, portés par des négociations liées notamment aux minéraux critiques. Cette détente reste fragile : certains produits demeurent taxés et le fort creusement du déficit commercial en 2025 continue de peser sur l'investissement.

52,1
(en décembre)



Brésil
Indice PMI composite

Les données récentes montrent des signes évidents d'essoufflement. Au T3 2025, le PIB n'a progressé que de +1,8% sur un an, au plus bas depuis plus de trois ans, confirmant le ralentissement après +2,4% au T2 et +3,8% au T1. Ce tassement reflète l'impact d'une période prolongée de taux réels élevés, sur fond d'inflation encore au-dessus de la cible et d'un marché du travail résilient. La croissance a été tirée par l'agriculture (+10,1%) et l'industrie (+1,7%), tandis que les services ont nettement ralenti (+1,3%).

Les indicateurs à haute fréquence demeurent contrastés, marquant une divergence croissante entre l'industrie et les services. La production industrielle a stagné en novembre (0% m/m), manquant les attentes pour un troisième mois consécutif sans croissance. Sur un an, le repli s'accroît (-1,2% après -0,5% en octobre), lesté par l'extractif (-2,6%) et plusieurs segments manufacturiers, notamment l'automobile, la chimie et l'agroalimentaire, malgré la résilience de la pharmacie.

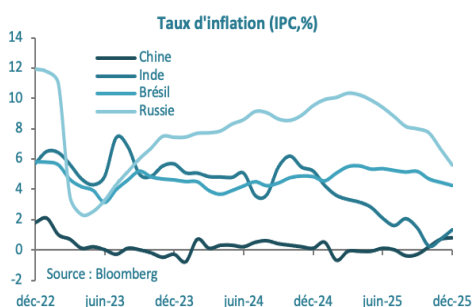
À l'inverse, le PMI composite est repassé en zone d'expansion en décembre (52,1 après 49,6), mettant fin à neuf mois de contraction. Ce redressement repose toutefois exclusivement sur le dynamisme des services (53,7 après 50,1), tandis que le secteur manufacturier recule (47,6 après 48,8), restant en contraction pour le huitième mois consécutif. Enfin, l'assouplissement des pressions inflationnistes sur les coûts et les prix de vente offre une lueur d'espoir pour la demande intérieure.

La consommation des ménages affiche une nette reprise en fin 2025. Les ventes au détail ont accéléré en novembre (+1,0% m/m après +0,5% en octobre), leur plus forte hausse en près de deux ans. Sur un an, les ventes se sont également renforcées (+1,3% après +0,9%), confirmant la résilience de la demande intérieure.

4,3%
(en décembre)



Brésil
Taux d'inflation



L'inflation (IPC) a poursuivi son reflux en décembre (à 4,3% en décembre après 4,5% en novembre), mais reste au-dessus de l'objectif central de 3% de la BCB¹⁵. Les anticipations d'inflation (Focus) s'atténuent mais demeurent élevées (4,2% en 2026 et 3,8% en 2027).

Face à une inflation encore élevée, la BCB maintient une posture restrictive. Elle a reconduit le taux Selic à 15% en décembre, son plus haut niveau depuis 2006, pour la quatrième fois consécutive, visant à ancrer des anticipations d'inflation encore élevées.

La BCB réitère son intention de maintenir ce taux « pour une période très prolongée » pour assurer la stabilité des prix, tout en restant prête à le réajuster si nécessaire. Cette rigueur monétaire pèse désormais visiblement sur les secteurs cycliques, sensibles au crédit, confirmant le ralentissement économique attendu pour 2026¹⁶.

Parallèlement, la trajectoire de la dette publique, projetée à 96% du PIB en 2026, reste préoccupante. Le poids croissant du service de la dette réduit les marges budgétaires, malgré une amélioration récente du déficit primaire. Le respect des objectifs budgétaires – équilibre en 2025 puis excédent – nécessitera des efforts d'assainissement supplémentaires et la mise en œuvre de réformes structurelles afin de restaurer durablement la crédibilité budgétaire, la capacité d'action des pouvoirs publics et la confiance des marchés.

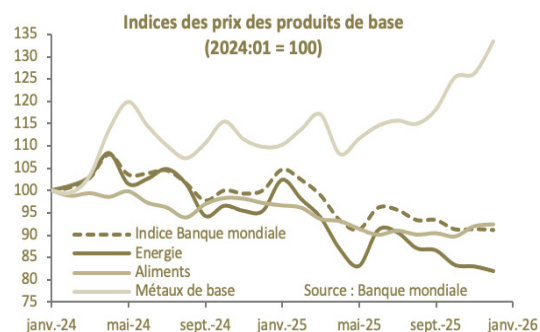
¹⁵ L'inflation alimentaire a nettement ralenti (à 2,9%, contre 3,9% en novembre), tandis que les pressions restent concentrées sur les services et les postes administrés, en particulier le logement (6,8%), l'éducation (6,2%) et la santé (5,6%). L'électricité résidentielle (+12,3%) a constitué le poste le plus impactant.

¹⁶ Toutefois, les perspectives à moyen terme suggèrent un possible assouplissement monétaire, un cycle de baisse des taux étant anticipé par les marchés à partir du premier trimestre 2026. Cependant, cet horizon reste conditionné à une inflation durablement maîtrisée et pourrait être affecté par les incertitudes politiques pré-électorales et l'évolution des finances publiques.

3. MARCHES DES MATIERES PREMIERES

Bilan 2025 et perspectives 2026 : des trajectoires divergentes entre recul de l'énergie, stabilisation de l'alimentaire et flambée des métaux

Après la correction baissière de 2023-2024, les cours des produits de base ont connu une année 2025 contrastée, marquée par des dynamiques sectorielles divergentes et une croissance mondiale inégale. L'indice des prix de la Banque mondiale a fléchi de 6,5% par rapport à 2024, tiré par le repli de l'énergie (-11%) et de l'alimentaire (-6%), notamment des céréales (-10%) et du sucre (-17%). À l'inverse, les engrais (+18%) et les métaux de base (+7%) ont enregistré un net rebond.



Parallèlement, les métaux précieux ont connu une année 2025 exceptionnelle, s'envolant de 43,5% en glissement annuel. L'or (+44%) et l'argent (+41%) ont ainsi atteint des sommets historiques, portés par un dollar affaibli et leur rôle de valeur refuge face aux tensions géopolitiques et aux incertitudes économiques.

Ces évolutions traduisent une différenciation accrue des marchés mondiaux des matières premières, où chaque segment répond à des logiques propres. D'un côté, les cours de l'énergie ont nettement fléchi sous l'effet d'une offre abondante et d'une demande atone, tandis que les prix des céréales et du sucre se sont modérés grâce à des perspectives de récoltes favorables. À l'opposé, le marché des engrais est resté soutenu par une demande solide. Les métaux de base, notamment le cuivre et l'aluminium, ont quant à eux bénéficié du redressement de l'activité manufacturière mondiale et des besoins massifs liés à l'électrification (IA, réseaux, centres de données, véhicules électriques) face à une offre structurellement contrainte.

À l'horizon 2026, une modération relative des cours mondiaux est attendue, mais l'équilibre demeure fragile. La trajectoire des prix reste étroitement dépendante des risques géopolitiques, climatiques et macroéconomiques, exposant les marchés à une forte sensibilité aux chocs.

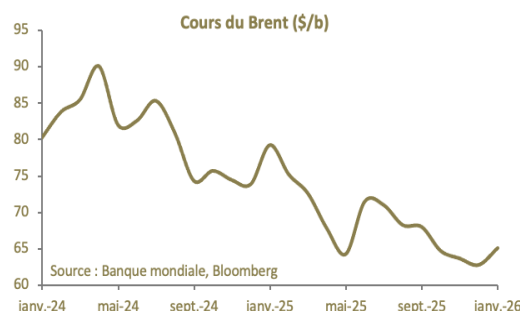
Pétrole : un marché structurellement baissier, sous la menace de chocs géopolitiques intermittents

Brent : 68 \$/baril
Gaz butane : 574 \$/tonne
 (le 21 janvier)



Produits énergétiques

En 2025, le Brent a enregistré un cours moyen de 69 dollars le baril (\$/b), en repli de 14,5% par rapport à 2024. Il a clôturé l'année à 63 \$/b en décembre, après six mois consécutifs de baisse, frôlant même 60 \$/b à la mi-décembre, un creux depuis février 2021. Début 2026, les tensions géopolitiques ont provoqué un rebond à 69 \$/b le 14 janvier, avant de se stabiliser autour de 68 \$/b le 21 janvier. Le marché reste volatil, tiraillé entre des fondamentaux baissiers et des primes de risque intermittentes.



La brusque remontée des prix début janvier 2026 a été portée par une forte prime de risque géopolitique, alimentée par les tensions entre les États-Unis et l'Iran ainsi que par des incertitudes autour de l'Ukraine, faisant craindre des perturbations de l'approvisionnement. Ce pic a toutefois été de courte durée : dès la mi-janvier, les signaux de désescalade diplomatique, conjugués à l'annonce de stocks américains plus élevés que prévu, ont entraîné un reflux rapide des cours.

Ce reflux reflète avant tout un changement structurel du marché pétrolier, marqué par une offre abondante dépassant une demande modérée, une dynamique appelée à persister en 2026. En effet, le marché est passé d'un équilibre précaire en 2022-2024 à un large excédent, estimé à environ +2,2 millions de barils par jour (mbj) en 2025 et qui devrait même atteindre 3,7 mbj en 2026, selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE)¹⁷.

La persistance de l'excédent s'explique par une expansion robuste de l'offre mondiale (+2,5 mbj en 2026 après +3,1 mbj en 2025), qui continue de devancer une croissance atone de la demande (+1,0 mbj après +0,8 mbj).

Du côté de l'offre, la production mondiale hors OPEP+ devrait continuer d'augmenter significativement (+1,3 en 2026 mbj après +1,8 mbj en 2025), notamment portée par des producteurs des Amériques comme les États-Unis, le Brésil et la Guyane. Dans le même temps, l'alliance OPEP+ (+1,2 mbj après +1,3 mbj) a maintenu une stratégie d'augmentation graduelle de sa production en 2025, contribuant à l'abondance de brut. Bien que le groupe ait annoncé une pause temporaire des hausses de production pour le premier trimestre 2026, il a réaffirmé sa flexibilité à réintroduire jusqu'à 1,65 mbj supplémentaire en fonction des conditions du marché, ce qui pèse durablement sur les cours¹⁸.

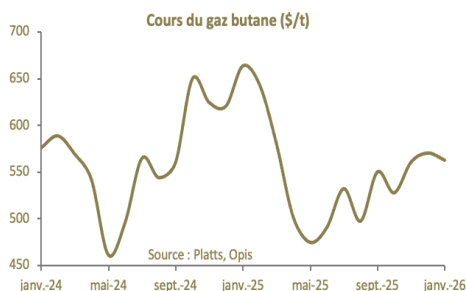
Du côté de la demande, la croissance reste historiquement faible, anticipée à environ 1,0 mbj en 2026 (après +0,8 mbj en 2025). Cette faiblesse structurelle résulte d'une croissance économique mondiale modérée, de l'électrification accélérée des transports et des substitutions énergétiques. La demande des pays de l'OCDE stagne, tandis que la croissance en Chine, bien que positive, est très limitée. L'essentiel de la progression provient d'autres économies émergentes, sans toutefois suffire à absorber la hausse de l'offre.

À moyen terme, le biais reste résolument baissier. La Banque mondiale anticipe un Brent moyen à 60 \$/b en 2026, en net repli par rapport aux années précédentes (69 en 2025 et 81 en 2024). Si des chocs d'offre (sanctions sur la Russie ou l'Iran, escalade au Moyen-Orient) ou des tensions sur le raffinage peuvent générer une volatilité ponctuelle, les perspectives 2026 restent dominées par un excédent d'offre massif qui limite structurellement tout potentiel de remontée durable des prix.

¹⁷ Agence internationale de l'énergie (AIE), Oil Market Report – December 2025, décembre 2025.

¹⁸ L'OPEP+ a piloté une normalisation progressive de son offre en 2025. Après avoir rétabli 2,2 mbj de coupes volontaires jusqu'en septembre, l'alliance a entamé en octobre la réduction graduelle d'une seconde tranche de 1,65 mbj (par paliers de +137 kbj). Toutefois, face aux risques d'un excédent massif en 2026, le groupe a suspendu tout nouvel accroissement pour le premier trimestre (janvier-mars 2026) lors de ses réunions de fin 2025. Tout en confirmant son cadre de coopération jusqu'à la fin de l'année, l'alliance maintient une flexibilité totale — incluant d'éventuelles coupes supplémentaires — et prépare déjà l'échéance 2027 via une réévaluation des capacités de production de ses membres.

Gaz butane : volatilité haussière des prix, alimentée par les aléas climatiques et géopolitiques, mais contenue par des exportations américaines plus abondantes et compétitives



Le marché du butane reste marqué par une forte volatilité. En 2025, le prix moyen s'est établi à 549 \$/t, en léger repli de 3% sur un an. Cette moyenne masque toutefois d'importantes fluctuations : après un pic à 663 \$/t en janvier, les prix ont chuté de 28% jusqu'à un creux de 475 \$/t en mai, avant de rebondir de 20% pour atteindre 570 \$/t en décembre. Début 2026, les cours demeurent volatils, oscillant entre 550 \$/t le 7 janvier et 580 \$/t le 14 janvier, avant de revenir autour de 560 \$/t le 21 janvier.

La fermeté actuelle du marché du butane résulte d'une demande hivernale soutenue et d'un resserrement saisonnier de l'offre en Europe, lié à des arrêts de raffineries et aux sanctions sur les flux russes (le 19e paquet de sanctions de l'UE interdisant désormais les importations de butane russe). Cette tension est toutefois atténuée par des approvisionnements américains abondants et compétitifs, qui apaisent les prix et réorientent les flux commerciaux¹⁹.

Pour 2026, le marché restera donc tiraillé entre deux forces. Si les contraintes logistiques et les maintenances en Norvège soutiennent les prix à court terme, la disponibilité massive et bon marché de la ressource américaine agit comme un stabilisateur structurel. Le marché évoluera donc à l'intersection de la saisonnalité, des pressions réglementaires européennes et de la compétitivité du flux transatlantique, qui devrait maintenir les prix dans une fourchette modérée malgré les incertitudes géopolitiques.

Gaz naturel européen : flambée du TTF début 2026 face au déficit de stockage et au risque transatlantique

Le cours moyen du gaz naturel en Europe (TTF) s'est établi à 36,3 €/MWh en 2025, marquant une hausse de 5% par rapport à 2024²⁰. Cette progression s'explique principalement par un début d'année plus tendu, après l'arrêt du transit russe via l'Ukraine au 1er janvier 2025²¹, dans un contexte de concurrence avec l'Asie pour les cargaisons de GNL et de besoins de stockage plus élevés.

¹⁹ En effet, les prix du butane au hub américain de Mont Belvieu restent sous pression, affichant un repli annuel d'environ 30% à fin 2025, contrastant avec le rebond de 20% observé sur la référence méditerranéenne (West Med). Cette divergence transatlantique s'est accentuée début 2026. Profitant de cette abondance compétitive et de ses infrastructures portuaires, les États-Unis sont devenus le principal fournisseur du Maroc, couvrant 77% de ses importations en 2024. Le pays s'est même imposé comme le premier client mondial du butane américain au premier semestre 2025.

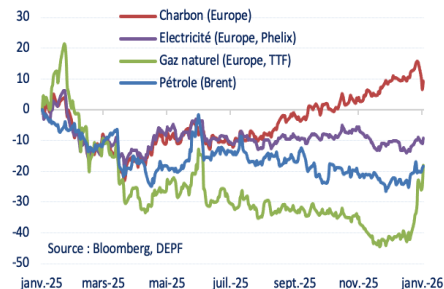
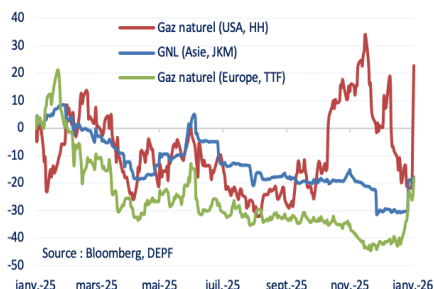
²⁰ Le marché européen du gaz a connu une année 2025 contrastée. Les prix ont culminé en février 2025 (moyenne mensuelle d'environ 50 €/MWh, avec un pic à 58 €/MWh), avant une tendance baissière marquée, revenant à près de 28 €/MWh en décembre. Le TTF a reculé à 26,6 €/MWh le 10 décembre, son plus bas niveau depuis avril 2024, puis resté relativement stable à la fin de l'année.

²¹ L'UE a engagé une sortie des importations de gaz russe d'ici fin 2027. Le 19e paquet de sanctions (oct. 2025) prévoit l'arrêt du GNL russe en deux étapes : fin des contrats courts sous six mois (au plus tard le 25 avril 2026) et interdiction des contrats longs au 1er janvier 2027. En parallèle, le règlement négocié fin 2025 programme l'extinction du gaz par gazoduc, avec une échéance au 30 septembre 2027 (report possible au 1er novembre 2027 selon conditions). Cette coordination législative vise à sécuriser l'approvisionnement tout en actant une rupture totale avec le gaz russe.

39 €/MWh
(le 21 janvier)



Gaz naturel en Europe



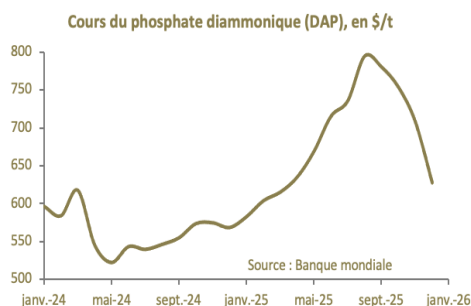
Toutefois, le TTF a rebondi d'environ 40% depuis début 2026 pour atteindre 39 €/MWh le 21 janvier, son niveau le plus élevé depuis le 23 juin, en raison notamment de préoccupations croissantes sur la sécurité de l'approvisionnement, exacerbées par les tensions croissantes entre les États-Unis et l'UE sur le Groenland et le commerce. Cette remontée est liée à d'autres facteurs haussiers. L'élément central est la faiblesse des stocks, tombés à 49% de leur capacité le 19 janvier, bien en deçà des niveaux de l'année précédente (60%) et de la moyenne quinquennale (64%). Cette situation a été aggravée par l'arrivée de températures plus froides stimulant la demande de chauffage et par des contraintes d'offre ponctuelles sur des terminaux gaziers français. En outre, le marché reste sensible à la concurrence asiatique pour le GNL et aux incertitudes géopolitiques, notamment la dépendance de l'UE au GNL américain (27% des approvisionnements en 2025, contre 6% en 2021), susceptible d'alimenter une prime de risque transatlantique. Malgré cette flambée ponctuelle, les perspectives à moyen terme pour 2026 restent orientées à la baisse, avec des analystes tablant sur une offre abondante de GNL de l'Atlantique et une demande européenne atone.

Phosphates : détente marquée des prix du DAP après un sommet historique atteint en été

627,5 \$/T
(en décembre)



Engrais DAP



En 2025, le prix moyen du DAP s'est établi à 685 dollars la tonne, en hausse de 22% en glissement annuel. La hausse s'explique par une demande forte (Inde, Brésil), une offre contrainte (Chine)²², des stocks faibles, des intrants coûteux (ammoniac, soufre) et des risques logistiques (en mer Noire et mer Rouge). Le DAP a enregistré 627,5 \$/t en décembre, en baisse de 11% sur un mois et de 21% depuis son pic d'août (795 \$/t), le plus haut depuis avril 2022, ramenant ses gains à 10% depuis un an.

Le repli récent des prix du DAP s'explique par une combinaison de facteurs : ralentissement saisonnier de la demande après les semis, résistance des acheteurs face à des prix jugés élevés, et amélioration des perspectives d'offre. La levée inattendue des droits de douane américains sur les phosphates en novembre a facilité l'arrivée de volumes importés supplémentaires, tandis que la détente partielle des exportations chinoises sur le second semestre a contribué à atténuer les tensions sur le marché, inscrivant le DAP dans un mouvement plus large d'assouplissement des prix des engrais en fin d'année 2025.

²² La hausse des prix du DAP s'explique notamment par la restriction temporaire des exportations chinoises (de décembre 2024 à juin 2025). Pékin a limité les licences d'exportation pour préserver l'approvisionnement intérieur et contenir les prix domestiques des engrais. En conséquence, les volumes exportés chinois ont chuté, créant un resserrement de l'offre mondiale. La Chine est le premier producteur mondial de DAP, avec une part d'environ 35% en 2024. L'offre mondiale d'engrais phosphatés est fortement concentrée. Entre 2018 et 2022, la Chine, le Maroc, les États-Unis et la Russie ont représenté près de 80% de la production annuelle d'engrais phosphatés ammoniés (~65 Mt). Sur le marché export, la Chine, le Maroc, la Russie et l'Arabie saoudite assurent environ 80% des exportations mondiales de DAP/MAP, accentuant la dépendance aux grands fournisseurs et la sensibilité des prix.

Selon la Banque mondiale, les cours du DAP devraient reculer de 8,5% en 2026 pour s'établir autour de 650 \$/t, après une forte progression de 22% en 2025. Cette correction, liée à l'arrivée de nouvelles capacités de production et à la baisse des coûts de certains intrants, maintiendrait néanmoins les prix à un niveau élevé.

L'offre chinoise de DAP/MAP : un retrait stratégique et durable

L'offre chinoise de phosphates sur le marché mondial traverse une contraction structurelle majeure. Privilégiant la sécurité alimentaire nationale et la stabilité des prix domestiques, Pékin a fortement réduit ses volumes d'exportation : sur les neuf premiers mois de 2025, les expéditions de DAP/MAP ont chuté de 23% par rapport à 2024. Ce déclin s'inscrit dans une tendance de fond, la Chine étant passée d'environ 11 millions de tonnes exportées en 2015 à seulement 4,5 millions en 2025.

Ce mouvement s'est durci en décembre 2025 avec une décision exceptionnelle de la Commission nationale du développement et de la réforme (NDRC) : la suspension de toute nouvelle exportation ordonnée jusqu'en août 2026. Cette mesure vise à sécuriser les semis de printemps face à la hausse des coûts de production, notamment le soufre. L'absence prolongée d'un exportateur majeur maintient une tension structurelle sur l'offre mondiale et redessine durablement les flux commerciaux, reportant la pression de la demande sur des fournisseurs alternatifs comme le Maroc, la Russie ou l'Arabie Saoudite.

Produits alimentaires : prix modérés à l'horizon 2026, portés par une offre mondiale abondante

Les cours mondiaux des denrées alimentaires ont poursuivi leur apaisement en 2025, sous l'effet d'une offre globalement abondante et d'une demande mondiale relativement modérée. En moyenne annuelle, l'indice de la Banque mondiale a reculé de 6% en glissement annuel, tiré par le sucre (-17%), les céréales (-10%) et, dans une moindre mesure, les huiles végétales (-2%).

L'indice des céréales a atteint un creux de cinq ans en août (-14% depuis février), porté par des récoltes favorables, malgré des aléas climatiques localisés ayant ponctuellement soutenu les prix. Le sucre a également touché en novembre son plus bas niveau depuis fin 2020, à la faveur d'une amélioration des perspectives de l'offre. À l'inverse, les huiles végétales demeurent soutenues par la demande bioénergétique et industrielle.

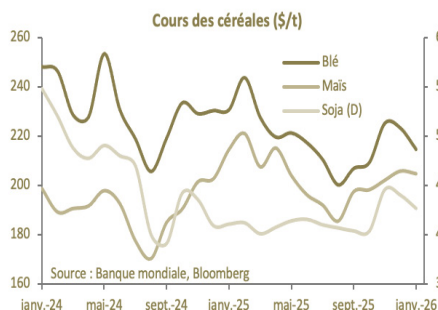
À l'horizon 2026, les prix alimentaires devraient rester globalement modérés, grâce à des disponibilités abondantes et à des récoltes prometteuses en blé, maïs, riz et sucre. Les projections de la Banque mondiale tablent sur une quasi-stabilité des prix alimentaires (-0,3% après -6% en 2025), avec un nouveau recul du sucre (-3% après -17%) et des huiles végétales (-0,4% après -2%), ainsi qu'une stabilité des céréales (+0,1% après -10%). Au sein de ces dernières, le blé dur HRW rebondirait (+4% après -9%), tandis que le maïs (-1,5% après +7%) et le riz (-1% après environ -30%) reculeraient légèrement. Ces perspectives restent toutefois entourées de risques équilibrés, liés aux aléas climatiques, aux tensions commerciales et à l'évolution des coûts des intrants (énergie, engrais).

Blé : pression baissière sur les cours, sur fond de récoltes record, malgré des épisodes de volatilité

223 \$/T
(en décembre)



Blé



En 2025, le cours moyen du blé tendre (SRW) s'est établi à 220 \$/t, en recul de 5% sur un an, dans un contexte de forte volatilité. Les prix ont chuté de 18% entre février (244 \$/t) et août (200 \$/t, un creux de six ans), avant de rebondir de 12% jusqu'à 225 \$/t en novembre, portés par une demande immédiate soutenue, une disponibilité ponctuellement limitée et l'apaisement des tensions commerciales sino-américaines, pour finir l'année à 223 \$/t en décembre.

Cette volatilité a été entretenue par les aléas climatiques, les tensions commerciales, les risques géopolitiques, notamment en mer Noire, ainsi que par des appels d'offres intermittents.

Toutefois, une détente s'est imposée fin 2025 et début 2026, avec des prix retombant à 212 \$/t le 20 janvier, leur plus bas niveau depuis octobre, sous l'effet d'une offre mondiale largement excédentaire. Les fondamentaux demeurent favorables, avec une abondance de l'offre exportable, une logistique fluide, des récoltes élevées dans l'hémisphère Sud — notamment en Argentine et en Australie — ainsi que par des emblavements d'hiver soutenus dans l'hémisphère Nord (États-Unis, Europe, Russie), renforçant les perspectives de production pour la prochaine campagne.

Selon l'Organisation des Nations unies pour l'alimentation et l'agriculture (FAO), la production mondiale de blé en 2025/26 atteindrait un nouveau record de 827 Mt (+3,6%, après +0,9% en 2024/2025), tirée par des récoltes plus abondantes en Argentine, en Russie, au Canada, en Inde, en Australie et surtout dans l'Union européenne.

Maïs : perspectives de modération des prix en 2026, sous pression d'une offre pléthorique

Le prix moyen du maïs américain s'est établi à 203 dollars la tonne en 2025, en hausse de 7% sur un an. Après un pic à 221 \$/t en février, les cours ont chuté de 16% jusqu'à 185 \$/t en août, avant de rebondir de 11% à 206 \$/t en décembre. Ce rebond de fin d'année s'explique par un resserrement temporaire de l'offre américaine et une demande physique soutenue (exportations élevées, retards logistiques en mer Noire, demande en éthanol).

Début 2026, après un sommet à 210 \$/t le 7 janvier, les prix ont toutefois reculé autour de 200 \$/t, sous l'effet de craintes de surabondance et d'une demande jugée atone.

Cette pression baissière s'appuie sur un contexte fondamental d'offre pléthorique. La FAO anticipe une production mondiale record de 1 302 Mt en 2025/26 (+7%). L'USDA prévoit une récolte américaine record de 432 Mt (+14,5%), ce qui devrait porter les stocks de fin de campagne à leur plus haut niveau depuis 2018/19 (soit près de 57 Mt). La concurrence accrue des exportations sud-américaines (Brésil, Argentine) et des récoltes favorables en Chine et en Ukraine ajoutent à l'abondance. Parallèlement, la demande à l'exportation est freinée par la réorientation des achats chinois et les politiques d'autosuffisance. En conséquence, les perspectives des prix en 2026 restent modérées, avec une baisse attendue de -1,5% selon la Banque mondiale.

Soja : un marché tirailé entre une offre abondante et une demande chinoise soutenue

Le cours moyen du soja américain a enregistré 414 dollars le tonne en 2025, en baisse de 10% par rapport à 2024. Cette correction annuelle reflète une offre structurellement abondante, des stocks élevés et la concurrence agressive des exportations brésiliennes.

Après une relative stabilité sur les dix premiers mois de l'année, les prix ont connu une forte volatilité en fin d'exercice : tombés à un creux de 404 \$/t en octobre, ils ont rebondi de 10% à 446 \$/t en novembre — leur plus haut niveau depuis juillet 2024 — avant de refluer à 440 \$/t en décembre. Le sursaut de novembre s'explique par l'optimisme sur une reprise des achats chinois, suite à la trêve commerciale sino-américaine, et par des prévisions de l'USDA signalant un resserrement de l'offre aux États-Unis. Si les cours ont touché un nouveau creux début janvier 2026, ils se sont redressés depuis, soutenus par une forte demande de trituration américaine et une accélération des achats de Pékin²³.

À l'échelle mondiale, l'offre reste solide avec une production record anticipée à 430 Mt pour 2025/2026 (+0,1% après +8,4% en 2024/2025, selon la FAO). La récolte record du Brésil (+3,8% à 178 Mt, selon l'USDA) devrait compenser les replis aux États-Unis et en Argentine. Côté demande, les importations asiatiques restent robustes. La Chine réintègre progressivement le soja américain dans ses achats, tout en privilégiant l'origine brésilienne pour sa compétitivité.

En résumé, le marché reste tirailé entre une offre mondiale abondante et une demande chinoise soutenue, sa volatilité étant accentuée par les aléas climatiques, géopolitiques et l'influence des cours pétroliers sur le biodiesel.

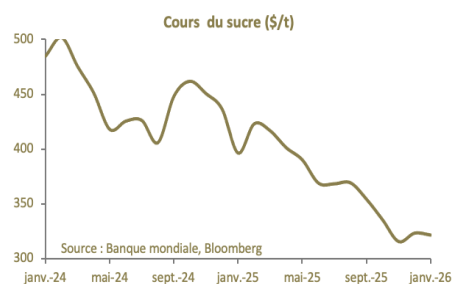
Sucre : normalisation des prix, dans la perspective d'un retour à l'excédent de l'offre mondiale

323 \$/T
(en décembre)



Sucre

En 2025, les cours du sucre brut (ISA) se sont établis en moyenne à 372 dollars la tonne, marquant un recul de 17% par rapport à 2024, en raison d'une amélioration marquée de l'offre mondiale, notamment au Brésil et en Inde, face à une demande modérée. Les prix ont touché un point bas à 315 \$/t en novembre, leur plus faible niveau depuis 2020, avant un léger rebond à 323 \$/t en décembre, restant néanmoins en baisse de 26% en glissement annuel.



Selon l'Organisation internationale du sucre (ISO), le marché mondial basculerait d'un déficit de 2,9 Mt en 2024/25 vers un excédent d'environ 1,6 Mt en 2025/26²⁴, sous l'effet d'une croissance de la production mondiale (+3,2% à 181,8 Mt)²⁵, nettement plus rapide que celle de la consommation (+0,6% à 180,1 Mt)²⁶.

²³ Après une année 2025 dominée par l'origine brésilienne, les achats chinois de soja américain ont fortement rebondi fin 2025 et début 2026, portés par une trêve commerciale. En janvier 2026, Pékin a déjà rempli son objectif d'achat de 12 millions de tonnes fixé en octobre dernier via ses entreprises d'État. Bien qu'un accord-cadre prévoie des volumes annuels de 25 millions de tonnes jusqu'en 2028, l'avenir de ces flux reste incertain face à la concurrence d'une récolte record au Brésil et aux tensions tarifaires persistantes. La Chine reste le premier importateur mondial de soja, avec 112 Mt prévues pour 2025/26, soit 60% du total mondial.

²⁴ Selon l'ISO, le ratio stocks/consommation atteindrait 52,7% en fin de campagne 2025/26. Malgré une légère amélioration, ce niveau demeure historiquement bas, justifiant des perspectives de prix qualifiées de neutres.

²⁵ Selon l'USDA, la production mondiale de sucre en 2025/26 devrait augmenter de 4,6% (soit +8,3 Mt à 189,3 Mt), portée par l'Inde et le Brésil grâce à une météo favorable, compensant le recul dans l'UE (-5% à 15,5 Mt).

²⁶ La reprise de la demande mondiale est freinée par l'inflation alimentaire, l'évolution des habitudes de consommation et l'essor des traitements amaigrissants comme les agonistes GLP-1 dans certains marchés.

Les perspectives se sont améliorées dans plusieurs pays clés, notamment le Brésil, où la production 2025/26 est attendue autour de 44,5–45 Mt (soit environ +2% sur un an), favorisée par de meilleurs rendements et un mix davantage orienté vers le sucre²⁷. Il s'agit de même en Inde, où l'USDA anticipe un rebond de la production à 35 Mt (+25%), malgré des exportations toujours encadrées²⁸. La Thaïlande devrait également enregistrer une nouvelle hausse de production autour de 10,5 Mt (+5%, après +14% en 2024/25)²⁹.

Dans ce contexte d'offre abondante, les cours du sucre conservent un biais baissier, même si des rebonds ponctuels restent possibles en cas d'aléas climatiques, de fluctuations du pétrole influençant l'arbitrage sucre/éthanol au Brésil, ou de changements de politiques commerciales, notamment en Inde.

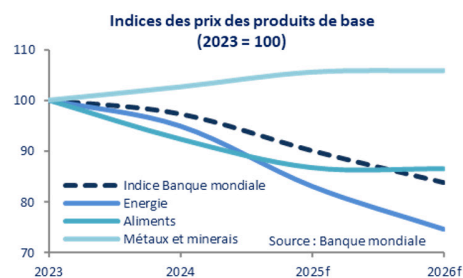
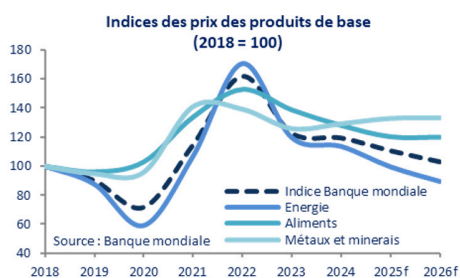
²⁷ Selon l'USDA, les exportations de sucre du Brésil devrait atteindre 35,7 Mt en 2025/26 (soit +2,3 Mt,), consolidant sa place de premier producteur et exportateur mondial.

²⁸ L'Inde a autorisé un volume d'exportation de 1,5 Mt en 2025/26 (contre 1 Mt en 2024/25), malgré un fort rebond de la production. Toutefois, l'exécution pourrait rester limitée si les prix domestiques demeurent supérieurs aux prix mondiaux.

²⁹ La Thaïlande reste le 2e exportateur mondial de sucre, derrière le Brésil et devant l'Inde, avec des exportations attendues autour de 7,0 Mt en 2025/26 (après environ 10 Mt en 2024/25).

Banque mondiale : la détente des prix des produits de base devrait se poursuivre en 2026

Selon la Banque mondiale (octobre 2025), l'apaisement des prix des matières premières devrait se prolonger en 2026, sous l'effet d'une demande mondiale modérée, d'une offre abondante et ce malgré les tensions commerciales et géopolitiques persistantes. L'indice global des prix reculerait d'environ 7% en 2026 (après -6,5% en 2025), marquant une quatrième année consécutive de baisse, tirée par les produits agricoles (-2% après +0,4% en 2025), les fertilisants (-5% après +18%) et, surtout, l'énergie (-10% après -11%).



Le Brent poursuivrait sa chute (-12% après -14,5%), pour atteindre en moyenne 60 \$/baril en 2026 (contre 69 \$/b en 2025), dans un contexte d'offre croissant plus vite que la demande (+2,4 mbj contre +0,9 mbj, selon l'AIE). Le gaz naturel se normaliserait également, avec un recul notable en Europe (-11% après +9%), grâce à une offre de GNL abondante, tandis que les évolutions resteraient contrastées ailleurs.

Hors énergie, la tendance serait plus hétérogène. Les métaux de base progresseraient modérément (+1% après +7%), soutenus par les investissements dans les énergies renouvelables et les infrastructures, en particulier pour le cuivre (+1% après +9%) et l'aluminium (+1% après +9%). A l'inverse, le minerai de fer poursuivrait son repli (-4% après -8%), pénalisé par la faiblesse persistante de l'immobilier chinois. Les métaux précieux poursuivraient leur ascension (+5% après +43,5%), portés par la demande d'investissement et les achats des banques centrales, atteignant de nouveaux sommets historiques.

Du côté agricole, l'indice des prix reculerait légèrement (-2% après +0,4%) grâce à de bonnes récoltes. Les boissons enregistreraient un net reflux (-7% après +18%). Les denrées alimentaires poursuivraient leur modération (-0,3% après -6%), avec un repli continu du sucre (-3% après -17%) et des huiles végétales (-0,4% après -2%) et une stabilisation des céréales (+0,1% après -10%). Le blé rebondirait (+4% après -9%), à l'inverse du maïs (-1,5% après +7%) et du riz (-1% après -29%). Les risques demeurent équilibrés : aléas climatiques, tensions commerciales et coûts d'intrants (énergie, engrais).

Enfin, les fertilisants amorceraient un reflux graduel (-5% après +18%), tout en restant au-dessus de leurs niveaux moyens de 2015-2019. L'engrais DAP, en particulier, se modérerait de 8,5% pour s'établir à 650 \$/t en 2026, après un rebond de 22% en 2025 lié à une forte demande et à des contraintes d'offre. Cette correction, liée à l'arrivée de nouvelles capacités de production et à la baisse des coûts d'intrants, maintiendrait néanmoins les prix à un niveau historiquement élevé.

En résumé, la Banque mondiale anticipe en 2026 une nouvelle baisse des prix des produits de base, portée par des facteurs économiques et géopolitiques. Cette détente quasi-générale (énergie, agriculture, engrais) contribuerait à freiner l'inflation mondiale et offrirait aux gouvernements un espace pour assainir les finances publiques et stimuler l'investissement et le commerce. Les prix resteraient toutefois nettement au-dessus des niveaux d'avant-crise, avec des effets différenciés selon les régions et secteurs.



ENVIRONNEMENT NATIONAL

1. TENDANCES SECTORIELLES

Activités primaires

Des précipitations exceptionnelles interrompant la série de sécheresses de ces dernières années

Le secteur agricole a clôturé les neuf premiers mois de 2025 sur une croissance de sa valeur ajoutée de 4,5%, en moyenne, contrastant avec la baisse de 4,9% enregistrée un an plus tôt. Cette dynamique se poursuivrait en 2026, suite aux précipitations exceptionnelles et généralisées enregistrées notamment ces dernières semaines et qui ont interrompu la série de sécheresses qui a marqué le secteur agricole durant ces dernières années.

Entre le 1er septembre 2025 et le 20 janvier 2026, le cumul pluviométrique a atteint 121,5 mm, en augmentation de 114% par rapport à la même période de l'année précédente et de 24% par rapport à la moyenne annuelle des précipitations enregistrées durant la période 1990-2020. En outre, des chutes de neige abondantes ont été enregistrées au cours des derniers mois couvrant, au 20 janvier, une superficie de 55.195 km², soit le niveau le plus élevé depuis 2018.

Ces précipitations ont significativement contribué à la reconstitution des bassins hydrauliques et à l'augmentation des ressources en eau de surface.

+4,5%
(fin septembre)

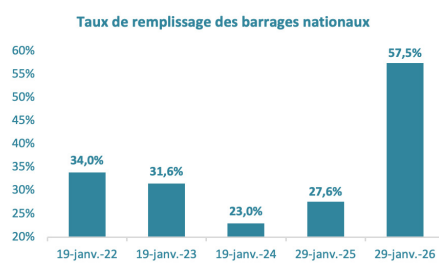


VA agriculture

57,5%
(29 janvier)



Taux de remplissage des barrages



Source : Ministère de l'Équipement et de l'Eau ; Elaboration : DEPF

Dans ce cadre, le volume des retenues en eau des barrages nationaux a dépassé 9,6 milliards m³ au 29 janvier 2026 et leur taux de remplissage a atteint 57,5% (au lieu de 27,6% au 29 janvier 2025).

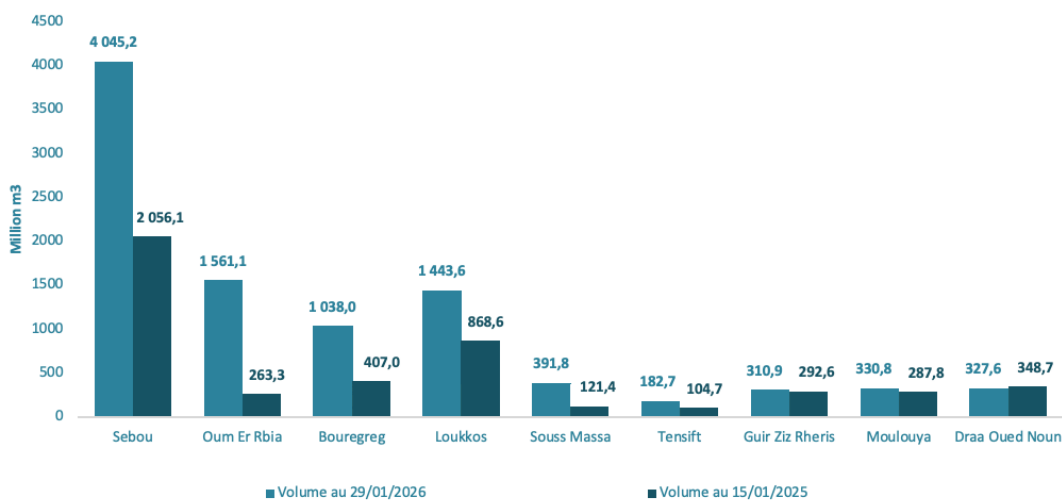
Ces précipitations devraient bénéficier au développement des cultures agricoles, ainsi qu'à la production fourragère des parcours, ce qui renforcerait davantage les efforts fournis dans le cadre du programme national pour la reconstitution du cheptel national, mené sous les Hautes directives de Sa Majesté le Roi Mohammed VI.

Encadré : Situation des bassins hydrauliques au 29 janvier 2026

Suite aux précipitations enregistrées et plus particulièrement ces dernières semaines, le volume des retenues des bassins hydrauliques au niveau national s’est remarquablement amélioré.

Au 29 janvier 2026, le bassin du Sebou, qui dispose de la plus grande capacité au niveau national, a abrité plus de 4 milliards m3, soit une augmentation de près de 2 milliard m3, comparé au volume enregistré au 15 janvier 2025. Concernant le bassin d’Oum Er Rbia, deuxième plus grand bassin, ses réserves ont avoisiné les 1,6 milliard m3, soit un additionnel de 1,3 milliard m3. Quant aux bassins du Bouregreg et du Loukkos, leurs retenues se sont accrues respectivement de 631 millions m3 et 575 millions m3, pour se situer à 1 milliard m3 et 1,4 milliard m3. S’agissant du bassin de Souss Massa, le volume de ses retenues a plus que triplé, passant à 391,8 millions m3, après 121,4 millions m3 (+270,4 millions m3). Au niveau des bassins de Tensift, de Guir Ziz Rheris et de Moulouya, leurs réserves ont également augmenté, bien que dans une moindre mesure, avec des volumes en hausse de 78 millions m3, 18,3 millions et 43 millions respectivement.

Evolution du volume des retenues dans les bassins hydrauliques nationaux



Source : Direction Générale de l’Hydraulique ; Elaboration : DEPF

Malgré ces progrès significatifs réalisés en matière de volumes d’eau disponibles, le gouvernement, conformément aux Hautes Orientations Royales, poursuit sa stratégie axée sur des solutions durables et à long terme pour sécuriser les ressources hydriques du Royaume. Cette approche repose notamment sur le développement de projets de dessalement de l’eau, destinés à diversifier les sources d’approvisionnement et à répondre aux besoins croissants des populations et des secteurs productifs. Parallèlement, les projets d’interconnexion des bassins hydrauliques visent à optimiser la gestion des ressources existantes, en permettant un transfert efficace des eaux excédentaires vers les zones les plus déficitaires.

Ces initiatives s’inscrivent dans une vision globale de gestion intégrée de l’eau, qui prend en compte à la fois les contraintes climatiques, les pressions démographiques et les besoins économiques. Elles contribuent ainsi à assurer une répartition plus équitable et durable des ressources entre les différentes régions du Royaume, à renforcer la résilience face aux aléas climatiques et à soutenir le développement socio-économique dans toutes ses dimensions, tout en préservant les écosystèmes hydriques.

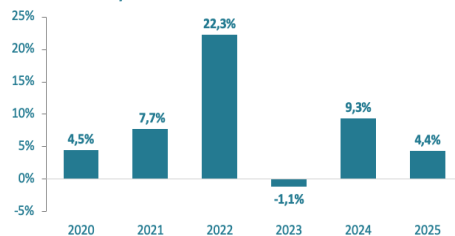
+4,4%
(fin novembre)



Exportations agriculture, sylviculture et chasse

S'agissant des exportations du secteur de l'agriculture, sylviculture et chasse, leur valeur a avoisiné les 37,8 milliards de dirhams au terme des onze premiers mois de 2025, en hausse de 4,4%, après un raffermissement de 9,3% un an plus tôt.

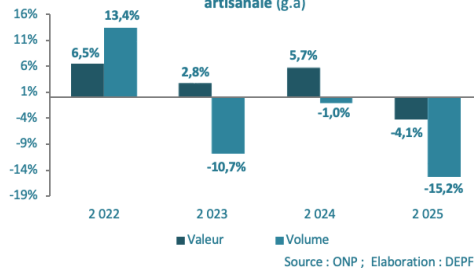
Evolution des exportations du secteur d'agriculture sylviculture et chasse à fin novembre



Source : OC ; Elaboration : DEPF

Contraction de l'activité de la pêche côtière et artisanale à fin 2025

Evolution des débarquements de la pêche côtière et artisanale (g.a)



Source : ONP ; Elaboration : DEPF

Les débarquements de la pêche côtière et artisanale ont clôturé l'année 2025 sur une baisse de 15,2%, en volume, après un reflux de 1% un an auparavant. Ce retrait est dû, particulièrement, au repli du volume des captures de poissons pélagiques de 18,5%, qui représentent à eux seuls 80,3% du total des débarquements. De même, les captures de céphalopodes ont diminué de 18,1%. Des évolutions positives ont toutefois concerné les captures de poissons blancs (+6,9%), d'algues (+21,5%) et de coquillages.

En termes de valeur marchande, ces débarquements se sont repliés de 4,1% à fin 2025, après un accroissement de 5,7% un an plus tôt en raison du recul de la valeur des captures de poissons pélagiques de 8,1%, des céphalopodes de 6,1% et des crustacés de 1%. En revanche, cette baisse a été atténuée par l'augmentation de la valeur des captures de poissons blancs (+6,8%), d'algues (+24,8%) et de coquillages.

Activités secondaires

Tendance globalement favorable de l'activité du secteur manufacturier

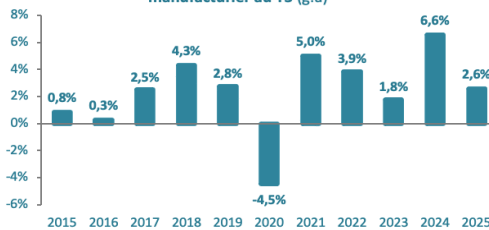
+4,3%
(fin septembre)



VA industrielle

Après la croissance exceptionnelle enregistrée au troisième trimestre 2024 (+6,6%), soit la meilleure performance affichée pour cette période de l'année sur les quatorze dernières années, la valeur ajoutée du secteur manufacturier poursuit son orientation positive avec un accroissement de 2,6% au troisième trimestre 2025. Comparée au même trimestre de 2023, elle s'est consolidée de 9,4%.

Evolution de la valeur ajoutée du secteur manufacturier au T3 (g.a)



Source : HCP ; Elaboration : DEPF

Cette progression au T3-2025 est due, notamment, à la hausse de la valeur ajoutée des secteurs de la « fabrication de produits alimentaires et de boissons » (+5,8%), de la « fabrication d'articles en caoutchouc et en matières plastiques, et autres produits minéraux non métalliques » (+9%), de la « fabrication de matériel de transport » (+5,6%), de la « fabrication de produits chimiques » (+3,2%) et de la « fabrication de matériel électrique » (+2,7%).

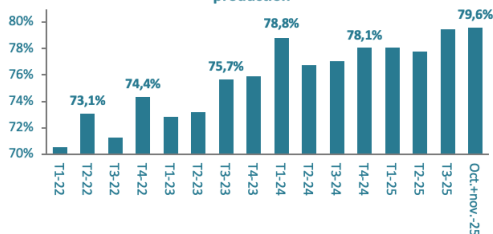
Bénéficiant d'une hausse de 6,9% au deuxième trimestre et de 3,4% au premier trimestre 2025, la valeur ajoutée du secteur s'est consolidée, avec une croissance moyenne de 4,3% au terme des neuf premiers mois de 2025, après une augmentation de 3,6% un an auparavant.

78,6% (+1 point)
(fin novembre)



TUC

Evolution du taux d'utilisation des capacités de production



Source: BAM ; Elaboration : DEPF

Au cours des deux premiers mois du quatrième trimestre 2025, d'après les derniers résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib, le taux d'utilisation des capacités de production (TUC) du secteur manufacturier aurait dépassé le niveau record enregistré au troisième trimestre 2025 (+0,1 point), pour se situer à 79,6%.

Comparé à la même période de l'année précédente, le TUC serait en amélioration de 1,3 point, grâce aux performances de l'« agroalimentaire » (+3,5 points), de la « chimie et parachimie » et de « textile et cuir » (+2 points chacun).

Au terme des onze premiers mois de 2025, le TUC aurait atteint 78,6%, soit une hausse de 1 point en une année.

Pour ce qui est des échanges extérieurs du secteur manufacturier, la valeur des exportations des dérivés de phosphates s'est consolidée de 12,2% à fin novembre 2025, celle de l'aéronautique de 8,5%, celle de la métallurgie et travail des métaux de 22,3% et celle de l'industrie plastique et du caoutchouc de 52,8%.

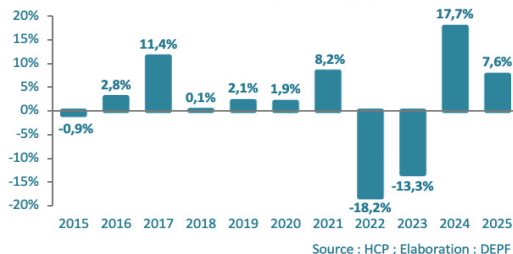
Secteur extractif : évolution positive à fin novembre

+7,6%
(fin septembre)



VA minière

Evolution moyenne de la valeur ajoutée du secteur extractif à fin septembre (g.a)

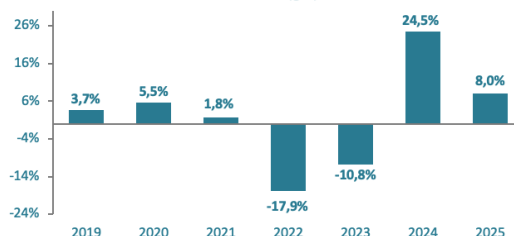


Source : HCP ; Elaboration : DEPF

La valeur ajoutée du secteur extractif s'est renforcée, en moyenne, de 7,6% au terme des neuf premiers mois de 2025, après un affermissement de 17,7% un an passé. Cette progression recouvre une consolidation de 5,2% au troisième trimestre, de 10,9% au deuxième trimestre et de 6,7% au premier trimestre 2025.

Au terme des onze premiers mois de 2025, l'activité du secteur extractif poursuit son évolution positive, comme en atteste l'accroissement de la production de phosphate roche, composante importante du secteur, de 8%, après l'accroissement exceptionnel de l'année dernière (+24,5%). Pour ce qui est de ses dérivés, leur production s'est accrue, à fin novembre 2025 de 4,4% (après +22%).

Evolution de la production de phosphate brut à fin novembre (g.a)



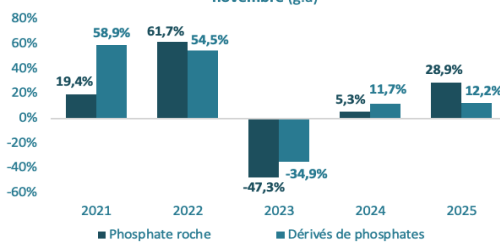
Source : OCP ; Elaboration : DEPF

+8%
(fin novembre)



Production de phosphate

Evolution des exportations de phosphates et dérivés à fin novembre (g.a)



Source : OC ; Elaboration : DEPF

Concernant les exportations de phosphates et dérivés, elles ont généré un chiffre d'affaires à l'export de l'ordre de 87,1 milliards de dirhams à fin novembre 2025, en raffermissement de 13,8%, au lieu d'une hausse de 11,1% il y a une année, suite au renforcement des ventes à l'étranger des dérivés de phosphates (+12,2%, après +11,7%) et de celles de phosphate brut (+28,9%, après +5,3%).

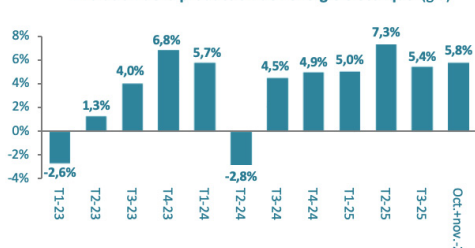
Bonne tenue de la production de l'énergie électrique à fin novembre 2025

+5,8%
(fin novembre)



Energie électrique (production)

Evolution de la production de l'énergie électrique (g.a)



Source : ONEE ; Elaboration : DEPF

La production de l'énergie électrique au niveau national s'est accrue de 5,8% au cours des deux premiers mois du quatrième trimestre 2025, en continuation de la bonne dynamique enregistrée au cours des trois premiers trimestres l'année 2025, soit +5,4% au T3, +7,3% au T2 et +5% au T1.

Ainsi, au terme des onze premiers mois de 2025, elle s'est raffermie de 5,8%, contre +2,4% un an auparavant.

Par segment, cette progression revient à la consolidation de la production privée d'électricité (+7,5%) et de celle de l'ONEE (+6%), conjuguée à la hausse de l'apport des tiers nationaux de 50,2%.

Pour ce qui est des échanges de l'énergie électrique avec l'extérieur, le volume importé s'est inscrit en hausse de 26,4% au terme des onze premiers mois de 2025, après une augmentation de 31,5% un an plus tôt. De son côté, le volume exporté s'est replié de 31,4% (après -35,1%) et ce, dans un contexte d'accélération de la croissance du volume de l'énergie appelée nette à +7,4%, (après +3,7%).

+6,2%
(fin septembre)



VA construction

+8,2%
(fin 2025)



Ventes de ciment

+3%
(fin novembre)

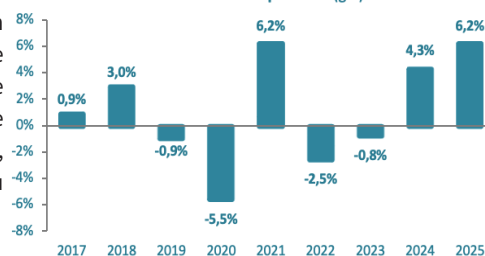


Crédits à l'immobilier

Secteur du BTP : poursuite de la dynamique en 2025

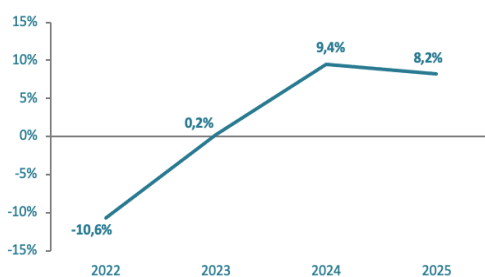
La valeur ajoutée du secteur de construction s'est renforcée, en moyenne, de 6,2% au terme des neuf premiers mois de 2025, au lieu d'une hausse de 4,3% il y a une année, résultat d'une performance de +6,3% au premier trimestre, de +6,7% au deuxième trimestre et de +5,6% au troisième trimestre 2025.

Evolution de la valeur ajoutée du secteur de construction à fin septembre (g.a)



Source : HCP ; Elaboration : DEPF

Evolution de la consommation de ciment (g.a)

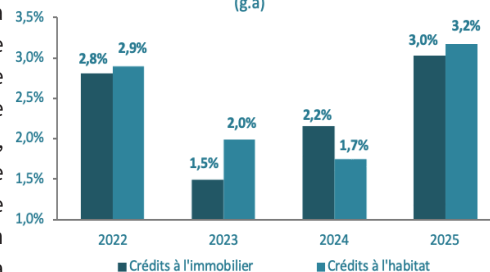


Source APC ; Elaboration : DEPF

Cette orientation favorable s'est maintenue au terme de l'année 2025, en ligne avec la consolidation des ventes de ciment, principal baromètre de l'activité du secteur, de 8,2%, après une augmentation de 9,4% un an passé. Ce dynamisme est porté notamment par le renforcement des ventes des segments du béton prêt à l'emploi (+23,6%), du préfabriqué (+15,1%), de la distribution (+1,7%), de l'infrastructure (+7,5%) et du bâtiment (+1%).

Concernant le financement des opérations immobilières, l'encours des crédits à l'immobilier a augmenté de 3% au terme des onze premiers mois de 2025, après une hausse de 2,2% un an plus tôt, pour atteindre 319,7 milliards de dirhams. Par composante, l'encours des crédits à l'habitat s'est accru de 3,2% à fin novembre 2025 (après +1,7%). De son côté, l'encours des crédits à la promotion immobilière a progressé de 3,9% au titre de la même période.

Evolution des crédits à l'immobilier à fin novembre (g.a)



Source BAM ; Elaboration : DEPF

Activités tertiaires

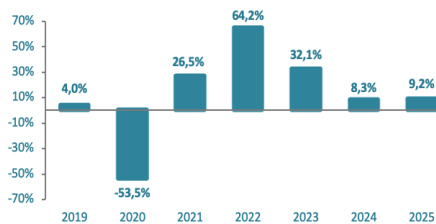
Secteur du tourisme : des performances exceptionnelles à fin 2025 confirmant l'attractivité de la destination « Maroc »

+9,2%
(fin septembre)



VA tourisme

Evolution de la valeur ajoutée du secteur d'hébergement et de restauration à fin septembre (g.a)



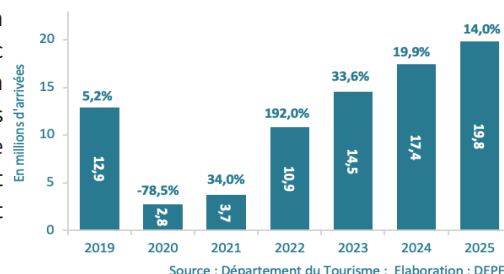
La valeur ajoutée du secteur du tourisme s'est consolidée, en moyenne, de 9,2% au terme des neuf premiers mois de 2025, après un accroissement de 8,3% un an auparavant. Cette progression fait suite aux performances enregistrées de +7,4% au troisième trimestre, +10,5% au deuxième trimestre et +9,7% au premier trimestre 2025.

19,8 Millions
(+14% à fin 2025)



Arrivées

Evolution des arrivées touristiques



Au terme de l'année 2025, la destination « Maroc » confirme son attractivité avec l'accueil, au sein de ses postes frontières, d'un nombre record de visiteurs de 19,8 millions d'arrivées, ce qui représente une hausse de 14% en un an. Comparé aux données d'avant crise (fin 2019), le flux de ces arrivées s'est raffermi de 53%.

Cette performance est plus particulièrement tirée par les arrivées en provenance des marchés français (+11%), espagnole (+12%), britannique (+18%), belge (+10%), italien (+21%), hollandais (+15%) et allemand (+11%).

S'agissant des nuitées réalisées dans les établissements d'hébergements classés, elles ont atteint, au niveau national, 39,8 millions de nuitées à fin novembre 2025, enregistrant une hausse de 9% tirée par les nuitées des non-résidents (+11%) et des résidents (+4%).

Durant les onze premiers mois de 2025, la ville d'Agadir a connu une progression des nuitées de 11%, pour atteindre les 7,5 millions de nuitées. Casablanca a enregistré une hausse de 15% à 2,9 millions de nuitées. Quant à Marrakech, le volume de ses nuitées s'est accru de 3%, dépassant les 12,4 millions de nuitées. Des performances remarquables ont été enregistré également dans la plupart des autres principales destinations du Maroc, notamment, Tanger (+14% à 2,1 millions de nuitées), Fès (+12% à 1,5 million de nuitées), Ouarzazate (+27%), Er-Rachidia (+22%) et Rabat (+13%). De même, bien qu'avec des croissances moins importantes (+6% et +5% respectivement), les nuitées ont dépassé pour la première fois 1 million dans les destinations d'Essaouira et d'Al Haouz, pour atteindre 1,1 et 1,3 million de nuitées respectivement.

+9%
(fin novembre)



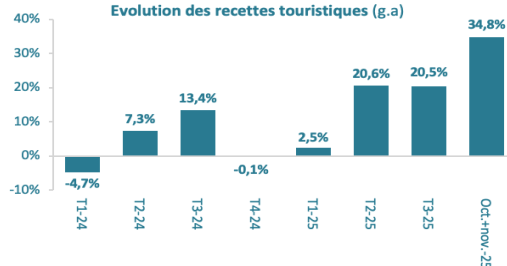
Nuitées

+18,7%
(fin novembre)



Recettes voyages

Evolution des recettes touristiques (g.a)



Pour ce qui est des recettes voyages, leur croissance à deux chiffres s'est consolidée de 20,6% au deuxième trimestre et de 20,5% au troisième trimestre, avant d'accélérer avec une hausse de 34,8% au cours des deux premiers mois du quatrième trimestre 2025. Ce dynamisme devrait se renforcer les mois suivants, en raison notamment du déroulement de la CAN 2025 du 21 décembre 2025 au 18 janvier 2026.

Au terme des onze premiers mois de 2025, ces recettes se sont renforcées, avec une hausse de 18,7%, contre +4,7% un an plus tôt, pour atteindre 124,1 milliards de dirhams.

+3,9%
(fin septembre)



VA transport

+11,2%
(fin 2025)



Passagers aériens

+5,7%
(fin novembre)

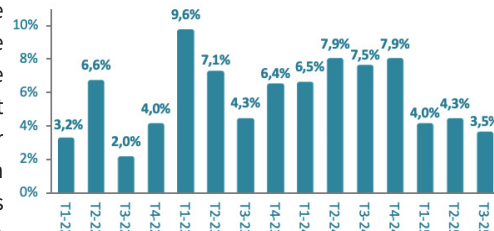


Trafic portuaire ANP

Transport : niveau record du nombre de passagers par voie aérienne à fin décembre 2025

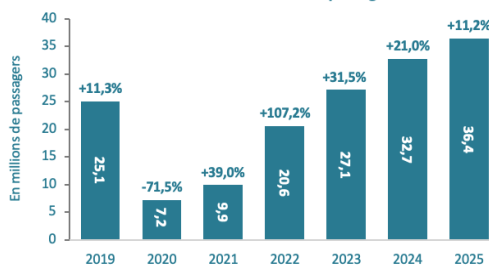
La valeur ajoutée du secteur de transport et entreposage s'est accrue de 3,5% au troisième trimestre 2025, après une consolidation de 7,5% un an auparavant. Compte tenu d'une hausse de 4,3% au deuxième trimestre et de 4% au premier trimestre 2025, la valeur ajoutée du secteur s'est améliorée, en moyenne, de 3,9% au terme des neuf premiers mois de 2025, après une augmentation de 7,3% un an passé.

Evolution de la valeur ajoutée du secteur de transport et entreposage (g.a)



Source : HCP ; Elaboration : DEPF

Evolution du trafic aérien de passagers



Source : ONDA, Elaboration : DEPF

Au terme de l'année 2025, l'activité de transport aérien a enregistré un niveau record du trafic de passagers qui a avoisiné les 36,4 millions de voyageurs, enregistrant une performance de +11,2%, après un raffermissement de 21% à fin 2024.

Le trafic aérien de voyageurs internationaux s'est accru de 10,8% en 2025, tiré par la croissance consolidée du flux enregistré avec l'Europe (+9,9%), le Moyen et l'Extrême Orient (+16,4%), l'Amérique du Nord et du Sud cumulées (+24,9%), l'Afrique (+11,4%) et les Pays du Maghreb (+8,8%).

Pour ce qui est du trafic de voyageurs au niveau national, il s'est renforcé de 13,9%. Quant au trafic aérien de fret, il a augmenté de 5,3% à fin 2025.

S'agissant de l'activité portuaire, un trafic commercial de 95,6 millions de tonnes a été maintenu au sein des ports gérés par l'ANP à fin novembre 2025, en hausse de 5,7%, suite au renforcement du trafic des importations de 4,6%, de celui du cabotage de 45,8% et de celui des exportations de 4,6%. De même, le trafic des passagers a augmenté au sein de ces ports de 4,5% pour avoisiner les 2,3 millions de passagers. Concernant l'activité de croisières, elle a enregistré une hausse de 51%, avec l'afflux de 341.481 croisiéristes.

Information et communication : évolution favorable à fin septembre 2025

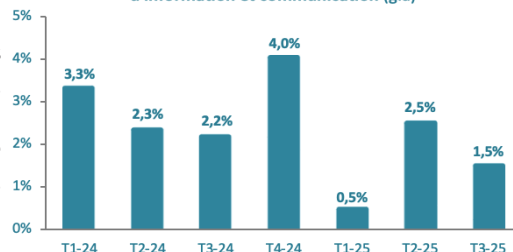
+1,5%
(fin septembre)



VA Info. & Com

La valeur ajoutée du secteur de l'information et communication préserve son évolution positive au terme des neuf premiers mois de 2025 avec une hausse moyenne de 1,5%, après une augmentation de 2,6% un an auparavant. Cette évolution recouvre une amélioration de 1,5% au troisième trimestre, de 2,5% au deuxième trimestre et de 0,5% au premier trimestre 2025.

Evolution de la valeur ajoutée du secteur d'information et communication (g.a)



Source : HCP ; Elaboration : DEPF

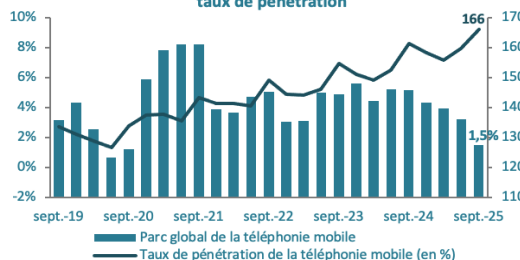
Parallèlement, les principaux indicateurs du segment des télécommunications (parcs de la téléphonie mobile et de l'Internet) poursuivent leur accroissement à fin septembre 2025, bien qu'en ralentissement, pour atteindre des taux de pénétration records.

+1,5% et +3,1%
(fin septembre)



Parcs mobile et internet

Evolution du parc de la téléphonie mobile (g.a) et du taux de pénétration

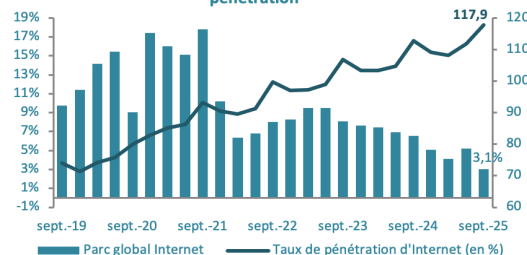


Source : ANRT ; Elaboration : DEPF

Ainsi, le nombre des abonnés à la téléphonie mobile a dépassé les 66,1 millions d'abonnés, pour enregistrer un taux de pénétration qui a atteint pour la première fois 166%, après 161,2% à fin septembre 2024 et 133,5% à fin septembre 2019. Suite à cette évolution, le parc de la téléphonie mobile s'est accru de 1,5% au terme des neuf premiers mois de 2025, après +5,1% un an plutôt.

Concernant le parc Internet, avec un actif de plus de 43,4 millions d'abonnés, il s'est consolidé de 3,1% au terme des neuf premiers mois de 2025, après un affermissement de 6,5% un an passé, pour marquer un taux de pénétration record de 117,9% à fin septembre 2025, au lieu de 112,7% à fin septembre 2024 et 74,1% à fin septembre 2019.

Evolution du parc de l'Internet (g.a) et du taux de pénétration



Source : ANRT ; Elaboration : DEPF

2. DEMANDE INTERIEURE

+1,6%
(fin novembre)



Transferts MRE

+4,7%
(fin novembre)



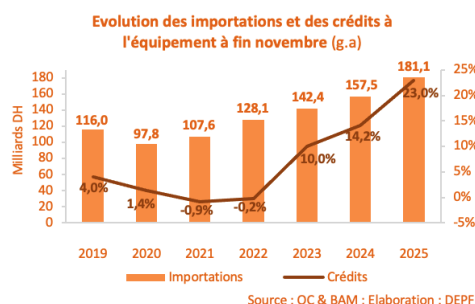
Crédits consommation

+0,8%
(en 2025)



Inflation

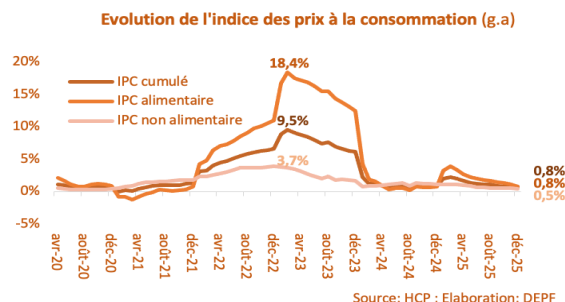
La consommation des ménages reste dynamique, bénéficiant des mesures de soutien au pouvoir d'achat et par les efforts soutenus de maîtrise de l'inflation qui s'est établie à un niveau maîtrisé (+0,8% en 2025, après +0,9% en 2024). Elle est également stimulée par la hausse des transferts des MRE (+1,6% à 111,5 milliards de dirhams à fin novembre) et par la création de 220.000 emplois rémunérés au troisième trimestre 2025 ainsi que par le raffermissement des crédits à la consommation (+4,7% à fin novembre 2025).



En parallèle, l'effort d'investissement se consolide, soutenu par l'augmentation des dépenses d'équipement du Budget Général de l'État (+6,7%, atteignant 125,3 milliards de dirhams à fin 2025) et la poursuite des grands chantiers structurants. Il est également renforcé, à fin novembre 2025, par la croissance des recettes des IDE (+25,9%) et la hausse des importations de biens d'équipement (+15%) et des crédits à l'équipement (+23%).

Inflation maîtrisée en 2025

L'Indice des Prix à la Consommation (IPC) annuel moyen a enregistré une nette décélération. Sa croissance est, en effet, passée de 6,6% en 2022 à 6,1% en 2023 et 0,9% en 2024 pour atteindre 0,8% en 2025. Cette évolution, en 2025, fait suite aux efforts soutenus visant la maîtrise de l'inflation. Elle revient également à la hausse des prix des produits alimentaires de 0,8% (après +0,8% l'année précédente) et au ralentissement de la croissance des prix des produits non alimentaires de 0,5% (après +1,2%).



S'agissant de l'inflation sous-jacente, qui exclut les produits à prix volatiles et les produits à tarifs publics, elle aurait connu une nette décélération, atteignant +0,8% en 2025, après +2,4% en 2024, +5,9% en 2023 et +5,8% en 2022.



+220.000 postes
(T3-2025)



Emploi rémunéré

13,1% (-0,5 point)
(T3-2025)



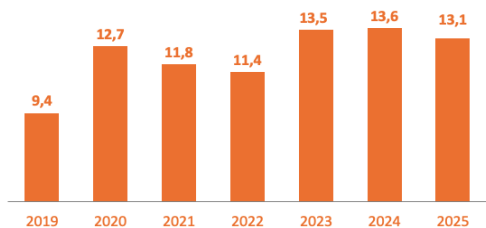
Taux de chômage

Diminution du chômage et création de 220.000 emplois rémunérés au T3-2025

Au troisième trimestre 2025, le marché de l'emploi a créé 167.000 postes, dont 164.000 en milieu urbain et 3.000 en milieu rural. Cette dynamique revient essentiellement à l'emploi rémunéré qui a augmenté de 220.000 postes (+168.000 en zones urbaines et +52.000 en zones rurale). L'emploi non rémunéré a, quant à lui, enregistré une perte de 54.000 postes (-50.000 en milieu rural et -4.000 en milieu urbain).

Par branche d'activité, le secteur des services a créé 94.000 postes d'emploi, celui du BTP, 90.000 postes, et l'industrie a créé 29.000 postes. Quant au secteur de l'agriculture, forêt et pêche, il a perdu de 47.000 postes.

Evolution du taux de chômage au troisième trimestre (en %)



Source : HCP ; Elaboration : DEPF

Concernant le taux de chômage, il a atteint 13,1% au troisième trimestre 2025, en baisse de 0,5 point sur un an. Ce taux s'est établi à 16,3% dans les villes (-0,7 point) et à 6,9% en zones rurales (-0,5 point). Cette baisse du chômage concerne principalement les hommes (-1 point, à 10,6%), les jeunes de 15 à 24 ans (-1,1 point, à 38,4%) et les diplômés (-0,8 point, à 19%), tandis que le taux de chômage des femmes a augmenté de 0,8 point, atteignant 21,6%.

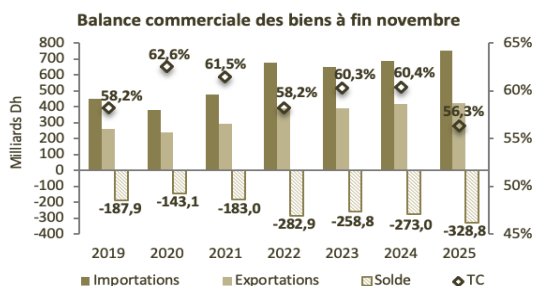
3. ECHANGES EXTÉRIEURS

56,3%
(fin novembre)



Taux de couverture

A fin novembre 2025, le déficit commercial s’est établi à 328,8 milliards de dirhams, en hausse de 20,4% par rapport à l’année précédente. Cette augmentation revient à un accroissement des importations (+9,2%) plus soutenu que celui des exportations (+1,8%), générant un recul du taux de couverture de 4,1 points, soit 56,3%.



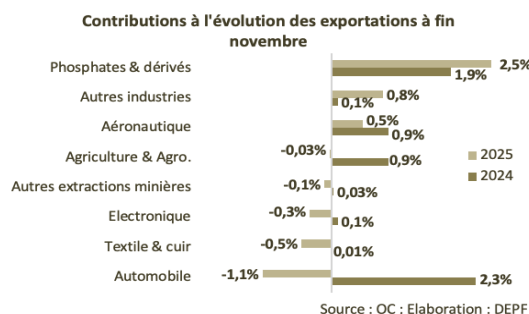
Source : OC ; Elaboration : DEPF

Hausse des exportations, tirée par les phosphates et dérivés et l’aéronautique

+1,8%
(fin novembre)



Exportations



Source : OC ; Elaboration : DEPF

À fin novembre 2025, les exportations de biens ont augmenté de 1,8%, atteignant 423,5 milliards de dirhams, soutenues principalement par les phosphates et dérivés et l’aéronautique.

Les ventes de phosphates et dérivés ont continué de soutenir la croissance des exportations à fin novembre 2025, affichant une hausse de 13,8% et atteignant 87,1 milliards de dirhams. Cette croissance s’explique essentiellement par la progression des exportations d’engrais naturels et chimiques (+11,7%), de phosphates (+28,9%) et d’acide phosphorique (+14,6%). La part du secteur dans les exportations totales a ainsi augmenté, atteignant 20,6% contre 18,4% un an plus tôt.

Suivant la même tendance, les exportations du secteur aéronautique ont progressé de 8,5% pour atteindre 26,3 milliards de dirhams, grâce à l’augmentation des ventes du segment assemblage (+8,8%) et de l’EWIS (+8,1%). Sa part, dans la valeur totale des exportations, s’est établie à 6,2%, contre 5,8% un an auparavant.

S’agissant des exportations des autres industries, elles ont progressé de 13,2% atteignant 29,3 milliards de dirhams, portées par les ventes de la métallurgie et travail des métaux (+22,3%) et, dans une moindre mesure, par celles de l’industrie du plastique et du caoutchouc (+52,8%).

Concernant les autres produits, les exportations du secteur automobile ont fléchi de 3,1% à fin novembre 2025, s’établissant à 141,3 milliards de dirhams. Cette baisse résulte principalement du repli des ventes dans le segment de la construction (-15%), toutefois atténué par la progression des exportations de câblage (+6,1%). Malgré ce recul, le secteur automobile reste le principal poste d’exportation du Maroc, représentant 33,4% de la valeur totale des exportations. Par ailleurs, la valeur des exportations du secteur à fin novembre 2025 demeure, malgré le recul cumulé précité, supérieure à celle de la période 2019-2023.

De même, le secteur agriculture et agroalimentaire a enregistré une baisse de 0,2% de ses exportations, s’établissant à 78,8 milliards de dirhams. Ce léger repli s’explique surtout par le recul de l’industrie alimentaire (-4%) et de la pêche et aquaculture (-7,1%), atténué toutefois par la progression du segment agriculture, sylviculture et chasse (+4,4%). La part du secteur dans les exportations globales a diminué, passant de 18,8% à 18,6%.

À leur tour, les exportations du secteur textile et cuir ont atteint 41,1 milliards de dirhams, en baisse de 4,7%, sous l’effet principalement du retrait des ventes de vêtements confectionnés (-3,7%) et d’articles de bonneterie (-8,4%). Leur part dans la valeur totale des exportations s’est établie à 9,7%, contre 10,4% l’année précédente.

+13,8%
(fin novembre)



Phosphates et dérivés

+8,5%
(fin novembre)



Aéronautique



Par ailleurs, les exportations du secteur de l'électronique et de l'électricité se sont repliées de 8,7%, revenant à 15,1 milliards de dirhams. Cette contraction revient pour l'essentiel au recul des exportations de composants électroniques (-39,5%), compensée en partie par la progression des ventes de fils et câbles (+18,7%).

Croissance des importations, à l'exception des produits énergétiques

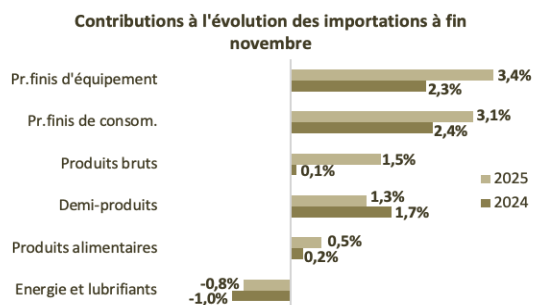
+9,2%

(fin novembre)



Importations

Les importations de biens ont progressé de 9,2% à fin novembre 2025, s'élevant à 752,3 milliards de dirhams. Cette croissance est principalement attribuée à l'augmentation des achats de produits finis d'équipement, de produits finis de consommation, de demi-produits, ainsi qu'aux produits bruts et alimentaires.



Source : OC ; Elaboration : DEFP

Les produits finis de consommation représentent le premier poste d'importations, avec une part de 24,1% dans la valeur totale des importations. Leur valeur a augmenté de 12,9% à 186,2 milliards de dirhams en raison, notamment, de la hausse des achats de voitures de tourisme (+39,7%), de médicaments et autres produits pharmaceutiques (+17,4%) et des appareils récepteurs radio et télévision (+30,3%).

+15%

(fin novembre)



Produits finis d'équipement

Parallèlement, les importations des produits finis d'équipement se sont accrues de 15%. L'évolution de la valeur de ces importations, qui a atteint 181,1 milliards de dirhams, est tirée par la hausse des achats d'avions et autres véhicules aériens ou spatiaux (+150,4%), de parties d'avions et d'autres véhicules aériens (+26,2%) et de voitures utilitaires (+69,3%).

Les importations de demi-produits ont affiché la même tendance, s'inscrivant en hausse de 5,9% à près de 158 milliards de dirhams, sous l'effet principalement de l'augmentation des achats de produits chimiques (+13%), de matières plastiques et ouvrages divers en plastique (+5,7%) et de fils, barres et profilés en cuivre (+14%).

Les importations de produits alimentaires ont aussi concouru à la hausse des importations totales, progressant de 4,3% pour s'élever à 86,1 milliards de dirhams, malgré la poursuite du recul des achats de blé (-4%). Cette dynamique est portée par la forte augmentation des importations d'animaux vivants (+30,4%) et la hausse des achats de maïs (+16,7%) et de tabacs (+20,3%).

+12,9%

(fin novembre)



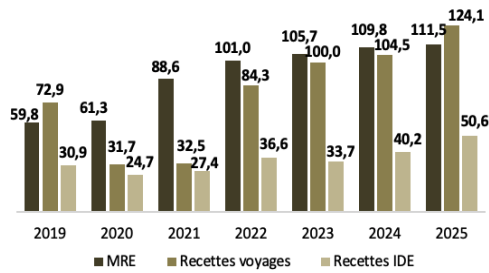
Produits finis de consommation

À leur tour, les produits bruts importés se sont établis à 40,5 milliards de dirhams, en hausse de 34,9%, tirés par la croissance des achats de soufres bruts et non raffinés (+79,6%), d'huile de soja brute ou raffinée (+16,6%) et de ferraille, déchets et autres minerais (+27,1%). Leur part dans la valeur totale des importations a augmenté à 5,4%, contre 4,4% l'année précédente.

Concernant la facture énergétique, elle s'est allégée de 5,3% à fin novembre 2025 pour s'établir à 98,7 milliards de dirhams, représentant 13,1% de la valeur totale des importations. Cette évolution s'explique principalement par la baisse de la valeur des approvisionnements en gas-oils et fuel-oils (-9,6%), consécutive au recul des prix (-15%), et ce malgré l'augmentation des quantités importées (+6,3%). Cette contraction résulte aussi, bien que dans une moindre mesure, du repli des importations de gaz de pétrole et autres hydrocarbures (-7,1%).

Dynamique favorable des autres flux financiers

Evolution des recettes des autres flux financiers à fin novembre (en milliards de dirhams)



Les recettes voyages, principale composante des exportations de services, ont continué de croître à fin novembre 2025, s'établissant à 124,1 milliards de dirhams, soit une progression de 18,7% sur un an. Concernant les transferts des MRE, ceux-ci ont progressé de 1,6% pour s'établir à 111,5 milliards de dirhams.

+25,9%
(fin novembre)



Recettes IDE

Ces deux postes ont généré 235,7 milliards de dirhams, permettant de couvrir 71,7% du déficit commercial, contre 78,5% un an plus tôt.

Par ailleurs, le flux des investissements directs étrangers au Maroc (IDE) s'est établi à 26,7 milliards de dirhams, en hausse de 16,4%, sous l'effet d'une hausse conjuguée des recettes (+25,9%) et des dépenses (+38,5%).

Quant aux flux des investissements directs marocains à l'étranger (IDME), il a augmenté de 1% à 6,1 milliards de dirham et ce, en raison de la baisse des investissements directs marocains à l'étranger (-22,4%, soit 18,9 milliards de dirhams) et des cessions de ces investissements (-30%, soit 12,9 milliards de dirhams).

4. FINANCES PUBLIQUES (HORS TVA DES COLLECTIVITÉS LOCALES)

Dans un contexte macroéconomique favorable, l'exécution de la Loi de Finances pour l'année 2025 a dégagé des résultats positifs. Ainsi, le déficit budgétaire a enregistré une atténuation, par rapport à l'année précédente, de 1,6% ou de 1 milliard de dirhams pour se situer à 60,5 milliards de dirhams à fin 2025. Cette évolution incorpore, particulièrement, un raffermissement des recettes ordinaires (+14,2% ou +52,9 milliards de dirhams), plus important que celui des dépenses globales (+12% ou +51,9 milliards de dirhams).

Rapporté au PIB, le déficit budgétaire s'est amélioré de 0,3 point par rapport à 2024 pour s'établir à 3,5% du PIB, soit un niveau conforme aux prévisions de la Loi de Finances 2025. Cette réduction du déficit s'est traduite par la poursuite du recul du ratio de la dette, qui a été ramené à 67,2% du PIB en 2025 après 67,7% du PIB en 2024, soit -0,5 point.

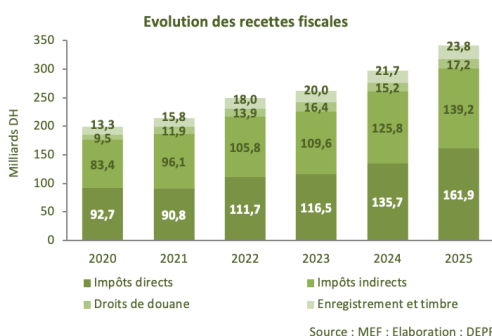
Bon comportement des recettes fiscales en termes d'évolution et d'exécution

+14,7%
(fin 2025)



Recettes fiscales

Au terme de l'année 2025, les recettes ordinaires ont atteint 424,2 milliards de dirhams, enregistrant un taux de réalisation de 107,3% par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2025 et un accroissement de 14,2% par rapport à leur niveau à fin 2024. Ce raffermissement a concerné aussi bien les recettes fiscales que celles non fiscales.



Les recettes fiscales se sont appréciées de 14,7% pour atteindre 342,1 milliards de dirhams à fin 2025, se concrétisant à hauteur de 106,9% par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2025. Cette hausse a concerné la majorité des principales rubriques. Ainsi, les recettes des impôts directs se sont raffermies de 19,3% pour s'établir à 161,9 milliards de dirhams, enregistrant un taux de réalisation de 116,2%. Elles ont contribué à hauteur de 60% à la hausse des recettes fiscales.

+19,3%
(fin 2025)



Impôts directs

L'évolution des recettes des impôts directs incorpore, essentiellement, la hausse des recettes de l'IS de 28,6% pour atteindre 91,4 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 125,1%. L'augmentation des recettes de l'IS s'explique particulièrement par la hausse importante du complément de régularisation, ainsi que par l'amélioration des acomptes. D'autre part, les recettes de l'IR se sont accrues de 9,4% pour s'établir à 65,4 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 107,4%. Cette performance est attribuable principalement à la régularisation fiscale volontaire qui a rapporté 3,8 milliards de dirhams en janvier 2025, ainsi qu'aux augmentations de l'IR retenu à la source sur les profits de cession de valeurs mobilières et des recettes issues de l'action de l'administration fiscale.

Concernant les recettes des impôts indirects, elles ont augmenté de 10,6% pour atteindre 139,2 milliards de dirhams, enregistrant un taux d'exécution de 101% et contribuant à hauteur de 30,5% à la hausse des recettes fiscales. Par composante, les recettes de la TVA se sont accrues de 9,3% pour s'élever à 97,7 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 96,8%. L'évolution de ces recettes recouvre une hausse de celles de la TVA intérieure de 11,5% à 34,1 milliards de dirhams et de celles de la TVA à l'importation de 8,2% à 63,6 milliards de dirhams. De leur côté, les recettes des TIC se sont accrues de 13,8% à 41,5 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 112,5%, suite essentiellement à la hausse des recettes des TIC sur les produits énergétiques de 15,7% à 20,9 milliards de dirhams et de celles des TIC sur les tabacs de 11,7% à 16,5 milliards de dirhams. L'évolution des TIC sur les produits énergétiques est attribuable notamment à la suppression, dans le cadre de la LF 2025, de l'exonération des TIC sur les houilles et le fioul lourd utilisés pour la production de l'énergie électrique, ainsi qu'à l'augmentation des quotités appliquées à ces produits, aux huiles lubrifiantes et aux bitumes.

S'agissant des recettes afférentes aux droits de douane, elles ont augmenté de 12,9% pour s'établir à 17,2 milliards de dirhams, enregistrant un taux de réalisation de 80,6%, en relation principalement avec l'augmentation de 10% des importations mises à la consommation. En outre, les recettes relatives aux droits d'enregistrement et de timbre se sont accrues de 10,1% pour se situer à 23,8 milliards de dirhams, enregistrant un taux de réalisation de 109,7%, suite notamment à la hausse des droits d'enregistrement et des droits de timbre.

+10,6%
(fin 2025)



Impôts indirects



Quant aux recettes non fiscales, elles se sont accrues de 13,6% pour se situer à 77,6 milliards de dirhams à fin 2025, se concrétisant à hauteur de 108,4%. Cette évolution est imputable à la hausse des recettes en provenance des établissements et entreprises publics de 24% à 20,6 milliards de dirhams et des autres recettes non fiscales de 14% pour s'établir à 57 milliards de dirhams, dont 40,1 milliards au titre des mécanismes de financements innovants.

Evolution contenue des dépenses

+12,7%
(fin 2025)



Dépenses ordinaires

-30%
(fin 2025)



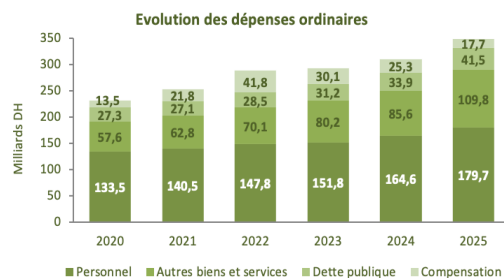
Charges de la compensation

3,5% du PIB
(fin 2025)



Déficit budgétaire

Au terme de l'année 2025, les dépenses ordinaires ont enregistré un taux de réalisation de 98,5% par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2025 et une hausse de 12,7% par rapport à leur niveau à fin 2024 pour se situer à 348,7 milliards de dirhams. Cette augmentation a résulté de l'accroissement des dépenses de biens et services et des intérêts de la dette, alors que les charges de la compensation se sont repliées.



Source : MEF ; Elaboration : DEPF

Les dépenses de biens et services se sont accrues, par rapport à fin 2024, de 15,7% pour atteindre 289,5 milliards de dirhams, se concrétisant à hauteur de 98,4% par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2025. Cette évolution est imputable à la progression des dépenses de personnel de 9,2% pour se situer à 179,7 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 99,7%, et à la hausse des dépenses des autres biens et services de 28,2% pour atteindre 109,8 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 96,4%. Ces évolutions s'expliquent par les augmentations salariales décidées dans le cadre du dialogue social, ainsi que par la hausse des transferts en faveur du fonds d'appui à la protection sociale et à la cohésion sociale et des transferts aux établissements et entreprises publics.

De leur côté, les charges en intérêts de la dette, exécutées à hauteur de 97,3%, ont augmenté de 22,3% pour se situer à 41,5 milliards de dirhams. Cette évolution recouvre une hausse des charges en intérêts de la dette intérieure de 36,7% à 32 milliards de dirhams et une baisse de celles de la dette extérieure de 9,8% à 9,5 milliards de dirhams.

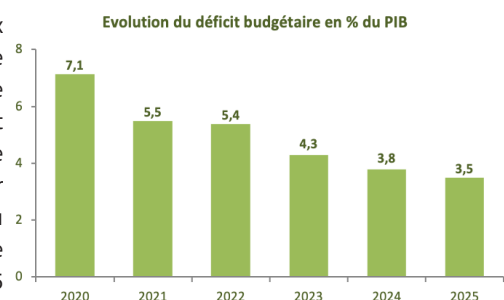
En revanche, les charges de la compensation, qui ont enregistré un taux de réalisation de 103,5%, ont reculé de 30% pour se situer à 17,7 milliards de dirhams à fin 2025.

Globalement, l'évolution des recettes et des dépenses ordinaires au terme de l'année 2025 a dégagé un solde ordinaire excédentaire de +75,5 milliards de dirhams après +61,8 milliards un an auparavant, soit une hausse de 22,1%.

Par ailleurs, la dynamique d'investissement a été maintenue durant l'année 2025. Elle s'est traduite par une augmentation des dépenses d'investissement de 6,7% par rapport à l'année 2024, pour atteindre 125,3 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 118,7%.

Atténuation du déficit budgétaire

Tenant compte d'un déficit des comptes spéciaux du Trésor de -10,7 milliards de dirhams, contre -5,8 milliards l'année précédente, l'exécution de la Loi de Finances au terme de l'année 2025 fait ressortir une atténuation du déficit budgétaire de 1,6%, par rapport à l'année précédente, pour se situer à 60,5 milliards de dirhams. Rapporté au PIB, le déficit budgétaire a poursuivi sa tendance baissière pour s'établir à 3,5% du PIB en 2025 contre 3,8% en 2024, soit une amélioration de 0,3 point.



Source : MEF ; Elaboration : DEPF

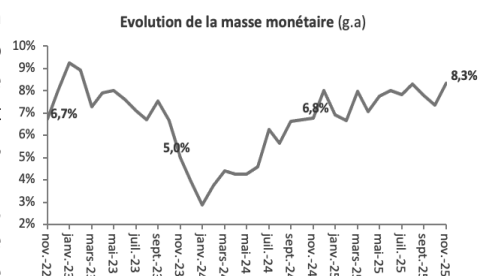
Eu égard aux éléments précités et à la baisse des opérations en instance de 13,5 milliards de dirhams, le besoin de financement du Trésor s'est établi à 74 milliards de dirhams à fin 2025 contre 52,8 milliards un an auparavant. Ce besoin a été couvert essentiellement par le recours aux financements intérieur et extérieur qui ont dégagé des flux nets positifs de 37,1 et 37 milliards de dirhams respectivement.

5. FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Accélération de la croissance de la masse monétaire, soutenue par ses principales contreparties

A fin novembre 2025, la masse monétaire (M3) s'est accrue, par rapport au mois précédent, de 1,5% pour atteindre 2.011,3 milliards de dirhams. Cette évolution incorpore, essentiellement, la hausse des principales contreparties de M3, en l'occurrence, les crédits bancaires, les avoirs officiels de réserve (AOR) et les créances nettes des institutions de dépôt sur l'administration centrale.

En glissement annuel, le taux d'accroissement de la masse monétaire s'est accéléré, s'établissant à +8,3% après +7,3% à fin octobre 2025 et +6,8% à fin novembre 2024. L'accélération enregistrée comparativement à l'évolution de l'année précédente recouvre, particulièrement, l'amélioration du taux de progression des principales contreparties de la masse monétaire, notamment, les crédits bancaires, les avoirs officiels de réserve (AOR) et les créances nettes des institutions de dépôt sur l'administration centrale.



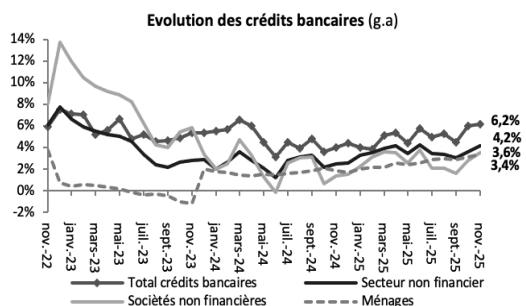
Source : BAM ; Elaboration : DEPF

+8,3%
(fin novembre)



Masse monétaire

A fin novembre 2025, les crédits bancaires ont augmenté, par rapport au mois précédent, de 0,3% pour atteindre 1.191,8 milliards de dirhams. Cette évolution incorpore une hausse des crédits au secteur non financier de 0,6%, dont notamment les crédits aux sociétés non financières (+0,8%) et les crédits aux ménages (+0,4%), conjuguée au repli des crédits au secteur financier de 1,3%. Par objet économique, cette évolution recouvre, principalement, la hausse des crédits à l'équipement (+2,4%), des crédits à la consommation (+0,2%) et des crédits à l'immobilier (+0,1%), et la baisse des crédits à caractère financier (-2,3%) et des crédits de trésorerie (-0,2%).



Source : BAM ; Elaboration : DEPF

+6,2%
(fin novembre)

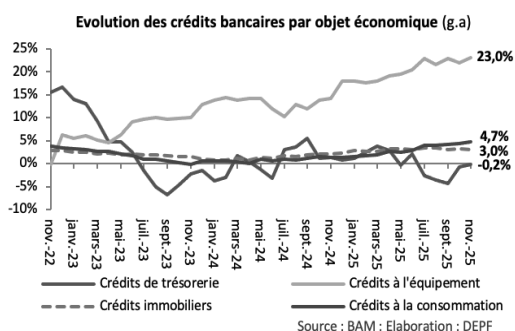


Crédits bancaires

En glissement annuel, le taux de progression des crédits bancaires s'est amélioré, se situant à +6,2% à fin novembre 2025, après +6% le mois précédent et +4% l'année dernière. Cette amélioration a concerné aussi bien les crédits au secteur financier (+16,9% après +13,2% à fin novembre 2024), que les crédits au secteur non financier (+4,2% après +3,6% à fin octobre 2025 et +2,5% à fin novembre 2024).

L'évolution des crédits au secteur non financier est en relation, particulièrement, avec l'amélioration du taux de progression des crédits aux sociétés non financières (+3,6% après +2,8% à fin octobre 2025 et +1,4% à fin novembre 2024), ainsi que de celui des crédits aux ménages (+3,4% après +3,1% à fin octobre 2025 et +1,8% à fin novembre 2024).

Par objet économique, l'évolution des crédits bancaires recouvre, particulièrement, l'amélioration des taux de progression des crédits à l'équipement (+23% après +14,2% l'année précédente), des crédits à la consommation (+4,7% après +1,4% à fin novembre 2024) et des crédits à l'immobilier (+3% après +2,2% l'année dernière). Cette évolution des crédits à l'immobilier a concerné particulièrement les crédits à l'habitat (+3,2% après +1,7% à fin novembre 2024), alors que la croissance des crédits aux promoteurs immobiliers a ralenti à +3,9% après +6,7% l'année précédente.



Source : BAM ; Elaboration : DEPF

+23%
(fin novembre)



Crédits à l'équipement

La croissance des crédits à caractère financier a, quant-à-elle, ralenti à +1,7% après +2,2% à fin novembre 2024. De leur côté, les crédits de trésorerie ont enregistré un léger repli de 0,2% après une

5 mois et 19 jours d'importations (B&S)

(fin novembre)



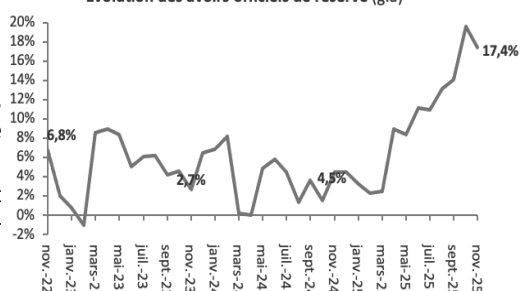
AOR

hausse de 1,4% un an auparavant. S'agissant des créances en souffrance, leur rythme de progression s'est accéléré à +5,8% après +3,8% l'année dernière.

S'agissant des avoirs officiels de réserve (AOR), ils ont augmenté, en glissement mensuel, de 0,7% ou de 2,9 milliards de dirhams pour atteindre 434,1 milliards de dirhams à fin novembre 2025, représentant l'équivalent de 5 mois et 19 jours d'importations de biens et services, contre 5 mois et 23 jours le mois dernier et 5 mois et 3 jours l'année précédente.

En glissement annuel, le taux de progression des avoirs officiels de réserve s'est amélioré, s'établissant à +17,4% ou +64,4 milliards de dirhams après +4,5% ou +16 milliards à fin novembre 2024, quoiqu'en ralentissement comparativement à l'évolution du mois dernier (+19,6% ou +70,5 milliards de dirhams).

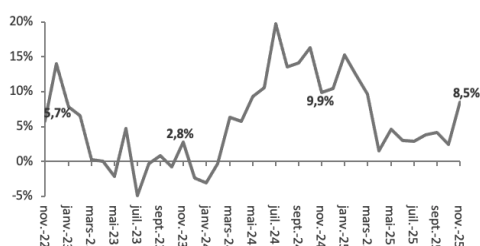
Evolution des avoirs officiels de réserve (g.a)



Source : BAM ; Elaboration : DEPF

Concernant les créances nettes des institutions de dépôt (ID) sur l'administration centrale (AC), elles ont augmenté, par rapport à fin octobre 2025, de 3,8% pour s'établir à 361,7 milliards de dirhams à fin novembre 2025 et ce, suite particulièrement à la hausse des créances nettes des Autres Institutions de Dépôts (AID) de 3%.

Evolution des créances nettes des AID sur l'AC (g.a)



Source : BAM ; Elaboration : DEPF

En glissement annuel, le taux de progression des créances nettes des institutions de dépôt (ID) sur l'administration centrale (AC) s'est amélioré, se situant à +6,3% à fin novembre 2025 après +5,8% un an auparavant. Toutefois, cette évolution incorpore une légère décélération du taux d'accroissement des créances nettes des Autres Institutions de Dépôts (AID), soit +8,5% après +9,9% à fin novembre 2024.

L'évolution des créances nettes des AID, à fin novembre 2025, recouvre une décélération de la hausse de leurs créances sur l'AC à +7,6% après +10,1% l'année précédente, notamment le portefeuille des banques en bons du Trésor (+5,9% après +13,6% à fin novembre 2024), conjuguée à la baisse de leurs engagements envers l'AC de 5,1% après un accroissement de 12,4% à fin novembre 2024.

Au niveau des composantes de la masse monétaire, la hausse de cette dernière, en glissement mensuel, recouvre, particulièrement, l'augmentation de la circulation fiduciaire (+2%), des dépôts à vue auprès des banques (+1,8%), des détentions en titres d'OPCVM monétaires (+5,8%) et des dépôts en devises (+4,1%), et la baisse des comptes à terme auprès des banques de 4,2%.

En glissement annuel, l'évolution de la masse monétaire incorpore l'accélération de la croissance de la circulation fiduciaire (+13,1% après +10,4% l'année précédente), des dépôts à vue auprès des banques (+11,2% après +8,7% un an auparavant), la hausse des détentions en titres d'OPCVM monétaires de 17,6% après un recul de 5,3% à fin novembre 2024 et la baisse des comptes à terme auprès des banques (-4% après +2,3% l'année dernière) et des dépôts en devises en devises (-3% après +19,1% l'année antérieure).

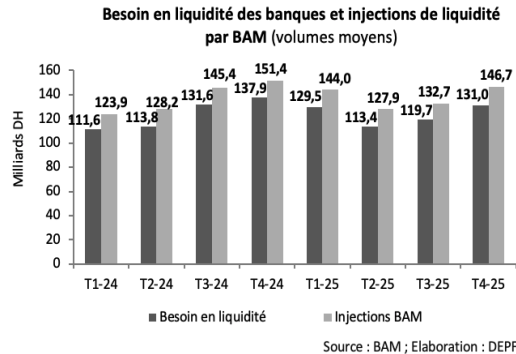
Concernant les agrégats de placements liquides (PL), leur encours a quasiment stagné (+0,1%) par rapport au mois précédent. Cette évolution recouvre la hausse de l'encours des titres d'OPCVM obligataires (PL2) de 2,5%, et la baisse de celui des titres d'OPCVM actions et diversifiés (PL3) de 4,2% et de celui des titres d'OPCVM contractuels et des titres de créances négociables (PL1) de 0,2%. En glissement annuel, l'encours de PL a progressé de 11,7% après une hausse de 11,6% à fin novembre 2024, sous l'effet de la hausse de PL1 (+0,2% après +5,7%), de PL2 (+19,4% après +16,3%) et de PL3 (+39,6% après +26,9%).

Creusement du besoin en liquidité des banques au T4-2025

146,7 Mds DH
(T4-2025)



Injection de liquidité
(Volume moyen)



Le besoin en liquidité des banques s'est creusé au cours du quatrième trimestre 2025, se situant en moyenne hebdomadaire à 131 milliards de dirhams après 119,7 milliards au T3-2025 et 113,4 milliards au T2-2025. Dans ce contexte, la Banque Centrale a augmenté le volume de ses injections de liquidité qui s'est établi en moyenne hebdomadaire à 146,7 milliards de dirhams après 132,7 milliards au T3-2025 et 127,9 milliards au T2-2025.

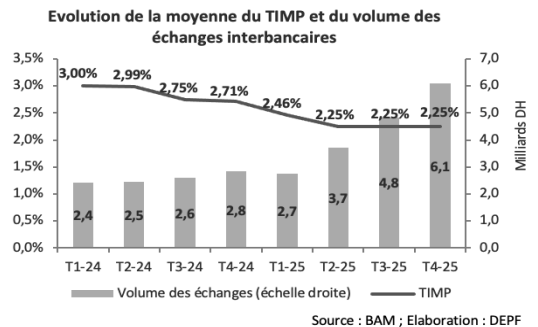
Les interventions de Bank Al-Maghrib ont porté, essentiellement, sur les avances à 7 jours (68,9 milliards de dirhams après 55,3 milliards au T3-2025), les opérations de pensions livrées à 1 et 3 mois (44 milliards de dirhams après 43 milliards au T3-2025) et les prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME (33,7 milliards de dirhams après 34,3 milliards au T3-2025).

6,1 Mds DH
(T4-2025)



Transactions interbancaires
(Volume moyen)

S'agissant du volume moyen des transactions interbancaires, il a augmenté par rapport au troisième trimestre 2025 de 25,8% pour atteindre 6,1 milliards de dirhams. Quant au taux interbancaire moyen pondéré au jour le jour (TIMPJJ), celui-ci se maintient depuis le 20 mars 2025 en évolution quasi-stable, alignée sur le taux directeur, s'établissant en moyenne à 2,25% depuis T2-25.



Il est à noter qu'au cours de l'année 2025, Bank Al-Maghrib a opéré une seule réduction du taux directeur de 25 points de base pour le ramener à 2,25% et ce, lors de la réunion de son conseil en date du 18 mars 2025, alors que durant ses trois dernières réunions de l'année 2025, il a décidé de maintenir le taux directeur inchangé à 2,25%, jugeant que ce niveau reste approprié.

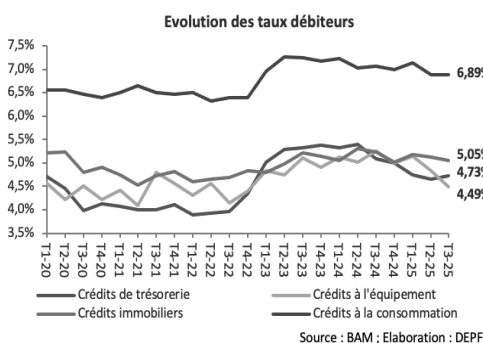
Globalement, pour l'année 2025 le besoin en liquidité des banques a quasiment stagné comparativement à l'année précédente, se situant en moyenne hebdomadaire à 123,5 milliards de dirhams après 123,7 milliards en 2024 et 83,2 milliards en 2023. De ce fait, le volume des injections de liquidité par Bank Al-Maghrib s'est établi à un niveau avoisinant celui de l'année dernière, soit 137,9 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire après 137,2 milliards en 2024 et 96,8 milliards en 2023.

Le volume moyen des transactions interbancaires au titre de l'année 2025 a atteint 4,4 milliards de dirhams, en hausse de 69,1% par rapport à l'année précédente. Quant au taux interbancaire moyen pondéré au jour le jour (TIMPJJ), il s'est inscrit en baisse de 56 points de base par rapport à l'année 2024 pour se situer en moyenne à 2,30% et ce, après une légère baisse de 3 points de base un an auparavant.

2,25%
(T4-2025)



TIMPJJ



Concernant l'évolution des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib au titre du troisième trimestre 2025 font ressortir une quasi-stagnation, comparativement au trimestre précédent, du taux moyen pondéré global, s'établissant à 4,85% après 4,84% au deuxième trimestre 2025. Cette évolution recouvre l'effet conjoint du recul des taux des crédits à l'équipement (-34 pb à 4,49%) et des crédits à l'immobilier (-8 pb à 5,05%), la quasi-stagnation de ceux des crédits à la consommation (6,89% après 6,88%) et la hausse de ceux des crédits de trésorerie (+8 pb à 4,73%).



Hausse des levées brutes du Trésor et orientation à la hausse des taux obligataires au T4-2025

162,2 Mds DH
(fin 2025)



Levées brutes du Trésor

Au titre du quatrième trimestre 2025, les levées brutes du Trésor au niveau du marché des adjudications se sont accrues, par rapport au troisième trimestre 2025, de 13,2% pour atteindre 46,7 milliards de dirhams (y compris les opérations d'échange). Ces levées ont été prédominées par les maturités moyennes qui ont canalisé 87,1% des levées après 58,3% le trimestre précédent. Quant aux maturités courtes et longues, elles ont représenté 8,8% et 4,1% respectivement des levées du trimestre après 7,1% et 34,6% le trimestre précédent.

De leur côté, les remboursements du Trésor au titre du quatrième trimestre 2025 ont augmenté par rapport au troisième trimestre 2025 de 47,2% pour se situer à 45,7 milliards de dirhams (y compris les opérations d'échange et de rachat). En conséquence, les levées nettes du Trésor se sont établies à 1 milliard de dirhams après 10,2 milliards au T3-2025, soit une baisse de 89,9%.

Au terme de l'année 2025, les levées brutes du Trésor se sont repliées, en glissement annuel, de 5,5% pour se situer à 162,2 milliards de dirhams (y compris les opérations d'échange). Cette baisse a découlé du repli du volume levé en maturités longues de 55,6% pour s'établir à 41,1 milliards de dirhams, soit 25,3% des levées contre 54% un an auparavant. En revanche, le volume souscrit des maturités moyennes s'est accru de 53,3% pour atteindre 101 milliards de dirhams, prédominant ainsi les levées à hauteur de 62,3% après 38,4% l'année précédente. De même, le volume souscrit des maturités courtes a augmenté de 53,5% pour s'établir à 20,1 milliards de dirhams, représentant 12,4% des levées après 7,6% un an auparavant.

128,5 Mds DH
(fin 2025)

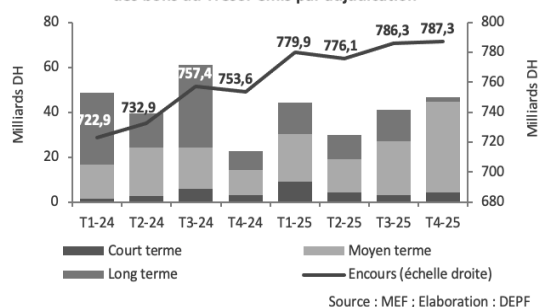


Remboursements du Trésor

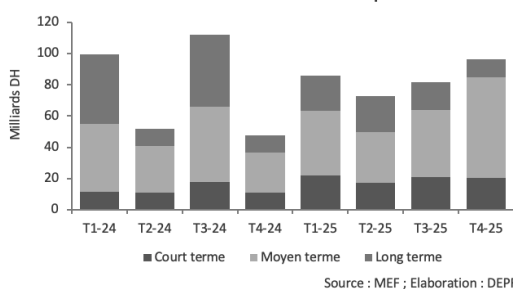
En revanche, les remboursements du Trésor se sont accrues, comparativement à l'année précédente, de 9,4% pour atteindre 128,5 milliards de dirhams à fin 2025 (y compris les opérations d'échange et de rachat). Ces remboursements se sont répartis à hauteur de 10,5% pour les maturités courtes, 69% pour les maturités moyennes et 20,6% pour les maturités longues contre 31,4%, 51,9% et 16,6% respectivement l'année précédente. Compte tenu de l'évolution des levées brutes et des remboursements, les levées nettes du Trésor se sont établies à 33,7 milliards de dirhams au terme de l'année 2025 contre 54,2 milliards l'année dernière, soit une baisse de 37,8%.

Eu égard à ces évolutions, l'encours des bons du Trésor émis par adjudication s'est établi à 787,3 milliards de dirhams à fin 2025, en quasi-stagnation par rapport à fin septembre 2025 (+0,1%), enregistrant toutefois une hausse de 4,5% par rapport à fin 2024. La structure de cet encours reste prédominée par les maturités longues quoique leur part ait reculé de 1,1 point par rapport à fin décembre 2024, pour se situer à 67,1% après 68,2%. Elles devancent les maturités moyennes dont la part a légèrement augmenté de 0,2 point pour s'établir à 30,8% après 30,6% à fin décembre 2024. Quant à la part des maturités courtes, elle reste faible, soit 2%, bien qu'elle ait gagné 0,8 point.

Evolution des levées brutes par terme et de l'encours des bons du Trésor émis par adjudication



Evolution du volume des soumissions par terme



S'agissant du volume des soumissions sur le marché des adjudications au titre du quatrième trimestre 2025, il a augmenté par rapport au trimestre précédent de 17,7% pour s'établir à 96,2 milliards de dirhams (hors opérations d'échange). Le volume soumissionné a été orienté essentiellement vers les maturités moyennes à hauteur de 67,2% après 52,3% le trimestre précédent. Quant aux maturités courtes et longues, elles ont représenté respectivement 20,9% et 11,9% du volume des soumissions après 25,8% et 21,9% au T3-2025.

Au terme de l'année 2025, le volume des soumissions s'est accru, par rapport à fin 2024, de 8,3% pour atteindre 337 milliards de dirhams (hors opérations d'échange). La hausse a concerné le volume soumissionné des maturités courtes et moyennes qui s'est raffermi de 57,9% et 22,9% respectivement pour s'établir à 80,7 et 181,2 milliards de dirhams, représentant 24% et 53,8% du volume des soumissions contre 16,4% et 47,4% un an auparavant. En revanche, le volume soumissionné des maturités longues s'est replié de 33,3% pour se situer à 75,1 milliards de dirhams, représentant 22,3% du volume des soumissions contre 36,2% un an auparavant.

S'agissant des taux moyens pondérés primaires des émissions des bons du Trésor, après une tendance baissière, ils se sont inscrits en hausse, en glissement trimestriel, au titre du quatrième trimestre 2025, enregistrant des augmentations comprises entre 1 et 20 points de base. Toutefois, en moyenne annuelle, les taux des bons du Trésor ont poursuivi leur repli au titre de l'année 2025, enregistrant des baisses, comparativement à l'année 2024, comprises entre 53 et 93 points de base, après des reculs compris entre 30 et 89 points de base un an auparavant.

Evolution des taux des bons du Trésor

	T1-25	T2-25	T3-25	T4-25	Var
13 semaines	2,27%	1,78%	1,68%	-	-
26 semaines	2,45%	2,09%	1,94%	2,10%	+16 pb
52 semaines	2,54%	2,02%	2,02%	2,20%	+18 pb
2 ans	2,60%	2,20%	2,24%	2,44%	+20 pb
5 ans	2,83%	2,46%	2,39%	2,58%	+19 pb
10 ans	3,17%	2,80%	2,72%	2,74%	+2 pb
15 ans	3,45%	3,12%	3,07%	3,13%	+6 pb
20 ans	3,73%	3,43%	3,32%	-	-
30 ans	4,22%	3,79%	3,74%	3,75%	+1 pb

Source : MEF, Calculs DEPF

Dynamique exceptionnelle de la Bourse de Casablanca au titre de l'année 2025, en dépit d'un léger repli au quatrième trimestre

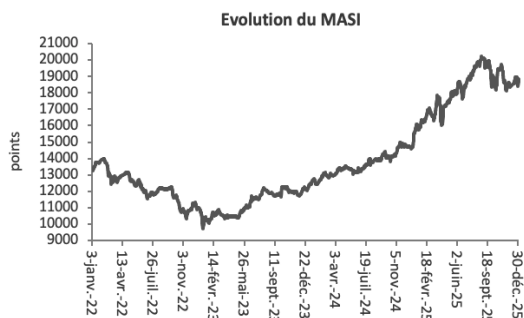
+27,6% et +24,5%

(fin déc-25/fin déc-24)



MASI et MASI 20

Au cours du quatrième trimestre 2025, les indices de la Bourse de Casablanca ont enregistré un léger repli par rapport au troisième trimestre, sous l'effet de quelques prises de bénéfices en fin d'année. Ainsi, les indices MASI et MASI 20 se sont établis à fin décembre 2025 à 18846,35 et 1485,65 points respectivement, enregistrant une baisse trimestrielle de 0,9% et 4% respectivement, après une hausse de 4% et 3,5% au troisième trimestre 2025. Toutefois, la performance annuelle des deux indices a été remarquable, soit +27,6% et +24,5%, après +22,2% et +20,5% l'année précédente.



Source : Bourse de Casablanca ; Elaboration : DEPF

Cette dynamique exceptionnelle de la Bourse de Casablanca au titre de l'année 2025 a été favorisée par un contexte macroéconomique favorable, une amélioration notable des résultats des sociétés cotées et un regain de confiance des investisseurs.

Banques : -2,7%

BTP : +8,6%

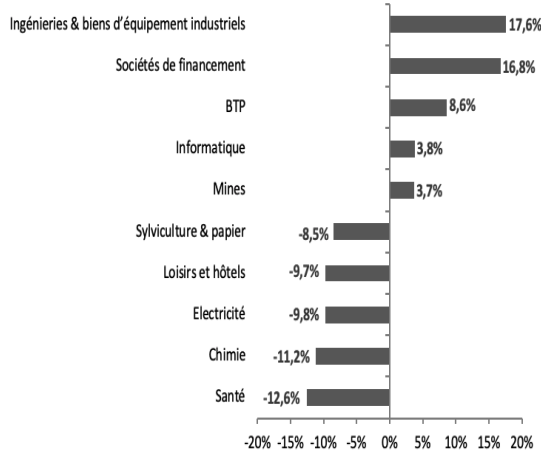
Maroc Telecom : -7,1%

(fin déc-25/fin sept-25)



Indices sectoriels

Les dix plus fortes variations trimestrielles des indices sectoriels à fin décembre 2025 (variations par rapport à fin septembre 2025)



Source : Bourse de Casablanca ; Elaboration : DEPF

Au niveau sectoriel, parmi les 24 secteurs représentés à la cote de la Bourse de Casablanca, les performances négatives du quatrième trimestre ont concerné les indices de 18 secteurs, dont particulièrement ceux de santé (-12,6%), de chimie (-11,2%), de l'électricité (-9,8%) et de loisirs et hôtels (-9,7%). De même, les indices des banques et de Maroc Telecom se sont repliés de 2,7% et 7,1% respectivement. Les performances positives du quatrième trimestre ont concerné, notamment, les indices des secteurs des ingénieries et biens d'équipement industriels (+17,6%), des sociétés de financement (+16,8%) et du BTP (+8,6%).

Néanmoins, la performance annuelle des indices sectoriels a été positive pour vingt secteurs, dont particulièrement les indices des secteurs du BTP (+33,8%), des banques (+18,8%), des mines (+9,9%), des services de transport (+7,2%), de Maroc Telecom (+3,9%) et de l'électricité (+5,2%).

S'agissant de la capitalisation boursière, elle a enregistré une hausse trimestrielle de 3,7% pour atteindre 1040,7 milliards de dirhams à fin décembre 2025, après un accroissement de 4,6% au troisième trimestre 2025. Cette évolution s'explique par la hausse du nombre de titres cotées, suite essentiellement à l'introduction de deux nouvelles sociétés, ce qui a contrebalancé le repli des cours. La performance trimestrielle a résulté, particulièrement, de la contribution positive notable du secteur du BTP, et dans une moindre mesure de celles des sociétés de financement et des mines.

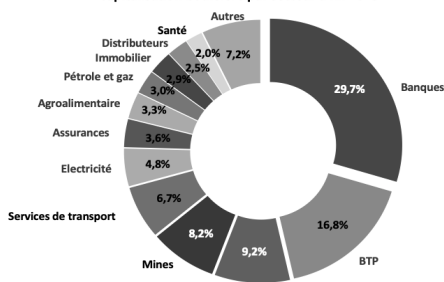
1040,7 Mds DH

(fin 2025)



Capitalisation boursière

Capitalisation boursière par secteur à fin 2025



Source : Bourse de Casablanca ; Elaboration : DEPF

Compte tenu de ces évolutions, la performance annuelle de la capitalisation boursière a été portée à un niveau remarquable, soit +38,3% après +20,2% l'année précédente.

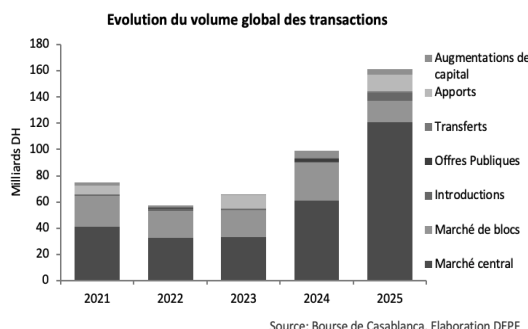
Quant au volume global des transactions réalisées au titre du quatrième trimestre 2025, celui-ci a reculé, comparativement au troisième trimestre 2025, de 11,6% pour se situer à 44,9 milliards. Le volume échangé du quatrième trimestre est réparti à hauteur de :

- 69,1% pour le marché central où les transactions se sont accrues, en glissement trimestriel, de 3,1% pour s'établir à 31 milliards de dirhams. Parmi les titres les plus actifs du trimestre sur ce compartiment, figurent SGTM, Attijariwafa Bank, TGCC, Akdital et SODEP-Marsa Maroc, ayant canalisé respectivement 15,2%, 9,3%, 8,6%, 7,7% et 7,5% du volume des transactions en actions du trimestre ;
- 16,6% pour le marché de blocs où les échanges se sont raffermis, par rapport au troisième trimestre 2025, de 74,8% pour atteindre 7,4 milliards de dirhams ;
- 12,4% pour l'introduction en bourse des deux sociétés « Cash Plus » et « Société Générale des Travaux du Maroc » (SGTM), générant des montants respectifs de 750 millions de dirhams et 4,8 milliards de dirhams, soit un montant global de 5,6 milliards de dirhams ;
- 1,4% pour une augmentation de capital par apport en nature effectuée la société « Sothema » d'un montant global de 630,4 millions de dirhams ;
- 0,3% pour les transferts d'actions ;
- 0,3% pour les apports d'actions.

161,1 Mds DH
(fin 2025)



Volume global des transactions



Au terme de l'année 2025, le volume global des transactions s'est accru, en glissement annuel, de 62,7% pour atteindre 161,1 milliards de dirhams. Par compartiment, le volume des échanges sur le marché central a augmenté de 98,2% à 120,9 milliards de dirhams, soit 75% du volume des transactions. En revanche, celui enregistré sur le marché de blocs a reculé de 43,2% à 16,3 milliards de dirhams, soit 10,1% du volume des échanges. Enfin, les apports d'actions, les introductions d'actions, les augmentations de capital et les transferts d'actions ont représenté respectivement 7,6%, 3,8%, 2,7% et 0,7% du volume des transactions à fin 2025.

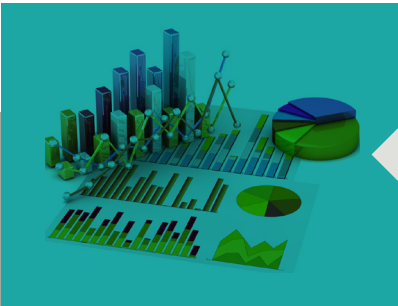


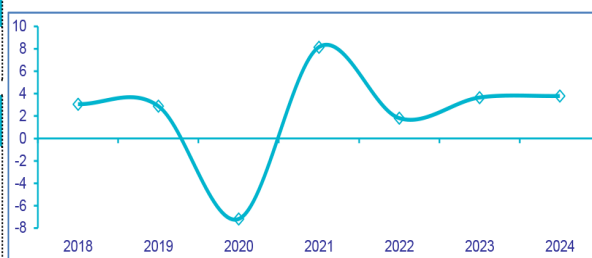
TABLEAU DE BORD

N° : 347

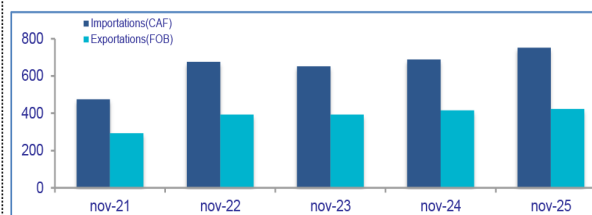
Tableau de bord de l'économie marocaine

Agrégats de la comptabilité nationale(1)	2022	2023	2024
Produit Intérieur Brut (aux prix de l'année précédente) (base 2014)	1,8	3,7	3,8
Echanges extérieurs (millions de Dhs)	nov-24	nov-25	(%)
Importations globales	689 149	752 349	9,2
Produits énergétiques	104 251	98 698	-5,3
Produits finis d'équipement	157 452	181 137	15,0
Produits alimentaires	82 606	86 147	4,3
Exportations globales	416 149	423 541	1,8
Phosphate et dérivés	76 600	87 148	13,8
Automobile	145 856	141 279	-3,1
Déficit commercial	-273 000	-328 808	20,4
Taux de couverture (en %)	60,4	56,3	
Transferts MRE	109 809	111 533	1,6
Recettes voyages	104 548	124 141	18,7
Recettes des IDE	40 212	50 618	25,9
Monnaie (millions de Dhs)	nov-24	nov-25	(%)
Agrégat M3	1 856 357	2 011 318	8,3
Avoirs officiels de réserve	369 776	434 144	17,4
Créances nettes sur l'administration centrale	340 389	361 705	6,3
Créances sur l'économie	1 379 935	1 485 639	7,7
Dont : Crédits des AID	1 132 805	1 202 455	6,1
Crédits immobiliers	310 264	319 674	3,0
Crédits à l'équipement	226 069	278 150	23,0
Crédits à la consommation	58 669	61 399	4,7
Bourse	déc-24	déc-25	(%)
MASI	14 773	18 846	27,6
MASI20	1 193	1 486	24,5
Volume des transactions (2) (millions de Dhs)	89 783	137 257	52,9
Indice des prix à la consommation (100=2017)	déc-24	déc-25	(%)
Indice des prix à la consommation	118,7	119,6	0,8
Produits alimentaires	129,7	130,8	0,8
Produits non alimentaires	111,6	112,2	0,5
Taux de change (en MAD)	déc-24	déc-25	(%)
Euro	10,50	10,75	2,43
Dollar américain US\$	10,02	9,18	-8,30
Taux d'intérêt (dernières émissions)	déc-24	déc-25	Pb 100
Taux adjudications (52 semaines)	2,527	2,215	-31
(2 ans)	2,615	2,543	-7
(5 ans)	2,914	2,591	-32
(10 ans)	3,240	2,744	-50
(15 ans)	3,525	3,133	-39

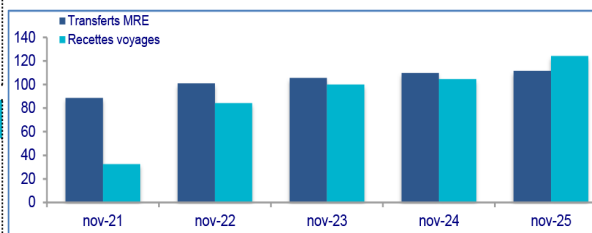
Croissance du PIB (base 2014) en volume



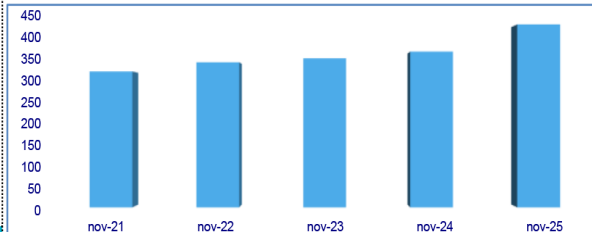
Exportations et importations de marchandises (milliards Dhs)



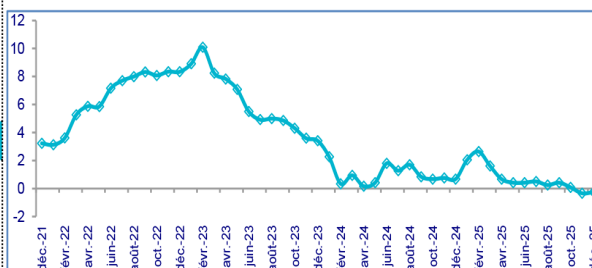
Recettes voyages et recettes MRE (en milliards de Dhs)



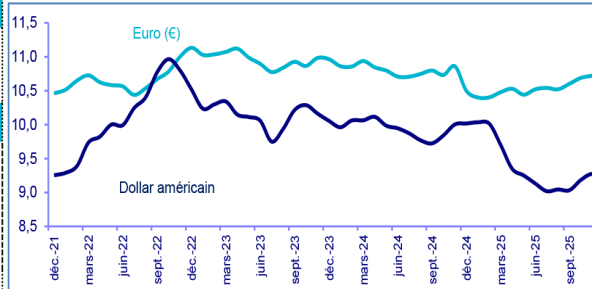
Avoirs officiels de réserve (milliards de Dh)



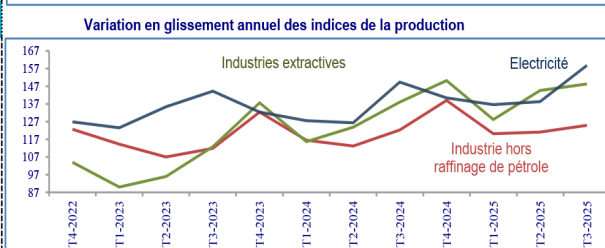
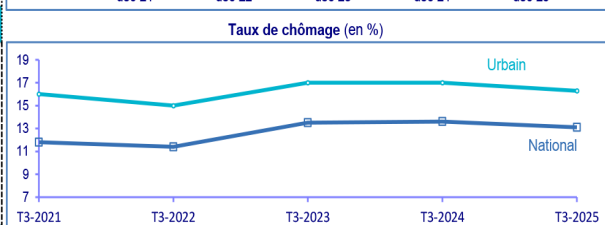
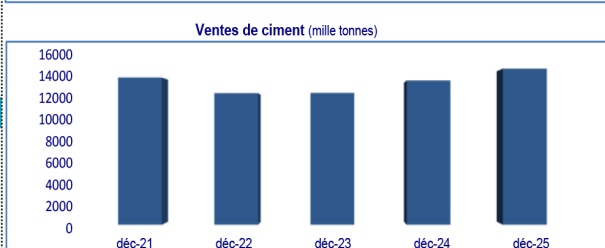
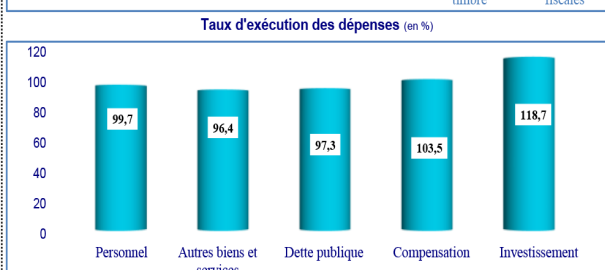
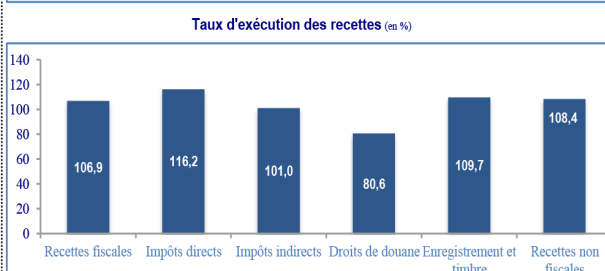
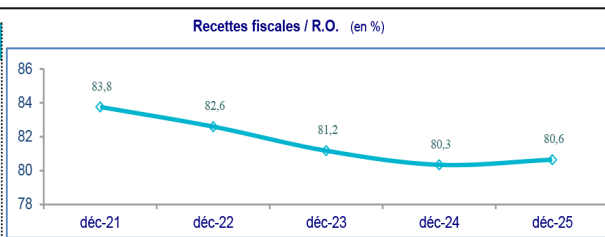
Variation en glissement annuel de l'indice des prix à la consommation (en %)



Taux de change (en Dhs)



Finances publiques (hors TVA des CL)	déc-24	déc-25	(%)
Recettes ordinaires (R.O) (en millions de Dhs)	371 297	424 163	14,2
Recettes fiscales	298 304	342 056	14,7
Impôts directs	135 657	161 897	19,3
IS	71 062	91 367	28,6
IR	59 734	65 376	9,4
Impôts indirects	125 794	139 160	10,6
TVA	89 335	97 653	9,3
TIC	36 459	41 507	13,8
Droits de douane	15 198	17 160	12,9
Enregistrement et timbre	21 655	23 840	10,1
Recettes non fiscales	68 325	77 620	13,6
Recettes en provenance des établissements et entreprises publics	16 627	20 610	24,0
Dépenses ordinaires (D.O)	309 489	348 668	12,7
Biens et services	250 254	289 477	15,7
Personnel	164 632	179 696	9,2
Autres biens et services	85 622	109 781	28,2
Dettes publiques	23 399	31 997	36,7
Dettes publiques extérieures	10 494	9 462	-9,8
Compensation	25 342	17 732	-30,0
Investissement	117 509	125 341	6,7
Activités sectorielles	déc-24	déc-25	(%)
Arrivées de touristes (y compris MRE) (en milliers)	17412	19793	13,7
Débarquements de la pêche côtière (en mille tonne)	1336	1133	-15,2
Débarquements de la pêche côtière (en millions DH)	10549	10112	-4,1
Ventes de ciment (mille tonnes)	13693	14817	8,2
	nov.-24	nov.-25	(%)
Nuitées dans les EHC(4) (en milliers)	36600	39806	9
Energie appelée nette (GWh)	41941	45035	7,4
Consommation d'électricité (GWh)	32030	37440	16,9
Chiffre d'affaires à l'exportation de l'OCP (millions Dhs)	76600	87148	13,8
	sept.-24	sept.-25	(%)
Parc global de la téléphonie mobile (milliers)	60245	61144	1,5
Taux de pénétration (%)	161	166	
Parc global de la téléphonie fixe (milliers)	4071	4431	8,8
Internet	42127	43412	3,1
Emploi	T3-2023	T3-2024	T3-2025
Taux d'activité	43,2	43,6	43,3
Taux de chômage	13,5	13,6	13,1
Urbain	17,0	17,0	16,3
Diplômés	21,1	21,3	20,5
Agés de 15 à 24 ans	49,7	50,3	48,2
Variation des indices de la production (3)	T3-2024	T3-2025	(%)
Mines	138,1	148,3	7,4
Industries manufacturières hors raffinage de pétrole	122,2	124,9	2,2
Produits des industries alimentaires	146,2	162,7	11,3
Fabrication de textiles	75,6	78,4	3,7
Produits de l'industrie automobile	128,9	138,5	7,4
Electricité	149,3	158,8	6,4



(1) Taux de variation, Source HCP
 (2) Volume des transactions sur le marché central et sur le marché de blocs
 (3) Indice de la production selon la base 2015
 (4) EHC : établissements d'hébergement classés
 * Chiffres estimés

