

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](mailto:depf@depf.finances.gov.ma)

W : [depf.finances.gov.ma](http://depf.finances.gov.ma)

T : (+212) 537.67.74.15/16

# NOTE DE CONJONCTURE

DIRECTION DES ÉTUDES ET DES PRÉVISIONS FINANCIÈRES

N° 348 / Février 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** : fait preuve de résilience, avec une croissance maintenue à 3,3% pour 2026 (FMI), portée par l'investissement technologique et l'IA. La désinflation se poursuit, permettant un assouplissement monétaire graduel. Les États-Unis maintiennent une croissance solide (2,4%), tandis que la zone euro (1,3%) reste pénalisée par ses rigidités structurelles. L'Inde confirme son dynamisme (6,4%), quand la Chine ralentit (4,5%), freinée par l'immobilier. Les prix de l'énergie restent sous pression d'offre abondante, et les denrées se stabilisent grâce à des récoltes record, bien que la volatilité persiste. Les métaux pourraient surperformer, portés par la double transition. Les risques restent orientés à la baisse : tensions géopolitiques, incertitudes commerciales, surendettement et aléas climatiques pourraient raviver l'inflation et freiner la reprise.
- ⇒ **Zone euro** : croissance à 1,3% en 2026 après 1,5% en 2025, selon le FMI : reprise en Allemagne (1,1% après 0,2%), en France (1,0% après 0,9%) et en Italie (0,7% après 0,5%) ; ralentissent en Espagne (2,3% après 2,8%).
- ⇒ **Euro** : à 1,18 dollar le 24 février, en repli de 1,6% depuis son pic fin janvier mais en hausse de 12,5% sur un an.
- ⇒ **Pétrole** : 71 dollars le baril de Brent le 24 février, en hausse de 14% depuis début 2026.



## Tendances sectorielles



- ⇒ **Secteur primaire** : niveau remarquable du taux de remplissage des barrages de 70,7% au 20 février 2026, en hausse de 43,1 points en un an ; évolution positive des exportations des produits de l'agriculture, sylviculture et chasse (+3,6% à fin 2025) ; hausse de la valeur des débarquements de la pêche côtière et artisanale (+4,9% à fin janvier 2026).
- ⇒ **Secteur secondaire** : évolution positive des secteurs manufacturier (VA : +4,3% à fin septembre ; TUC : +1 point à 78,7% à fin 2025), extractif (production de phosphate : +7,5% à fin 2025) et de l'énergie électrique (production : +5% à fin 2025) ; repli des ventes de ciment (-18,8% à fin janvier 2026).
- ⇒ **Secteur tertiaire** : poursuite de la consolidation des secteurs du tourisme à fin 2025 (arrivées : +14% ; nuitées : +8,8% ; recettes voyages : +20,6%) et du transport (passagers de l'aérien : +14,7% en janvier 2026 ; trafic portuaire global : +8,9% à fin 2025) ; performance positive du secteur des télécommunications à fin septembre 2025 (parcs mobile et internet : +1,5% et +3,1% respectivement).



## 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, dans un contexte de baisse de l'IPC (-0,8% en janvier 2026, après +2% en janvier 2025). Elle bénéficie également de l'évolution positive, à fin 2025, des transferts des MRE (+2,6%) et des crédits à la consommation (+5%), ainsi que de la création de 249.000 postes d'emplois rémunérés en 2025.
- ⇒ **Intensification de l'effort d'investissement**, stimulé par les grands chantiers structurants et la hausse des dépenses d'équipement du Budget Général de l'Etat (+15,1% à fin janvier 2026). Cette dynamique serait également soutenue par l'évolution favorable, à fin 2025, des recettes des IDE (+28%), des importations des biens d'équipement (+13,3%) et des crédits à l'équipement (+25,4%).

**1,18**  
(le 24 février)



Parité euro/dollar

**71 \$/baril**  
(le 24 février)



Brent

**70,7%**  
(20 février)



Taux de remplissage  
des barrages

**19,8 millions**  
(+14% à fin 2025)



Arrivées touristiques



### Echanges extérieurs

- ⇒ Hausse des exportations de 2,8% à fin 2025, due essentiellement à l'augmentation des ventes à l'étranger de phosphates et dérivés (+14,6%), de l'aéronautique (+10%) et des autres extractions minières (+1,3%).
- ⇒ Accroissement des importations de 8% à fin 2025, tiré par l'ensemble des groupes de produits, à l'exception des importations des produits énergétiques qui ont reculé de 5,5%.
- ⇒ Hausse du déficit commercial de 15,8% et repli du taux de couverture 2,9 points, atteignant 57% à fin 2025.
- ⇒ Avoirs Officiels de Réserve : couverture de 5 mois et 23 jours d'importations de biens et services à fin 2025.



### Finances publiques

- ⇒ Déficit budgétaire de 9,6 milliards de dirhams à fin janvier 2026, contre un déficit de 6,9 milliards l'année précédente, résultant, particulièrement, d'une baisse des recettes ordinaires (-8,3%), conjuguée à une quasi-stagnation des dépenses globales (+0,2%).



### Financement de l'Economie

- ⇒ Accélération de la croissance des crédits bancaires à +8% à fin décembre 2025 après +4,4% un an auparavant, évolution qui a concerné aussi bien les crédits au secteur financier (+23,2% après +13,8% à fin décembre 2024), que les crédits au secteur non financier (+4,7% après +2,6% à fin décembre 2024), dont les crédits aux ménages (+3,6% après +1,7%) et les crédits aux sociétés non financières (+1,9% après +1,5%).
- ⇒ Léger repli des indices MASI et MASI 20 à fin janvier 2026 (-1% et -2,9% respectivement par rapport à fin décembre 2025) et quasi-stagnation de la capitalisation boursière (+0,1% à 1041,6 milliards de dirhams).

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

**+14,6%**  
(fin 2025)



**Exportations phosphates et dérivés**

**-5,5%**  
(fin 2025)



**Facture énergétique**

**+8%**  
(fin 2025)



**Crédits bancaires**

**-1% et -2,9%**  
(fin jan-26/fin déc-25)



**MASI et MASI 20**



# ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

# 1. ECONOMIES AVANCEES

## États-Unis : croissance revue à la hausse pour 2026, soutenue par un essor des investissements liés à l'IA

2,2%  
(en 2025)



USA

Croissance économique

2,4%  
(en 2026)



USA

Croissance économique

4,3%  
(en janvier)



USA

Taux de chômage

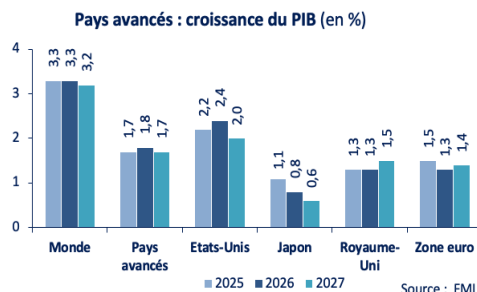
2,4%  
(en janvier)



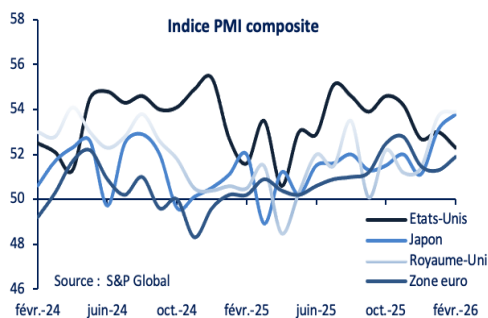
USA

Taux d'inflation

Le FMI a relevé ses prévisions de croissance pour les États-Unis à 2,4% en 2026 (après 2,2% en 2025), une dynamique portée par l'essor des investissements dans l'intelligence artificielle (IA). Toutefois, l'activité reste freinée par l'incertitude commerciale, des tarifs élevés et une désinflation plus graduelle que prévu. Dans ce contexte, la Fed devrait procéder à un assouplissement monétaire très progressif en 2026. Par ailleurs, le déficit budgétaire reste élevé et la dette publique poursuit sa trajectoire ascendante.



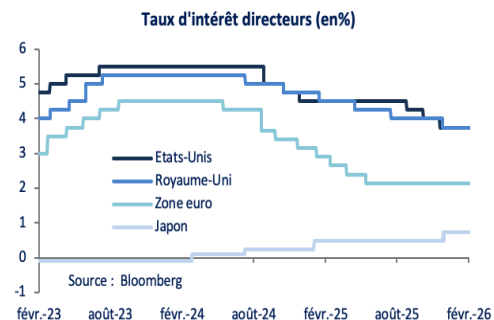
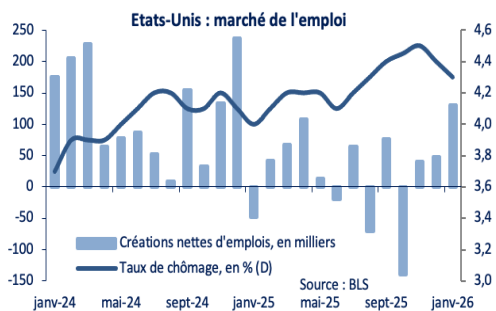
La croissance s'est modérée au T4-2025 (1,4% en rythme annualisé après 4,4% au T3). L'activité a pâti du shutdown d'octobre-novembre, qui a fait chuter les dépenses publiques (-5,1% après 2,2%). La consommation privée s'est essoufflée (2,4% après 3,5%) tandis que l'investissement fixe s'est raffermi (2,6% après 0,8%).



Les données récentes confirment un ralentissement de l'activité. L'indice PMI flash composite s'est établi à 52,3 en février (contre 53,0 en janvier), son plus bas niveau depuis dix mois. Cette modération touche à la fois les services (52,3 contre 52,7) et l'industrie (51,2 contre 52,4), dans un contexte de demande atone, de conditions météo défavorables et de pressions sur les prix. De même, les ventes au détail ont stagné en décembre après +0,6% en novembre, illustrant un essoufflement de la demande fin 2025.

Toutefois, l'indice de confiance des ménages (Michigan) a progressé pour le 3ème mois consécutif à 57,3 en février, son plus haut depuis un an, soutenu par les gains boursiers. Il demeure toutefois historiquement faible.

Le marché de l'emploi américain a surpris en janvier 2026 avec 130k créations nettes de postes, un plus haut depuis fin 2024, nettement au-dessus des attentes (70k). Ce sursaut est toutefois nuancé par une révision massive de l'année 2025 : la croissance moyenne n'a finalement été que de 15k emplois par mois, contre 49k initialement estimés. En outre, le taux de chômage a reflué à 4,3% en janvier contre 4,4% en décembre, un repli en trompe-l'œil qui masque surtout une érosion du taux d'activité.



La Fed a maintenu ses taux (3,50-3,75%) en janvier, après trois baisses fin 2025. Jerome Powell a évoqué une pause prolongée, soulignant une croissance résiliente, un marché du travail plus stable et une inflation encore élevée (2,4% en janvier après 2,7% en décembre). Les minutes du FOMC révèlent toutefois des divergences : certains membres envisagent de nouvelles baisses si la désinflation se confirme, tandis que d'autres jugent nécessaire de maintenir, voire relever les taux si l'inflation persistait.

### **Encadrement judiciaire des prérogatives tarifaires : un tournant pour la politique commerciale américaine**

Le 20 février 2026, la Cour suprême des États-Unis a rendu un arrêt historique en invalidant, par 6 voix contre 3, l'usage de la loi sur les pouvoirs d'urgence économique (IEEPA) pour imposer des droits de douane généralisés. La plus haute juridiction a jugé que cette prérogative relevait exclusivement du Congrès et nécessitait une délégation législative explicite, considérant que le recours à ce texte excédait les prérogatives reconnues à l'exécutif en matière fiscale. Cette décision annule une part substantielle des hausses tarifaires appliquées depuis 2025 et réduit mécaniquement le taux moyen effectif des droits de douane américains, ramené de 13,6% à environ 10,2% selon les estimations de Bloomberg Economics. Elle ouvre également un contentieux budgétaire considérable : les recettes perçues sous l'IEEPA sont estimées entre 129 et 170 milliards de dollars, et le Trésor a indiqué que les procédures de remboursement, déjà engagées par certains importateurs, pourraient s'étaler sur plusieurs années.

#### **L'activation de la Section 122 : un ajustement législatif immédiat**

L'administration a répondu sans délai au vide juridique ainsi créé. Depuis le 24 février 2026 à 00h01 (EST), une surtaxe universelle de 10% ad valorem est applicable, fondée sur la Section 122 du Trade Act de 1974. Ce texte autorise l'exécutif à agir temporairement en cas de déséquilibre de la balance des paiements, sans aval préalable du Congrès. Le taux, qui pourrait être porté à 15% (plafond légal), s'ajoute aux droits sectoriels existants (Sections 232 et 301). La mesure est temporaire : elle expirera au bout de 150 jours, soit le 24 juillet 2026, à quelques mois des élections de mi-mandat, sauf prolongation votée par le Congrès. Sont explicitement exemptés les produits du Canada et du Mexique conformes à l'ACEUM, les biens en transit antérieurs au 24 février, les dons humanitaires, certaines filières agricoles, aéronautiques, pharmaceutiques et électroniques, ainsi que les engrais, les métaux critiques et autres produits stratégiques.

#### **Une redistribution des compétitivités au niveau mondial**

Ce basculement vers un taux uniforme produit des effets différenciés selon les partenaires commerciaux. Les pays précédemment soumis à des droits de douane élevés — comme la Chine, l'Inde et le Brésil (tarifs moyens dépassant 30%) — voient leur charge fiscale s'alléger sensiblement, retrouvant une meilleure compétitivité sur le marché américain. À l'inverse, les partenaires et alliés traditionnels disposant d'accords préférentiels — comme l'Union européenne, le Royaume-Uni et le Japon — voient leur avantage comparatif réduit : leurs produits sont désormais soumis au cumul de la Section 122 et des droits existants, sans bénéficier de l'exemption automatique accordée aux membres de l'ACEUM (Canada et Mexique).

#### **Le Maroc : entre préservation partielle et incertitudes persistantes**

Les engrais phosphatés (dont DAP/MAP produits par l'OCP) sont inscrits dans les annexes d'exclusion en tant que produits critiques pour la sécurité alimentaire américaine, échappant ainsi à la surtaxe. Toutefois, le droit compensateur (CVD), ramené à 16,81% en novembre 2025, demeure applicable, en attente du Sunset Review (révision quinquennale) prévu en mars 2026. Au-delà des phosphates, l'autre exemption la plus significative pour le Maroc est l'aéronautique (moteurs, pièces et composants d'aéronefs civils). Pour les autres exportations couvertes par l'Accord de Libre-Échange (ALE) de 2006, l'incertitude persiste. Contrairement au Canada et au Mexique, le Maroc ne dispose pas encore d'une exemption explicite pour la Section 122. Le maintien des avantages préférentiels au titre de l'ALE — notamment dans les secteurs automobile et textile — dépendrait de l'issue des consultations bilatérales.

#### **Perspectives : une phase de transition stratégique de 150 jours, sous haute tension**

Cette phase transitoire constitue un pont législatif avant l'échéance estivale. Des enquêtes accélérées (Sections 232 et 301) ont d'ores et déjà été ordonnées sur les secteurs des batteries, de la chimie et de l'automobile, en vue d'établir d'éventuelles mesures ciblées avant juillet 2026. Sur le plan institutionnel, l'arrêt de la Cour suprême marque un tournant structurel majeur : il encadre plus strictement la discrétion présidentielle en matière d'urgence économique et réaffirme le rôle central du Congrès dans la conduite de la politique commerciale. Pour le Maroc, au-delà de l'enjeu bilatéral direct, la recomposition des flux mondiaux et l'évolution de la demande européenne, premier débouché du royaume, appellent une vigilance soutenue et un suivi rapproché des développements en cours.

## Zone euro : croissance résiliente et inflation maîtrisée, mais disparités nationales persistantes

**1,5%**

(en 2025)



**Zone euro**

Croissance économique

**1,3%**

(en 2026)



**Zone euro**

Croissance économique

**0,3%**

(au T4-2025)



**Zone euro**

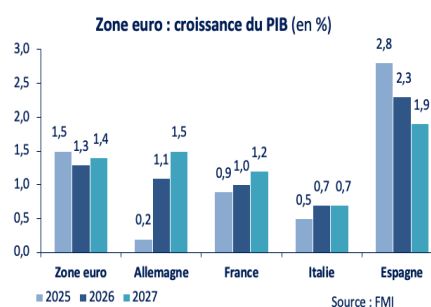
Croissance économique

L'économie de la zone euro reste globalement résiliente. Après une croissance estimée à 1,5% en 2025, l'activité ralentirait légèrement à 1,3% en 2026 avant de se raffermir à 1,4% en 2027, selon le FMI, portée par une demande intérieure plus dynamique et un redressement progressif du commerce extérieur.

La consommation tient bon, soutenue par un marché du travail robuste, le reflux de l'inflation et la progression des revenus réels. À l'inverse, l'investissement privé demeure entravé par l'incertitude, malgré un assouplissement des conditions de financement. En parallèle, l'investissement public joue un rôle de soutien actif grâce aux fonds européens (NGEU) et aux plans de relance nationaux.

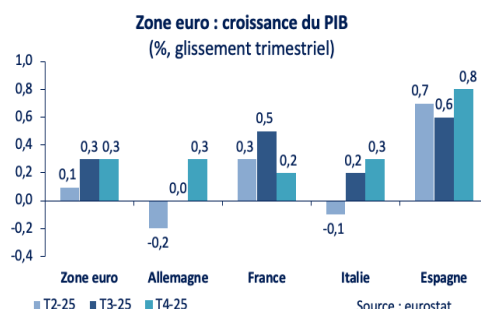
La reprise reste néanmoins exposée à un contexte international fragile. Tensions commerciales et incertitudes protectionnistes pourraient pénaliser les exportations et freiner l'investissement. Sur le front interne, des obstacles structurels persistent : vieillissement démographique, faible progression de la productivité, besoins colossaux liés à la transition énergétique et retard compétitif dans les technologies avancées.

Les perspectives nationales demeurent contrastées. L'Allemagne amorçe un redressement progressif (1,1% en 2026 après 0,2% en 2025, selon le FMI), porté par un rebond de la consommation et de l'investissement public (infrastructures, défense)<sup>1</sup>, après une récession marquée en 2023-2024. La France devrait connaître une reprise modérée (1,0% après 0,9%), tandis que l'Italie resterait à la traîne (0,7% après 0,5%), freinée par une demande molle, un ajustement budgétaire graduel et des rigidités structurelles.



À l'inverse, l'Espagne continuerait de surperformer ses pairs, bien que son rythme de croissance ralentisse (2,3% en 2026 après 2,8% en 2025 et un pic de 3,5% en 2024). Cette résilience 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'atouts stratégiques dans les domaines des énergies renouvelables et des services à haute valeur ajoutée.

Au T4-2025, la croissance de la zone euro est restée stable à +0,3%, confirmant une reprise graduelle. Elle est soutenue par la consommation des ménages et l'investissement, tandis que la contribution du commerce extérieur demeure contrastée. Les dynamiques nationales divergent : l'Espagne mène la croissance (+0,8%), l'Allemagne et l'Italie rebondissent (+0,3% chacune), tandis que la France ralentit (+0,2%). Sur un an, la croissance ressort à 1,3%, et atteint 1,5% pour l'ensemble de 2025, au-dessus des attentes.



Les données récentes montrent des évolutions contrastées, avec des disparités nationales persistantes.

<sup>1</sup> 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.

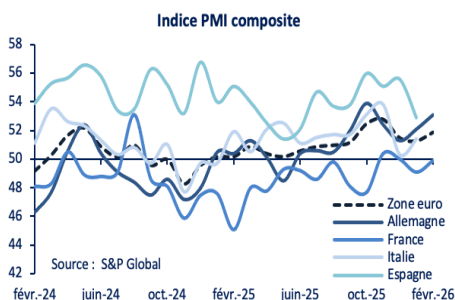
51,9

(en février)



Zone euro

Indice PMI composite



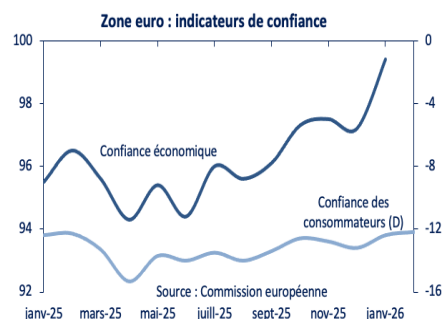
En février 2026, l'activité du secteur privé en zone euro accélère : l'indice PMI flash composite progresse à 51,9 (après 51,3 en janvier), son plus haut depuis novembre. Cette dynamique est portée par le rebond de l'industrie (50,8 après 49,5), qui renoue avec la croissance pour la première fois depuis août, tandis que les services confirment leur expansion (51,8 après 51,6). Les nouvelles commandes marquent le pas, pénalisées par le repli persistant de la demande étrangère. L'emploi recule légèrement pour le deuxième mois consécutif.

Les disparités nationales persistent. L'Allemagne accélère nettement (53,1 après 52,1) tandis que la France se stabilise (49,9 après 49,1).

En décembre, la production industrielle de la zone euro a chuté de 1,4% sur un mois, sa plus forte baisse depuis avril, après une hausse de 0,3% en novembre (chiffre révisé en baisse). Le repli est marqué dans les biens d'équipement (-1,9% après +2,6%) et plus modéré dans l'énergie (-0,3%), les biens non durables (-0,3%) et intermédiaires (-0,1%). Seuls les biens durables ont progressé légèrement (+0,2%). Toutes les grandes économies ont reculé : Allemagne (-2,7%), France (-0,7%), Italie (-0,4%) et Espagne (-2,7%). Sur un an, la hausse a ralenti à 1,2% après 2,2% en novembre. Sur l'ensemble de 2025, la production industrielle a rebondi de 1,5%.

La dynamique de la consommation s'est également essoufflée en fin d'année. Les ventes au détail en zone euro ont reculé de 0,5% en décembre, après une hausse de novembre (+0,1 %). La baisse provient surtout du non-alimentaire (-1,2%), tandis que les ventes alimentaires progressent marginalement (+0,1%) et que le carburant stagne. Le recul est prononcé en France (-1,4%), en Espagne (-0,9%) et en Italie (-0,5%), alors que l'Allemagne affiche une légère hausse (+0,1%). Sur un an, la croissance ralentit nettement à 1,3% (après 2,4%).

Toutefois, l'indice de sentiment économique (ESI) a rebondi à 99,4 en janvier, son plus haut niveau depuis janvier 2023, après un creux de 97,2 en décembre. L'amélioration est portée par l'industrie (+1,7), les services (+1,2 point), le commerce de détail (+0,9) et les ménages (+0,8), tandis que les anticipations d'inflation des consommateurs reculent sensiblement. Le redressement est généralisé parmi les grandes économies, notamment en France (+5,8), en Allemagne (+3,0), en Espagne (+1,7) et en Italie (+1,3), signalant un regain de confiance en début d'année.



Le marché de l'emploi en zone euro a clôturé 2025 sur une note de résilience inattendue, malgré l'essoufflement économique de la fin l'année.

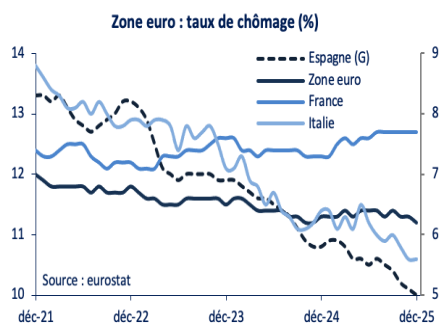
6,2%

(en décembre)



Zone euro

Taux de chômage



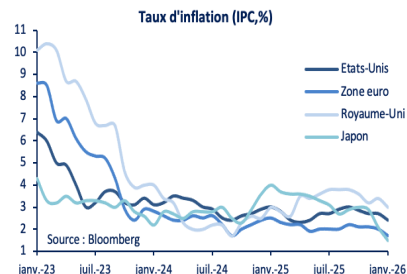
En décembre, le taux de chômage a reflué à 6,2% (contre 6,3% en novembre), rejoignant ses plus bas historiques. Le nombre de demandeurs d'emploi a ainsi diminué de 61k en un mois. Le chômage des jeunes a également baissé (-0,1 point m/m à 14,3%), mais reste élevé. Des disparités nationales persistent : le chômage a reculé en Italie (-0,8 point sur un an à 5,6%) et en Espagne (-0,8 à 10,0%), mais a rebondi en France (+0,4 à 7,7%) et en Allemagne (+0,3 à 3,8%). Les tensions sur le marché du travail restent globalement modérées.

**1,7%**  
(en janvier)



**Zone euro**  
Taux d'inflation

L'inflation en zone euro a poursuivi son reflux en janvier, s'établissant à 1,7%, son plus bas niveau depuis septembre 2024, contre 2,0% en décembre<sup>2</sup>. Accentué par un euro fort, ce repli est porté par une chute des prix de l'énergie (-4,1% après -1,9%) et un apaisement des services (3,2%, au plus faible en quatre mois). En revanche, l'inflation des produits alimentaires non transformés accélère (4,4% après 3,5%). L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentaire) recule à 2,2%, au plus bas depuis octobre 2021.



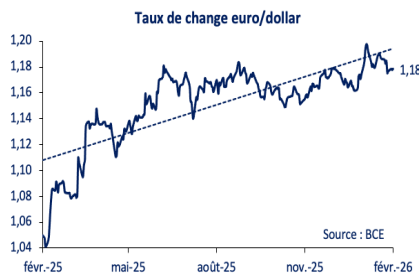
Selon la dernière enquête de la BCE (février), l'inflation en zone euro devrait s'établir à 1,8% en 2026 et remonter à 2,0% en 2027, retournant ainsi à l'objectif à moyen terme. Les prévisions de croissance sont légèrement relevées à 1,2% pour 2026 et 1,4% pour 2027, portées par la résilience de l'économie malgré un environnement mondial difficile. La désinflation se poursuit, mais reste freinée par une inflation des services plus persistante, toujours au-dessus de 3%. Le scénario demeure exposé aux risques géopolitiques, aux tensions commerciales et à l'évolution des salaires dans les services.

Dans ce contexte, lors de sa réunion de politique monétaire de janvier 2026, la BCE a maintenu ses taux directeurs inchangés pour la cinquième fois consécutive (dépôt 2,00%, refinancement 2,15%, prêt marginal 2,40%), confirmant une posture toujours attentiste. Elle anticipe une inflation stabilisée autour de 2% à moyen terme, tout en soulignant une conjoncture résiliente mais incertaine. Christine Lagarde a réaffirmé une approche strictement dépendante des données, avertissant que les prochains chiffres pourraient être volatils et qu'aucune trajectoire prédéfinie n'était arrêtée. Les marchés tablent sur un statu quo prolongé, sous réserve des risques géopolitiques et commerciaux.

**1,18**  
(le 24 février)



**Zone euro**  
Parité euro/dollar



Sur le marché des changes, l'euro évoluait autour de 1,18 dollar le 24 février, en retrait de 1,6% par rapport à son pic du 28 janvier (1,20 dollar), un plus haut depuis mi-2021. Le repli récent reflète le rebond du dollar, soutenu par des données américaines solides et des minutes de la Fed aux accents restrictifs, qui ont tempéré les attentes de baisses rapides des taux. Le billet vert profite également de son statut de refuge face aux tensions géopolitiques (Iran) et à la remontée des prix pétroliers.

L'euro conserve toutefois une hausse de 12,5% sur un an face au dollar, grâce à des soutiens structurels : croissance européenne revue à la hausse, inflation proche de la cible, marché du travail résilient et maintien attendu des taux de la BCE<sup>3</sup>. La relance budgétaire allemande et son rôle de diversification face au dollar renforcent également son attrait.

<sup>2</sup> Parmi les grandes économies de la zone euro, l'inflation harmonisée a ralenti en France (0,4% après 0,7%), en Italie (1,0% après 1,2%) et en Espagne (2,4% après 3,0%), mais a augmenté légèrement en Allemagne (2,1% après 2,0%). Les écarts d'inflation entre pays persistent.

<sup>3</sup> Toutefois, de nouvelles incertitudes pèsent sur la monnaie unique : les rumeurs de départ anticipé de Christine Lagarde font craindre une transition politique complexe à la tête de la BCE.

## Japon : croissance résiliente, sur fond d'ambition budgétaire et de normalisation monétaire prudente

**1,1%**

(en 2025)



**Japon**

Croissance économique

L'économie japonaise fait preuve d'une résilience remarquable face à un environnement extérieur dégradé, soutenue par une demande intérieure robuste, sur fond de normalisation monétaire graduelle de la Banque du Japon et de soutien budgétaire ciblé. Après une croissance de 1,1% en 2025, le FMI table désormais sur une expansion de 0,8% en 2026 (contre 0,7% dans les prévisions de janvier), avant un ralentissement à 0,6% en 2027. Cette vigueur relative est portée par un écart de production positif, les entreprises faisant face à d'importantes pénuries de main-d'œuvre.

La demande intérieure reste le principal moteur de la croissance. Les salaires réels, bien que toujours sous pression, bénéficient d'une amélioration graduelle grâce à des hausses de salaires nominaux historiques et à un ralentissement de l'inflation. Celle-ci est attendue à 2,1% en 2026 et devrait converger vers l'objectif de 2% de la Banque du Japon (BoJ) d'ici 2027. Les investissements des entreprises demeurent dynamiques, soutenus par des profits élevés, des réformes de gouvernance d'entreprise réussies et des subventions publiques pour les transitions verte et numérique.

En revanche, la demande extérieure constitue un frein. Les tensions géopolitiques, notamment les récentes frictions avec la Chine, pèsent sur les échanges : le nombre de touristes chinois a chuté de 45% en glissement annuel en décembre 2025, affectant les exportations de services. Par ailleurs, les incertitudes liées aux nouvelles mesures protectionnistes américaines, malgré un accord commercial majeur prévoyant 550 milliards de dollars d'investissements japonais aux États-Unis, créent un environnement complexe pour les exportateurs<sup>4</sup>.

Enfin, alors que la Banque du Japon réduit ses achats d'obligations, la vulnérabilité du pays à une perte de confiance des marchés s'accroît : toute inflexion perçue comme un relâchement budgétaire, notamment sur la taxe à la consommation, pourrait entraîner une hausse des primes de risque sur une dette publique déjà la plus élevée des pays développés.

**0,8%**

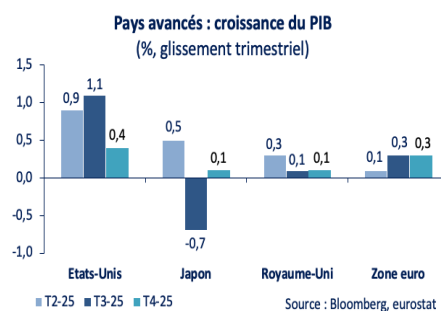
(en 2026)



**Japon**

Croissance économique

L'économie japonaise a amorcé une reprise fragile en fin 2025. Le PIB a rebondi de 0,2% en rythme annualisé au T4 2025, bien en deçà des attentes, après une contraction révisée de 2,3% au T3, la plus forte en deux ans. La reprise a été soutenue par un redressement de l'investissement des entreprises, une légère contribution du commerce extérieur et la poursuite des dépenses publiques. En revanche, la consommation privée n'a progressé que de 0,1%, pénalisée par la persistance de l'inflation alimentaire.



Les données récentes restent contrastées. La consommation privée montre des signes de fatigue en décembre avec un net recul des ventes au détail (-2,0% m/m après +0,7% en novembre et +1,6% en octobre). Le moral des ménages s'est en revanche amélioré en janvier (37,9 points après 37,2 en décembre), atteignant son plus haut niveau depuis avril 2024. Côté offre, la production industrielle a légèrement reculé en décembre (-0,1% m/m après -2,7% en novembre), traduisant des ajustements de fin d'année, mais a rebondi en glissement annuel (+2,6%), signe d'une normalisation progressive après la faiblesse observée à l'automne.

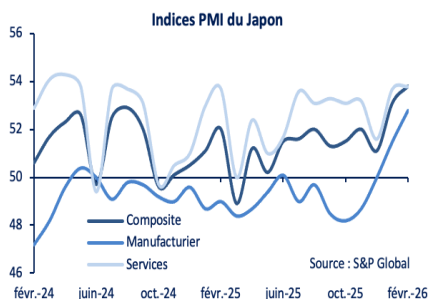
<sup>4</sup> L'accord-cadre de juillet 2025 avec Washington, officialisé en septembre, a ramené les droits sur l'automobile à 15%, atténuant la pression sur le secteur. En contrepartie, Tokyo a engagé 550 milliards de dollars d'investissements aux États-Unis, dont un premier volet de 36 milliards a été dévoilé en février 2026. Toutefois, des incertitudes persistent quant à son application face à de nouvelles mesures tarifaires américaines, après par la décision de la Cour suprême américaine

**53,8**

(en janvier)

**Japon**

Indice PMI composite



L'activité du secteur privé s'est nettement accélérée en début 2026. L'indice PMI composite (53,8 en février après 53,1 en janvier) a atteint son plus haut niveau depuis mai 2023, soutenu par une reprise à la fois dans l'industrie (52,8 après 51,5) et les services (53,8 après 53,7). La croissance manufacturière a atteint un pic de près de quatre ans. Les commandes à l'export progressent au plus vite en huit ans et les carnets se remplissent. L'emploi reste solide. Les coûts et prix de vente augmentent, sur fond de pressions persistantes.

Le policy mix japonais s'ajuste début 2026 sous l'impulsion du gouvernement Takaichi, conforté par sa large victoire aux législatives du 8 février. Le plan de relance de 21,3 trillions de yens ( $\approx$  136 Mds USD) cible désormais prioritairement l'IA, la défense et le pouvoir d'achat via la suspension prévue de la taxe de 8 % sur l'alimentation. Malgré une dette à 230 % du PIB, les rendements des JGB à 10 ans se sont détendus vers 2,1 % en février (contre 2,34 % en janvier), portés par l'accalmie de l'inflation.

**2,1%**

(le 20 février)

**Japon**

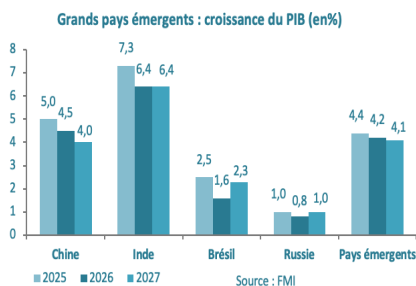
Rendement des obligations d'État à 10 ans

En effet, l'inflation globale a chuté à 1,5 % en janvier (contre 2,1 % en décembre), son plus bas niveau depuis 2022, sous l'effet des subventions énergétiques. L'inflation sous-jacente a reflué à 2,0 %, atteignant enfin la cible de la Banque du Japon (BoJ). Dans ce contexte, la BoJ a maintenu son taux directeur à 0,75 % en janvier. Si elle a relevé ses prévisions de croissance pour 2026 à 1,0 %, ce ralentissement des prix lui offre une marge de manœuvre inattendue, repoussant les anticipations de hausses de taux immédiates.

Le yen demeure toutefois sous pression, glissant au-delà de 155 JPY/USD mi-février après avoir brièvement touché 152 fin janvier. Cette volatilité reflète le contraste entre la pause monétaire à Tokyo et la résilience des taux américains. La crédibilité de la trajectoire budgétaire "active mais responsable" de Takaichi reste le pivot central pour stabiliser durablement la monnaie et le marché obligataire nippons.

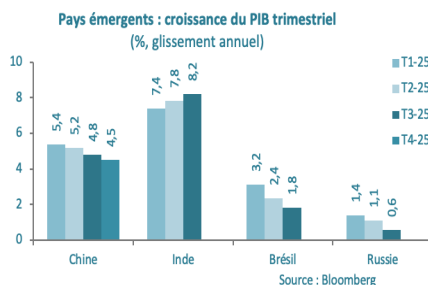
## 2. ÉCONOMIES EMERGENTES

### Chine : croissance sous pression, entre excédent extérieur record et fragilités structurelles internes



L'économie chinoise a clôturé 2025 sur une croissance de 5,0%, conforme à l'objectif officiel, mais aborde 2026 avec des vents contraires plus marqués. Cette performance repose notamment sur des exportations robustes et des soutiens publics ciblés, masquant la fragilité de la demande intérieure et la 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 contexte international contraignant.

Les perspectives restent contraintes par la contraction prolongée de l'investissement résidentiel, ainsi que par la montée des tensions commerciales et technologiques au niveau mondial. L'économie demeure exposée à des défis structurels profonds : vieillissement démographique, chômage des jeunes persistant (16,5% en décembre 2025), ralentissement de la productivité et endettement élevé des collectivités locales. Les pressions déflationnistes persistent, l'inflation ayant atteint seulement 0% en moyenne en 2025.

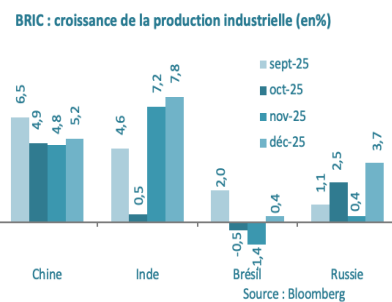


Au T4 2025, la croissance du PIB chinois a ralenti à 4,5% (contre 4,8% au T3), marquant son plus faible rythme depuis trois ans. Ce tassement reflète une demande intérieure fragile – la consommation n'ayant contribué qu'à hauteur de 2,4 points – et une crise immobilière persistante avec un recul de l'investissement résidentiel de 17% sur l'année. L'excédent commercial record a partiellement compensé ces faiblesses, contribuant pour 1,4 point à la croissance du trimestre.

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%.



En revanche, la production industrielle a accéléré à +5,2% en décembre, après +4,8% en novembre, soutenue par une hausse de l'industrie manufacturière (+5,7%). Sur l'ensemble de l'année 2025, la production industrielle a augmenté de 5,9%. De même, l'activité privée s'est renforcée en janvier, avec un indice PMI composite en hausse (à 51,6 après 51,3 en décembre), soutenu par une accélération des services (52,3 après 52,0) et une légère reprise du secteur manufacturier (50,3 après 50,1).



### 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.

**0,2%**  
(en janvier)



**Chine**

Taux d'inflation

L'inflation a nettement ralenti en janvier, avec un IPC à 0,2% sur un an (contre 0,8% en décembre), son plus bas depuis huit mois, sous l'effet d'un effet de base défavorable lié au Nouvel An lunaire 2025 et du recul des prix alimentaires (-0,7% contre 1,1%). L'inflation sous-jacente reste modérée (à 0,8% après 1,2%)<sup>5</sup>. Sur un mois, l'IPC progresse de 0,2% comme en décembre, signalant une demande intérieure encore fragile malgré les mesures de soutien.

Dans ce contexte contrasté, la Banque populaire de Chine (PBoC) maintient une posture prudente. Les taux préférentiels de prêt (LPR) à 1 an et à 5 ans sont restés inchangés début 2026 pour un huitième mois consécutif, tandis que la banque centrale privilégie des injections ciblées de liquidité et un soutien sélectif au crédit, signalant l'absence d'assouplissement massif à court terme.

Sur le plan budgétaire, le déficit public effectif a atteint 4,2% du PIB fin 2025, porté par l'émission de 1,5 trillion de yuans d'obligations spéciales ultra-longues<sup>6</sup>. Ces fonds soutiennent la "reprise verte" et le désendettement des gouvernements locaux, mais l'effet multiplicateur reste bridé : la demande de crédit des ménages demeure atone et l'investissement immobilier a encore reculé de 17% sur un an. Les autorités privilégient ainsi des mesures ciblées et une gestion serrée des risques financiers, afin de soutenir l'activité sans raviver les déséquilibres ni accroître excessivement la dette locale.

Face à cette demande intérieure hésitante, le levier monétaire cède la place à un renforcement du yuan. La monnaie chinoise poursuit son redressement amorcé fin 2025, profitant d'un excédent courant record de 3,3% du PIB et d'une stabilisation des flux de capitaux. Cette fermeté du change témoigne d'une volonté politique d'ancrer la confiance internationale, malgré les défis structurels du marché domestique.

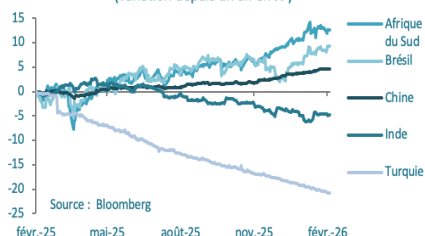
**6,86**  
(le 25 février)



**Chine**

Parité USD/CNY

Evolution des monnaies contre dollar  
(variation depuis un an en %)



Le yuan s'établit autour de 6,86 pour un dollar le 25 février, son plus haut depuis avril 2023, poursuivant son redressement, après être passé sous le seuil de 7,00 fin 2025. En un an, la monnaie a gagné 5%, sa plus forte hausse depuis cinq ans. Cette dynamique est portée par un excédent courant record et la réduction du différentiel de taux avec les États-Unis. Le FMI note une dépréciation réelle du yuan due à la faible inflation et appelle à plus de flexibilité, alimentant les anticipations d'appréciation.

La PBoC continue de lisser le mouvement, tandis que les marchés prévoient une progression graduelle, certains scénarios évoquant une parité à 6,70 - 6,80 en 2026.

<sup>5</sup> En parallèle, la déflation industrielle persiste, mais continue de s'atténuer. Les prix à la production ont reculé de 1,4% en janvier 2026 (contre -1,9% en décembre), marquant le 40e mois consécutif de baisse, la plus faible depuis juillet 2024. Cette amélioration reflète une demande soutenue dans certains secteurs et une moindre pression concurrentielle, mais des surcapacités structurelles demeurent.

<sup>6</sup> 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 : un moteur de croissance mondiale en pleine accélération, grâce à une demande intérieure robuste

**7,3%**  
(en 2025)



**Inde**  
Croissance économique

**8,2%**  
(au T3-2025)



**Inde**  
Croissance économique

**59,3**  
(en février)



**Inde**  
Indice PMI composite

**2,8%**  
(en janvier)



**Inde**  
Taux d'inflation

**-25 pb**  
(en décembre)



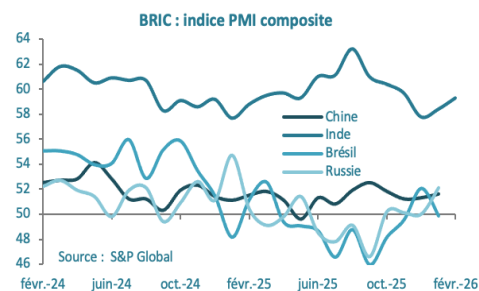
**Inde**  
Taux d'intérêt directeur

Les perspectives économiques de l'Inde restent solides, faisant du pays un moteur clé de la croissance mondiale. Selon les dernières prévisions du FMI (janvier 2026), la croissance du PIB est estimée à 7,3% pour l'exercice 2025-2026, soit une révision à la hausse de 0,2 point, tirée par une demande intérieure robuste 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 au monde. L'Inde devrait contribuer à hauteur de 17% à la croissance mondiale en 2026, selon le FMI.

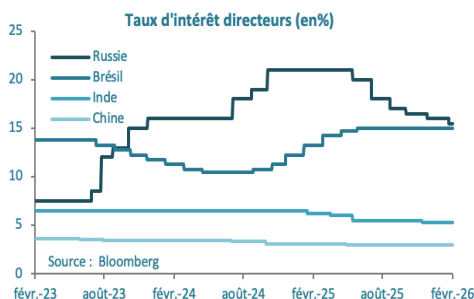
Le policy-mix demeure accommodant mais prudent. La Reserve Bank of India (RBI) a maintenu son taux directeur (repo rate) à 5,25% en février 2026, après l'avoir abaissé de 125 pb en 2025, jugeant les risques équilibrés. Sur le plan budgétaire, le gouvernement a présenté un budget axé sur la discipline, avec un déficit public ciblé à 4,3% du PIB pour 2026-2027 (contre 4,4% en 2025-2026) et des dépenses d'investissement maintenues à un niveau élevé, soutenant l'activité sans relâchement excessif. Le FMI a salué cette trajectoire, encourageant l'Inde à poursuivre ses efforts de consolidation budgétaire.

Au troisième trimestre 2025 (juillet-septembre), la croissance a atteint 8,2% en glissement annuel, un plus haut en six trimestres, soutenue par la vigueur de la consommation (+7,9%) et par l'investissement public. La valeur ajoutée a été tirée par l'industrie manufacturière, la construction et les services financiers et professionnels, confirmant la solidité du cycle domestique.

Les données à haute fréquence restent globalement favorables. La production industrielle a confirmé son rebond en décembre (+7,8% après +7,2% novembre), portée par une reprise post-festive des secteurs manufacturier (+8%), minier (+6,8%) et de l'électricité (+6,3%). En outre, le PMI flash composite (59,3 en février après 58,4 en janvier) signale un renforcement de l'activité privée. L'expansion concerne tant le secteur manufacturier (57,5 après 55,4) que celui des services (58,4 après 58,5).



L'inflation indienne s'est nettement redressée à 2,8% en janvier 2026 (contre 1,3% en décembre selon l'ancienne base), revenant ainsi dans la fourchette cible de la RBI (2-6 %) pour la première fois depuis août 2025. Cette remontée reflète l'atténuation de la déflation alimentaire, les prix des denrées progressant de 2,1% après plusieurs mois négatifs. Elle intervient dans un contexte de changement méthodologique majeur : le nouvel IPC, dont la base a été décalée à 2024, réduit le poids de l'alimentation à 37% (contre près de 46% auparavant) et intègre de nouveaux postes comme les services numériques. Les hausses des prix sont marquées dans les soins personnels et la santé, tandis que le transport reste modéré. La RBI anticipe désormais une inflation moyenne de 2,1% pour 2025/26 et une remontée graduelle vers 4% en 2026/27.



Profitant d'une inflation maîtrisée et d'une croissance solide du PIB (+8,2% au T3-2025), la RBI a conservé une posture mesurée. Après avoir abaissé son taux repo de 25 pb en décembre, à 5,25%, elle l'a maintenu inchangé en février 2026, tout en confirmant une orientation favorable à la liquidité. L'institution a relevé sa prévision de croissance pour 2025/26 à 7,4% et projette une inflation moyenne de 2,1%, estimant que l'équilibre macroéconomique demeure favorable.

Toutefois, cette orientation accommodante, conjuguée aux sorties de capitaux, continue d'exercer des pressions sur le change et sur la balance des paiements.



La roupie indienne reste sous pression, évoluant autour de 91 INR pour un dollar le 25 février 2026, en baisse de 5% sur un an<sup>7</sup>. Après avoir franchi brièvement le seuil de 92 USD/INR le 28 janvier, elle a bénéficié d'un répit grâce à l'accord commercial conclu avec les États-Unis début février, qui a ramené les droits de douane américains de 50% à 18%. Les pressions persistent toutefois : sorties de capitaux étrangers (près de 11 milliards de dollars depuis début 2026), demande soutenue de dollars par les importateurs, et flambée des prix du pétrole liée aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient<sup>8</sup>. La RBI intervient régulièrement pour lisser les mouvements, sans défendre de niveau spécifique<sup>9</sup>, maintenant sa stratégie de « filet de sécurité » face à une monnaie dont la dépréciation modérée préserve la compétitivité. Les marchés anticipent une fourchette de 89 à 93 USD/INR sur l'année, l'accord commercial ayant toutefois réduit les risques de baisse excessive.

En somme, pour pérenniser sa croissance économique robuste, l'Inde doit transformer ses réformes structurelles en gains de productivité, notamment en modernisant sa logistique et en intégrant davantage de main-d'œuvre qualifiée sur le marché de l'emploi. Ces leviers sont cruciaux pour contrer un environnement extérieur marqué par le protectionnisme<sup>10</sup> et la volatilité des prix des matières premières.

Le pays dispose toutefois d'atouts structurels uniques : un dividende démographique (âge médian 28,4 ans, 1 Md de personnes en âge de travailler d'ici 2030), une classe moyenne dont la consommation tire désormais 60% du PIB, et une attractivité renforcée pour les investisseurs cherchant une alternative résiliente à la Chine. La montée en puissance technologique, couplée à une stabilité macroéconomique retrouvée, place l'Inde dans une position favorable pour absorber les chocs mondiaux tout en s'affirmant comme le nouveau poumon de l'économie mondiale.

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



L'économie brésilienne aborde 2026 sur un net ralentissement, sous l'effet d'une politique monétaire parmi les plus restrictives des émergents et d'une consolidation budgétaire graduelle. Le FMI table sur une croissance de 1,6% en 2026 après 2,5% en 2025 et 3,4% en 2024. Le taux Selic, maintenu à 15% début 2026 — un plus haut depuis 2006 — freine le crédit et l'investissement. La dette publique brute, projetée à 83,6% du PIB pour 2026 par le Trésor national (et à 96% selon les critères du FMI), accroît la sensibilité aux chocs de taux et de change. La consommation de services reste toutefois soutenue par un marché du travail encore solide.

Une reprise modeste à 2,7% est attendue en 2027<sup>11</sup>, à mesure que les conditions financières se normalisent et que les effets de la réforme de la fiscalité indirecte se matérialisent. Les avancées commerciales avec les États-Unis apportent un soutien marginal<sup>12</sup>. La trajectoire dépendra néanmoins de la crédibilité budgétaire, condition d'un assouplissement monétaire durable et d'un retour de la confiance.

<sup>7</sup> La roupie s'est dépréciée d'environ 5% en 2025, figurant parmi les moins performantes des marchés émergents..

<sup>8</sup> Malgré ces pressions, les réserves de change de la RBI demeurent solides, dépassant les 700 Mds USD en février 2026, après un léger recul lié aux interventions sur le marché des changes fin 2025. Ce niveau reste confortable — couvrant largement environ 11 mois d'importations — et rassure les investisseurs quant à la capacité de la banque centrale à lisser la volatilité si nécessaire.

<sup>9</sup> 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 ».

<sup>10</sup> Toutefois, les tensions commerciales entre l'Inde et les États-Unis se sont nettement apaisées début 2026. Le 6 février, les deux pays ont conclu un accord-cadre : Washington a réduit de 50% à 18% les droits de douane sur les produits indiens, levant notamment la surtaxe de 25% liée aux importations de pétrole russe. En contrepartie, New Delhi s'est engagé à cesser ses achats de brut russe et à importer pour 500 milliards de dollars de produits américains sur cinq ans. L'accord prévoit aussi une baisse des droits indiens sur les biens industriels et agricoles américains. La signature du traité final est attendue d'ici mars. L'incertitude persiste toutefois sur l'application des tarifs, suite au pivot judiciaire du 20 février.

<sup>12</sup> Le 20 février 2026, la Cour suprême américaine a annulé les surtaxes ciblées de 2025 (jusqu'à 50%). En réponse, Washington a instauré le 24 février un tarif universel de 10% sur les importations brésiennes pour une durée de 150 jours (une hausse vers 15% est envisagée). Principal bénéficiaire, le Brésil voit ses tarifs baisser, avec des exemptions stratégiques pour des secteurs clés (viande bovine, jus d'orange, minéraux critiques, aéronautique/Embraer), ce qui limite l'impact sur son économie. Cependant, les droits de douane de 50% sur l'acier et l'aluminium persistent, et des enquêtes "Section 301" pourraient raviver des tensions commerciales. Une rencontre entre Lula et Trump en mars pourrait consolider cette normalisation, tandis que le Brésil diversifie ses partenariats.

49,9

(en janvier)



Brésil

Indice PMI composite

4,4%

(en janvier)



Brésil

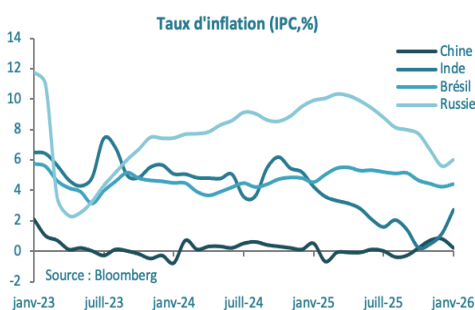
Taux d'inflation

Les données récentes confirment l'essoufflement. Au T3-2025, le PIB a progressé de 1,8% sur un an, au plus bas depuis plus de trois ans, après +2,4% au T2 et +3,8% au T1. L'agriculture (+10,1%) a porté l'activité, tandis que l'industrie (+1,7%) et surtout les services (+1,3%) ont ralenti.

Les indicateurs à haute fréquence signalent une détérioration marquée fin 2025-début 2026, avec une divergence persistante entre industrie et services. La production industrielle a chuté de 1,2% m/m en décembre, sa plus forte baisse depuis juillet 2024, avec un recul marqué dans l'automobile (-8,7%), la chimie (-6,2%) et la métallurgie (-5,4%). Sur un an, la production progresse toutefois de 0,4%, mettant fin à deux mois de contraction.

En parallèle, le PMI composite est retombé à 49,9 en janvier (après 52,1 en décembre), signalant une activité privée quasi stagnante. Les services ralentissent nettement (51,3 après 53,7), tandis que le secteur manufacturier se contracte davantage (47,0 après 47,6), affecté par la baisse des commandes et de l'emploi.

La consommation reste contrastée. Les ventes au détail ont reculé de -0,4% en décembre (après +1,0% en novembre). Elles ont toutefois progressé de +2,3% sur un an, portant la croissance 2025 à +1,6%, son neuvième exercice d'expansion consécutif, confirmant ainsi la résilience relative de la demande intérieure.



L'inflation (IPC) a rebondi à 4,4% en janvier (après 4,3% en décembre), restant nettement au-dessus de la cible médiane de 3% de la banque centrale (BCB)<sup>13</sup>. Les anticipations (Focus) demeurent élevées, à 4,0% pour 2026 et 3,8% pour 2027, même si la BCB projette un retour vers 3,2% d'ici le T3 2027. Dans ce contexte, la BCB conserve une posture restrictive : elle a reconduit le taux Selic à 15% en janvier pour la cinquième fois consécutive, maintenant ce plus haut niveau depuis 2006 pour ancrer les anticipations.

La BCB souligne des risques haussiers liés à l'inflation des services et au taux de change, ainsi que des risques baissiers en cas de ralentissement plus marqué ou de baisse des matières premières. Cette politique restrictive pèse désormais sur les secteurs dépendants du crédit, confirmant le ralentissement attendu en 2026<sup>14</sup>.

Parallèlement, la trajectoire de la dette publique reste préoccupante<sup>15</sup>. 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 (révision de la règle d'indexation du salaire minimum, découplage de certaines dépenses obligatoires, meilleur ciblage des programmes sociaux) afin de restaurer durablement la crédibilité budgétaire, la capacité d'action des pouvoirs publics et la confiance des marchés.

<sup>13</sup> Les hausses les plus marquées concernent le logement (10,1%), l'éducation (6,0) et les services personnels (5,8%), tandis que l'alimentation (2,2%) et les transports (2,4%) progressent plus modérément.

<sup>14</sup> Toutefois, à moyen terme, les perspectives ouvrent la voie à un possible assouplissement monétaire. Les marchés anticipent désormais un début de cycle de baisse des taux à partir du deuxième trimestre 2026, sous réserve d'une désinflation confirmée et d'une stabilisation des anticipations. Toutefois, ce scénario reste tributaire de la crédibilité budgétaire et de l'évolution du cadre politique à l'approche des échéances électorales, ainsi que des conditions financières internationales et du taux de change.

<sup>15</sup> Selon le rapport Focus de la Banque centrale du 18 février 2026, la dette brute est projetée à 83,8% du PIB pour 2026, et devrait poursuivre sa progression pour atteindre 101,2% en 2035. Les économistes estiment que des surplus primaires supérieurs à 2 % du PIB seraient nécessaires pour stabiliser la trajectoire de la dette.

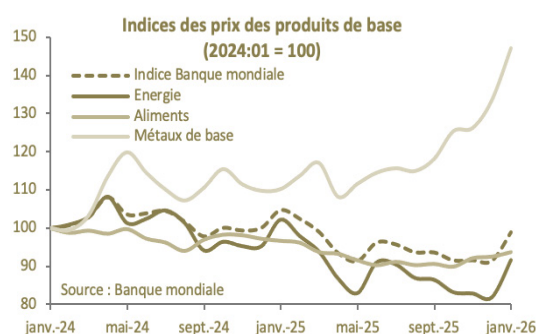
### 3. MARCHES DES MATIERES PREMIERES

**Rebond des prix en début 2026, notamment de l'énergie et des métaux, soutenu par une demande globalement résiliente et des contraintes d'offre, dans un contexte géopolitique et climatique perturbé**

Après la correction baissière de 2023-2024, les prix des matières premières ont évolué de manière contrastée en 2025, sur fond de dynamiques sectorielles divergentes et d'une croissance mondiale inégale. La tendance s'est toutefois inversée en début 2026. Cette remontée traduit une demande globalement résiliente, conjuguée à des contraintes d'offre multiples, dans un contexte géopolitique et climatique très perturbé.

En janvier, l'indice des prix de la Banque mondiale a rebondi de 8% par rapport à décembre, porté par une hausse quasi-généralisée, plus marquée pour l'énergie et les métaux.

Ainsi, l'indice de l'énergie a progressé de 12%, tiré par l'envolée du gaz naturel américain (+78%) et la hausse du pétrole (+6,5% pour le Brent). L'indice hors énergie a augmenté de 3%, soutenu par les métaux de base (+10%) et surtout les métaux précieux (+17%), dont l'or (+10%) et l'argent (+48%). Les prix alimentaires ont légèrement augmenté (+1,3%), malgré un recul des boissons (-7,5%), tandis que les matières premières agricoles (+1,3%) et les engrais (+2,4%) ont confirmé leur orientation haussière.



Ce rebond quasi-généralisé déguise 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 rebondi nettement début 2026 sous l'effet des tensions géopolitiques (Moyen-Orient, Venezuela) et des conditions hivernales sévères (provoquant une flambée du gaz naturel des deux côtés de l'Atlantique Nord).

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 des tensions sur l'offre (restrictions chinoises, production iranienne limitée) et une demande internationale ferme.

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. Le cuivre a atteint un sommet historique en janvier, franchissant la barre de 13 000 \$/t, en hausse de 10% sur un mois et de 45% sur un an.

Parallèlement, les métaux précieux ont connu une hausse exceptionnelle. L'or s'est envolé en janvier (+10% sur un mois et 44% sur un an), dépassant brièvement les 5 400 \$/once, malgré une correction en fin de mois et une volatilité accrue en février. L'argent a également flambé en janvier (+48% m/m et +203% sur un an), atteignant des sommets historiques au-delà de 118 \$/once, avant de reculer vers 80 \$/once en février. Ces records ont été portés par un dollar affaibli et leur rôle de valeur refuge face aux tensions géopolitiques (Iran, Venezuela, Groenland) et aux incertitudes économiques.

À l'horizon 2026, la Banque mondiale anticipe une modération des cours des produits de base (-7% en moyenne), tirée par une croissance mondiale atone et un surplus pétrolier : les prix de l'énergie reculeraient d'environ 10%, avec un Brent proche de 60 \$/bbl. Cette trajectoire est toutefois déjà bousculée en début d'année : en janvier 2026, l'indice énergie a rebondi de 12% (tiré par le pétrole et le gaz naturel) et l'indice hors énergie a progressé de 3%, porté par les métaux industriels et surtout les métaux précieux. Côté agricole, les prix sont attendus globalement stables à légèrement baissiers en 2026 (avec une baisse marquée des boissons), mais restent exposés aux aléas climatiques.

Au total, l'équilibre reste précaire, sous l'effet combiné des risques géopolitiques, des ruptures d'offre et d'une demande structurelle liée à l'IA et à la transition énergétique, susceptible de raviver la volatilité à tout moment.

**Brent : 71 \$/baril**

**Gaz butane : 544 \$/tonne**

(le 24 février)

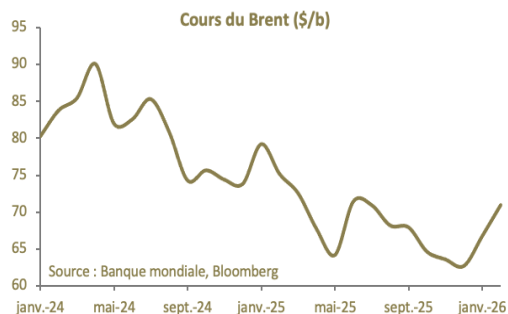


**Produits énergétiques**

## Pétrole : rebond conjoncturel, suite à des risques géopolitiques, mais tendance structurellement baissière

Après six mois de repli continu fin 2025, le Brent a rebondi à 67 dollars le baril (\$/b) en janvier (+6,5% sur un mois), mais reste en baisse de 16% sur un an.

En février, le Brent a oscillé autour de 70 \$/b, avec un pic à 73 \$/b le 11 février, son plus haut depuis fin juillet 2025. Le 24 février, il s'établissait à 71 \$/b, en hausse de 14% depuis début 2026 et de 19% par rapport au creux de mi-décembre (60 \$/b), le plus bas depuis février 2021.



La remontée des prix début 2026 s'explique par une prime de risque géopolitique (tensions États-Unis-Iran, risque sur le détroit d'Ormuz) et par des perturbations temporaires d'offre liées aux conditions hivernales, qui ont ravivé les craintes sur l'approvisionnement, tandis que les incertitudes autour du conflit Russie-Ukraine continuent d'alimenter la volatilité. Toutefois, le marché demeure instable, oscillant entre épisodes de tension et fondamentaux globalement baissiers.

Le marché pétrolier connaît un changement structurel, marqué par une offre abondante dépassant une demande modérée, dynamique appelée à persister en 2026. Après l'équilibre précaire de 2022-2024, le marché est entré dans un large excédent, estimé à environ 2,2 millions de barils par jour (mbj) en 2025 et qui devrait atteindre 3,7 mbj en 2026, selon l'Agence internationale de l'énergie (AIE)<sup>16</sup>. La persistance de l'excédent s'explique par une expansion robuste de l'offre mondiale (+2,4 mbj en 2026 après +3,1 mbj en 2025), qui continue de devancer une croissance atone de la demande (+0,85 mbj après +0,77 mbj).

Du côté de l'offre, la hausse reste tirée par les producteurs hors OPEP+ (+1,2 mbj en 2026 après +1,8 mbj en 2025), notamment États-Unis, Brésil, Guyane, et, sous hypothèse de maintien de l'accord, par une contribution comparable de l'OPEP+ (+1,2 mbj après +1,3 mbj). Bien que le groupe ait annoncé une pause des hausses pour le premier trimestre 2026, reconduite le 1er février, il a réaffirmé sa flexibilité à réintroduire jusqu'à 1,65 mbj supplémentaire selon les conditions du marché, ce qui pèserait durablement sur les prix<sup>17</sup>.

Du côté de la demande, la croissance demeure historiquement faible, freinée par une conjoncture mondiale molle, l'électrification et les substitutions énergétiques. La demande des pays de l'OCDE stagne, tandis que la progression se concentre dans les économies émergentes, sans suffire à absorber l'expansion de l'offre. Le relais de croissance chinois est désormais limité (+0,2 mbj après +0,3 mbj en 2025).

En conséquence, le biais reste résolument baissier. La Banque mondiale anticipe un Brent moyen à 60 \$/b en 2026, et l'EIA table même sur 58 \$/b, en net repli par rapport aux 69 \$/b de 2025. Des chocs d'offre (sanctions, escalade au Moyen-Orient, contraintes de raffinage) peuvent provoquer des pics temporaires, mais l'excédent anticipé limite structurellement le potentiel d'une hausse durable.

<sup>16</sup> Agence internationale de l'énergie (AIE), Oil Market Report – February 2025, février 2025.

<sup>17</sup> L'OPEP+ a piloté une normalisation progressive de son offre en 2025. Après avoir rétabli 2,2 millions de barils par jour (mbj) de coupes volontaires entre avril et septembre, l'alliance a entamé en octobre la réduction graduelle d'une seconde tranche de 1,65 mbj (par paliers de +137 kbj). Face aux risques d'excédent massif en 2026, le groupe a suspendu tout nouvel accroissement pour le premier trimestre lors de ses réunions de fin 2025, décision reconduite début février 2026. Tout en confirmant son cadre de coopération jusqu'à fin 2026, l'alliance maintient une flexibilité totale — incluant d'éventuelles coupes supplémentaires — et prépare activement l'échéance post-2026 via un audit externe des capacités de production de ses membres, confié à un cabinet américain. La prochaine réunion est prévue le 1er mars 2026.

### Dualité et incertitudes du marché pétrolier au premier trimestre 2026

Le marché pétrolier reste tiraillé entre des fondamentaux baissiers (fort surplus attendu) et une prime de risque géopolitique (notamment autour de l'Iran) qui provoque des épisodes de tension sur les cours. Les échanges à l'International Energy Week à Londres (9–13 février) illustrent cette coexistence de deux narratifs difficilement conciliables.

#### 1) Un excédent d'offre structurel face à une demande plafonnée

Selon Agence internationale de l'énergie (rapport de février 2026), l'offre mondiale progresserait de +2,4 mbj en 2026 (après +3,1 mbj en 2025), alors que la demande n'augmenterait que de +0,85 mbj, laissant un surplus massif d'environ 3,7 mbj<sup>18</sup>. La hausse d'offre est portée tant par l'alliance OPEP+ que par les producteurs non-OPEP+ (États-Unis, Brésil, Guyane), tandis que la demande reste freinée par une conjoncture mondiale molle, l'essoufflement du relais chinois et l'électrification accélérée des transports.

#### 2) Le paradoxe de la disponibilité des stocks ("surplus invisible")

L'incertitude vient aussi de la localisation des stocks : une partie de l'excédent est immobilisée dans des stocks stratégiques (notamment en Chine) et/ou dans des cargaisons sous sanctions, avec des volumes significatifs en stockage flottant<sup>19</sup>. Tant que ces barils ne reviennent pas vers les circuits "standards", leur effet baissier sur Brent/WTI reste partiel.

#### 3) Géopolitique : une asymétrie des risques

Le risque baissier correspond à une désescalade (Ukraine/Moyen-Orient) qui ferait retomber la prime : Citi évoque un scénario de retour vers ~60–62 \$/b en cas d'apaisement à l'horizon mi-2026. À l'inverse, une escalade impliquant l'Iran (risque sur Ormuz, par où transite 20% du pétrole mondial) peut déclencher des hausses rapides. Goldman Sachs estime qu'une réduction de 1 mbj de l'offre iranienne justifierait une hausse de 8 \$/b. Le Brent a déjà touché un pic à 73 \$/b en février, illustrant cette sensibilité.

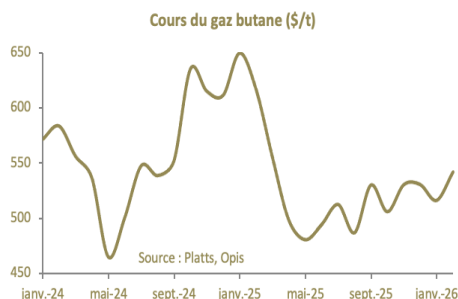
#### Perspective à court terme

Le marché demeure dans une phase d'attente tendue, le Brent oscillant autour de 70-73 \$/b en février. À court terme, l'équilibre reste précaire : la prime géopolitique peut dominer, mais en l'absence de choc durable, le surplus anticipé et les accumulations de stocks devraient peser plus nettement sur les prix au T2 2026.

<sup>18</sup> En 2025, les stocks globaux ont déjà bondi de 477 millions de barils, le plus fort accroissement annuel depuis 2020.

<sup>19</sup> Selon la société de suivi Vortexa, environ 143 millions de barils de brut russe stagnaient en mer mi-février, faute d'acheteurs immédiats, soit l'équivalent de la moitié de la production mensuelle russe. L'AIE précise que 72% des stocks flottants sont liés à des barils sous sanctions.

## Gaz butane : tension hivernale et prime de risque, mais plafonnement par l'abondance des flux américains



Après un apaisement en janvier, les prix du butane ont rebondi en février, sous l'effet conjugué de la demande saisonnière et des tensions géopolitiques.

Ils se sont établis à 516 \$/t en moyenne en janvier, en baisse de 3% sur un mois et de 21% sur un an, mais en hausse de 7% depuis leur creux de mai 2025. Le butane a atteint un pic à 555 \$/t le 11 février, son plus haut depuis début décembre, avant de reculer à 544 \$/t le 24 février, affichant +5% depuis début 2026.

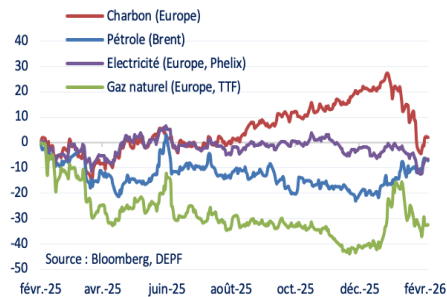
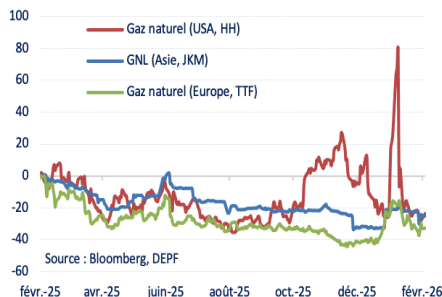
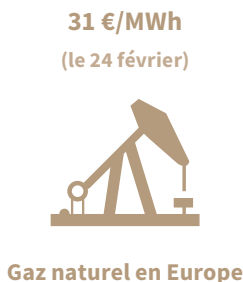
Cette fermeté reflète d'abord des facteurs saisonniers. D'une part, la demande hivernale de chauffage en Europe et en Asie soutient les prix. D'autre part, l'offre se resserre temporairement en Europe en raison d'arrêts/maintenance de raffineries en mer du Nord, contexte accentués par les sanctions européennes sur les flux russes. Depuis le 26 janvier 2026, le 19e paquet de sanctions de l'UE a étendu l'embargo sur certains segments LPG, dont le butane (n-butane et isobutane), qui bénéficiaient jusqu'alors d'une dérogation. Cette mesure prive le marché européen d'environ 250k tonnes de produits russes.

Cette tension est toutefois atténuée par des approvisionnements en provenance des États-Unis abondants et compétitifs : les exportations américaines se sont alourdies en butane (cargaisons "mixtes" propane-butane), et les terminaux du Golfe ont tourné au-delà de leur capacité nominale en janvier (taux d'utilisation ~104%), avec des extensions attendues au T2 2026.

Pour les perspectives 2026, le marché devrait rester tiraillé entre pics ponctuels (météo, logistique, maintenances, sanctions) et ancrage baissier/stabilisateur lié à la profondeur des flux américains, ce qui plaide pour une volatilité encore élevée mais des niveaux globalement plafonnés, hors choc majeur.

## Gaz naturel européen : pic du TTF en janvier, reflux ensuite, sur fond de stocks bas et "prime transatlantique"

Début 2026, le TTF a fortement bougé : il a culminé à 40 €/MWh le 23 janvier (plus haut depuis juin 2025), puis a reflué vers 31 €/MWh le 24 février (soit environ -23% depuis le pic, et -34% sur un an).



La détente de février tient surtout au désarmement de la prime de risque (craintes moindres de choc sur le GNL via le détroit d’Ormuz après des signaux politiques, dont des propos de Donald Trump sur une réponse “limitée” à l’Iran), à une météo plus douce et à une offre jugée plus fluide (flux norvégiens solides, reprise de la production américaine après des perturbations dues au froid sévère).

Mais le pic de janvier rappelle un risque de fond : les stocks étaient déjà très bas (environ 43% fin janvier, sous la moyenne quinquennale de 58%), rendant le marché hypersensible au froid et aux aléas d’offre<sup>20</sup>. Et cette nervosité s’inscrit dans un basculement stratégique : l’Union européenne programme la sortie du gaz russe d’ici 2027<sup>21</sup>. Or, le remplacement s’est fait via le GNL, surtout américain (≈58% des importations de GNL de l’UE en 2025 ; jusqu’à 60% en janvier 2026), ce qui “importe” une prime de risque transatlantique et rend le TTF plus sensible à la concurrence asiatique et aux chocs géopolitiques.

Malgré cette flambée ponctuelle, les perspectives pour 2026 restent orientées à la baisse, les analystes tablant sur une offre abondante de GNL en provenance de l’Atlantique et une demande européenne atone.

<sup>20</sup> Malgré la baisse des prix en février, le risque persiste. Les stocks européens sont tombés à 31% de remplissage le 20 février, leur plus bas niveau depuis la crise de 2022, contre une moyenne quinquennale de 48%, avec l’Allemagne sous les 21%. Le marché reste donc sous haute surveillance, prêt à renchérir au moindre coup de froid ou regain de tensions.

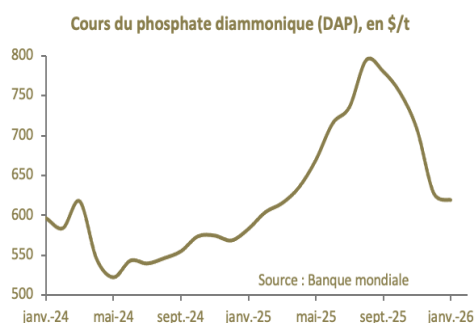
<sup>21</sup> La rupture avec la Russie est désormais calendrée : arrêt du GNL russe en deux temps (contrats courts au plus tard le 25 avril 2026, contrats longs au 1er janvier 2027) et extinction progressive du gaz par gazoduc à l’horizon 30 septembre 2027 (report possible au 1er novembre 2027 selon conditions).

619 \$/T  
(en janvier)



Engrais DAP

## Phosphates (DAP) : un repli des prix dû à l'attente de la demande et à un rééquilibrage de l'offre



En ce début 2026, les cours du phosphate diammonique (DAP) confirment leur tendance au repli amorcée à l'automne 2025. Sur le marché de référence US Gulf, le prix spot s'est établi à 619 USD/t en janvier, en recul de 1,3% sur un mois et de 22% par rapport au pic d'août 2025 (795 USD/t)<sup>22</sup>. Il conserve néanmoins une hausse de 6% sur un an. Cette détente s'explique d'abord par un marché moins "tendu" côté demande, puis par une offre perçue plus disponible.

### Côté demande : un attentisme marqué des principaux importateurs

Après les campagnes d'achat massives de 2025, la demande montre des signes de ralentissement. En Inde, premier importateur mondial, les opérateurs adoptent une posture attentiste, espérant une poursuite de la détente des prix. Cette prudence est partagée par d'autres marchés asiatiques, dans un contexte de stocks jugés confortables et de décalage des fenêtres d'achat. Toutefois, le Brésil maintient un rythme d'importations soutenu pour ses cultures de rente, soutenant les prix du MAP.

### Côté offre : Un assouplissement progressif des contraintes

L'offre mondiale connaît un certain relâchement. La Chine, dont les restrictions à l'exportation demeurent en place jusqu'à l'été 2026, a procédé à des délivrances de licences ponctuelles en 2025, injectant des volumes supplémentaires sur le marché. Parallèlement, les grands exportateurs que sont l'Arabie saoudite et le Maroc maintiennent des cadences élevées, contribuant à desserrer la tension sur l'offre. Enfin, la levée des droits de douane réciproques américains sur la majorité des engrais phosphatés en novembre 2025 a fluidifié les flux vers le marché nord-américain, malgré les droits compensateurs persistants (Maroc, Russie).

### Des coûts de production qui continuent de soutenir les cours

Si les prix baissent, leur niveau reste historiquement élevé, car soutenu par des coûts de production toujours très fermes. Le prix du soufre, intrant majeur dans les engrais phosphatés, a poursuivi sa hausse en ce début d'année (520 USD/t FOB Qatar en février), renchérissant les coûts de production et incitant les industriels à limiter leurs baisses de prix.

### Perspectives pour 2026 : une détente graduelle mais les prix restent historiquement élevés

Les institutions internationales tablent sur une poursuite de la normalisation du marché. La Banque mondiale anticipe ainsi un recul de 8,5% des cours du DAP sur l'ensemble de l'année 2026, pour s'établir autour de 650 \$/t, après une forte progression de 22% en 2025<sup>23</sup>. Cette correction serait portée par l'entrée en service de nouvelles capacités de production dans la région MENA et en Asie de l'Est, ainsi que par la stabilisation des coûts de l'énergie.

<sup>22</sup> Ce pic historique 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.

<sup>23</sup> Pour le Maroc, premier exportateur mondial de phosphates, cette évolution se traduit par un double effet. Si la baisse des prix peut peser sur les recettes d'exportation à court terme, l'assainissement du marché et le maintien de prix à des niveaux historiquement élevés confortent la rentabilité du secteur. Par ailleurs, le rééquilibrage de l'offre mondiale offre à l'OCP, acteur compétitif, des opportunités pour conforter ses parts de marché, notamment en Europe où les tensions commerciales persistent (avec la Russie notamment).

### 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, la stabilité des prix domestiques et l'approvisionnement de son industrie de batteries LFP en plein essor, 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 pour s'établir à 3,7 millions de tonnes, dont 2,5 de DAP. Ce déclin s'inscrit dans une tendance de fond, la Chine étant passée d'environ 11 millions de tonnes exportées en 2015 à près de 5 millions en 2025.

Ce mouvement s'est durci en décembre 2025 avec une directive de la Commission nationale du développement et de la réforme (NDRC) appelant à une suspension ordonnée des exportations de phosphates jusqu'en août 2026. Cette mesure vise à sécuriser les semis de printemps face à la hausse des coûts de production, notamment le soufre, mais également à réorienter les ressources phosphatées vers l'industrie domestique des batteries LFP, dont les expéditions mondiales ont bondi de 58% en 2025. 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 : stabilité des prix attendue en 2026, portée par une offre mondiale abondante

Après un net repli en 2025, les prix mondiaux des denrées restent globalement contenus en ce début 2026, sur fond d'offre globalement favorable et de demande mondiale relativement modérée.

Selon la FAO, l'indice des prix des produits alimentaires s'est établi à 123,9 points en janvier, en léger repli de 0,4% sur un mois, marquant ainsi son cinquième mois consécutif de baisse. Cette stabilité relative est confirmée par l'indice de la Banque mondiale, qui a enregistré un léger rebond en janvier (+1,3% sur un mois), freiné par le recul des cours du sucre (-1%), des huiles végétales (-0,8%) et des céréales (-0,5%), dont le blé (-2,5%) et le maïs (-0,6%). Les boissons, quant à elles, ont chuté de 7,5% sur le mois, portant leur baisse à 31% en glissement annuel.

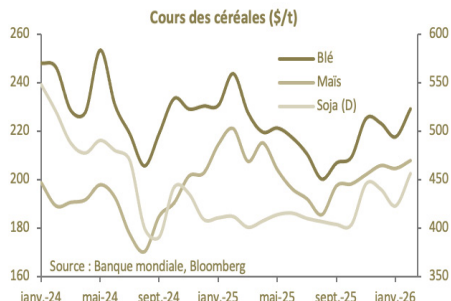
Pour l'ensemble de l'année 2026, les prix alimentaires devraient rester modérés, grâce à des disponibilités abondantes et à des récoltes prometteuses pour les principales cultures (blé, maïs, riz, sucre). Les projections de la Banque mondiale tablent sur une quasi-stabilité des prix alimentaires (-0,3% après -6% en 2025), avec un net repli du sucre (-3% après -17%), une légère baisse des huiles végétales (-0,4% après -2%). Pour les céréales, les perspectives de stabilité d'ensemble (+0,1% après -10% en 2025) cache des évolutions différenciées : rebond du blé dur (+4% après -9%) contre recul modéré du maïs (-1,5% après +7%) et du riz (-1% après -30%). Les risques restent relativement équilibrés, dominés par les aléas climatiques, les tensions commerciales et les coûts des intrants (énergie, engrais).

## Blé : biais baissier des cours dans un contexte d'offre mondiale confortable, malgré une volatilité climatique

**218 \$/T**  
(en janvier)



**Blé**



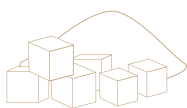
En janvier 2026, les prix du blé tendre (SRW) se sont établis à 218 \$/t, en baisse de 2,5% sur un mois et de 6% sur un an, sur fond d'une offre mondiale excédentaire. Ils restent toutefois en hausse de 9% depuis leur creux pluriannuel en août dernier.

Après avoir touché un point bas à 211 \$/t le 21 janvier, les cours ont rebondi de 12% à 241 \$/t le 20 février, leur plus haut depuis un an, soutenus par des conditions de gel sévères aux États-Unis et en Russie, faisant craindre des dégâts sur les récoltes d'hiver.

Toutefois, la tendance de fond reste dominée par des fondamentaux d'offre favorables. Selon la FAO, la production mondiale de blé atteindrait un niveau record d'environ 835 Mt en 2025/2026 (+4,5%, après +0,8% en 2024/2025), tandis que les stocks mondiaux de fin de campagne sont attendus à un plus-haut historique (+7% à 337 Mt), traduisant une situation d'approvisionnement globalement confortable. Le ratio stocks/utilisation atteindrait 31,8%, son plus haut niveau depuis 2001. Dans ce contexte, l'abondance des disponibilités exportables (notamment en Australie, Argentine, Union européenne, Russie et États-Unis) et une logistique globalement fluide continuent d'exercer une pression baissière sur les prix, malgré des épisodes de volatilité liés aux aléas climatiques, aux tensions commerciales et géopolitiques et aux appels d'offres.

## Sucre : des cours au plus bas depuis 2020, en raison d'un excédent d'offre face à une demande atone

**320 \$/T**  
(en janvier)



**Sucre**



Les prix du sucre brut (ISA) se sont établis en moyenne à 320 dollars la tonne en janvier 2026, marquant une baisse de 1% sur un mois et de 19% sur un an. Ils sont ensuite tombés à 300 \$/t mi-février, un plus bas depuis 2020, avant de remonter vers 313 \$/t le 24 février, ramenant ainsi la baisse en glissement annuel à 29%.

Cette correction reflète surtout une amélioration des perspectives d'offre mondiale, notamment au Brésil et en Inde, face à une demande modérée.

L'ISO (International Sugar Organization) anticipe un basculement d'un déficit d'environ 2,9 Mt en 2024/25 vers un excédent de 1,6 Mt en 2025/26<sup>24</sup>, sous l'effet d'une hausse de la production mondiale (+3,2% à 181,8 Mt)<sup>25</sup> plus rapide que celle de la consommation (+0,6% à 180,1 Mt).

<sup>24</sup> 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.

<sup>25</sup> 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).

Dans les principaux pays producteurs, les signaux sont globalement plus porteurs pour l'offre :

- Au Brésil, l'agence Conab a relevé sa projection 2025/26 à 45 Mt (+2%), favorisée par de meilleurs rendements et un mix davantage orienté vers le sucre<sup>26</sup>.
- En Inde, l'USDA projetait une production de 35 Mt (rebond marqué de +25%), tirée par une mousson favorable et l'expansion des surfaces cultivées. Toutefois, le scénario reste plus incertain, des estimations plus récentes évoquent une production inférieure aux prévisions (28,5-31 Mt selon sources), ce qui pourrait limiter les exportations, déjà soumises à un encadrement strict<sup>27</sup>.
- En Thaïlande, la production 2025/26 est attendue en hausse autour de 10,5 Mt (+5%, après +14% en 2024/25), même si les risques sanitaires et de prix pèsent sur la dynamique<sup>28</sup>.

Du côté de la demande, la croissance de la consommation mondiale du sucre s'essouffle, bridée par trois freins structurels :

- L'effet "GLP-1" : La diffusion des traitements amaigrissants (comme les agonistes GLP-1 dans certains marchés développés) est susceptible de réduire la consommation des produits sucrés.
- Le virage santé : L'évolution des habitudes de consommation, la pression réglementaire (taxes sucre) et le marketing nutritionnel poussent les industriels à réduire la part de saccharose dans leurs recettes.
- L'érosion du pouvoir d'achat : Malgré la normalisation des prix internationaux des denrées, l'inflation alimentaire persistante en rayon freine la consommation discrétionnaire, notamment dans les pays émergents.

Dans ce contexte, les cours conservent un biais baissier, avec des rebonds possibles en cas d'aléas climatiques, de variations du pétrole (arbitrage sucre/éthanol au Brésil) ou d'inflexions de politiques commerciales (décisions finales de New Delhi sur ses quotas d'exportation).

Pour le Maroc, importateur net de sucre, cette détente des prix constitue une évolution favorable, susceptible d'alléger la facture d'importation et la charge de compensation, offrant plus de marge de manœuvre aux finances publiques.

<sup>26</sup> 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.

<sup>27</sup> Le gouvernement indien a relevé son quota d'exportation de sucre pour la saison 2025/26, porté à 2 Mt en février 2026 (contre 1,5 Mt initialement autorisés en novembre 2025), marquant un retour de l'Inde sur le marché mondial après deux années de restrictions strictes. Toutefois, l'exécution pourrait rester limitée si les prix domestiques demeurent supérieurs aux prix mondiaux — l'écart actuel atteignant +50 \$/t avec seulement 197 000 t effectivement expédiées fin janvier.

<sup>28</sup> 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).



# ENVIRONNEMENT NATIONAL

# 1. TENDANCES SECTORIELLES

## Activités primaires

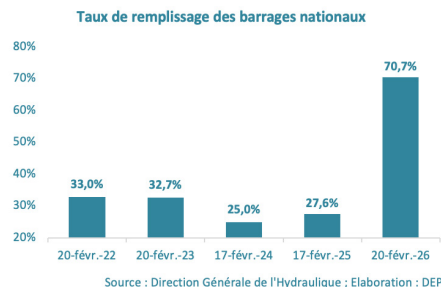
### Des conditions climatiques exceptionnelles qui annoncent une meilleure campagne agricole

La campagne agricole 2025-2026 bénéficie des précipitations exceptionnelles et généralisées sur l'ensemble du Royaume, enregistrées depuis la deuxième décennie de novembre 2025. Ces précipitations ont favorisé l'emblavement des sols et le renforcement des nappes phréatiques, ainsi qu'une reconstitution significative des niveaux de retenues dans les barrages nationaux.

**70,7%**  
(20 février)



Taux de remplissage des barrages



Au 20 février 2026, le taux de remplissage des barrages nationaux a atteint 70,7% contre 27,6% observé un an plus tôt, soit une progression de 43,1 points. Cette amélioration substantielle s'est accélérée ces deux derniers mois avec un gain additionnel de 37,3 points, enregistré entre le 22 décembre 2025 et le 20 février 2026. Ainsi, le volume des retenues dans ces barrages a atteint 11,8 milliards m3 à cette même date.

Cette évolution positive a bénéficié à l'ensemble des bassins hydrauliques du Royaume. Ainsi, le volume du bassin de Sebou a dépassé les 5 milliards m3 au 17 février 2026, en hausse de 2 milliards de m3. Celui d'Oum Er Rabia a enregistré un volume de 2,3 milliards m3 à la même date, alors qu'il ne dépassait pas les 254,3 millions m3 un an auparavant. Les retenues en eau du Loukkos ont atteint 1,8 milliards m3 (soit une hausse de 946,4 millions m3), celles de Souss Massa 398,8 millions m3 (en augmentation de 283,4 millions m3) et celles de Moulouya 435,7 millions m3 (soit un additionnel de 150,6 millions m3).

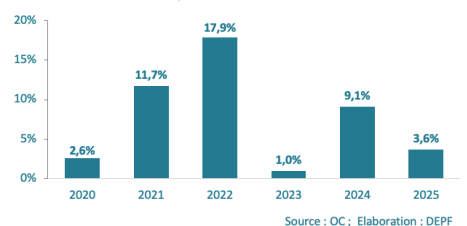
**+3,6%**  
(fin 2025)

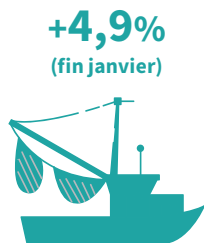


Exportations agriculture, sylviculture et chasse

Concernant les exportations du secteur de l'agriculture, sylviculture et chasse, leur valeur a avoisiné les 42,2 milliards de dirhams, à fin 2025, en amélioration de 3,6%, après une consolidation de 9,1% un an plus tôt.

Evolution des exportations du secteur d'agriculture, sylviculture et chasse

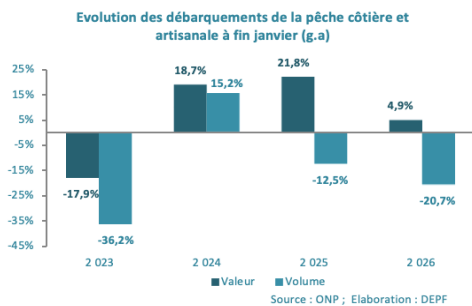




**+4,9%**  
(fin janvier)

Pêche côtière et artisanale (en valeur)

## Hausse de la valeur des débarquements de la pêche côtière début 2026



Les débarquements de la pêche côtière et artisanale ont entamé l'année 2026 avec une évolution positive, en valeur, soit une hausse de 4,9% en janvier, après un raffermissement de 21,8% un an plus tôt. Cette amélioration est principalement portée par la hausse de la valeur des captures de céphalopodes (+13%), tandis que celles des poissons blancs, des poissons pélagiques et des crustacés ont baissé de 25,9%, 39,9% et 9,1% respectivement.

En volume, ces débarquements ont diminué de 20,7% au cours du mois de janvier 2026. Ce repli est imputable aux conditions climatiques de ce mois-ci conjuguées à l'effet de basse saison pour plusieurs types de captures. Par segment, ce recul revient au retrait du volume des captures de poissons pélagiques de 56,8%, des poissons blancs de 33,1% et des crustacés de 7,1%, atténué par l'accroissement de celui des céphalopodes (+5,1%). En janvier 2025, le volume global de ces débarquements s'était replié de 12,6%.

## Activités secondaires

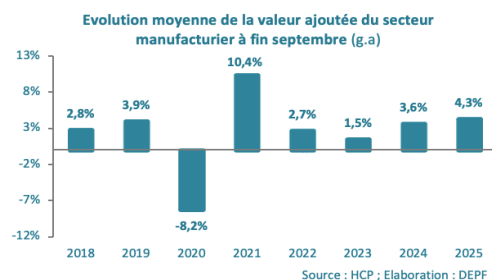
### Poursuite de la dynamique du secteur manufacturier à fin 2025

**+4,3%**  
(fin septembre)

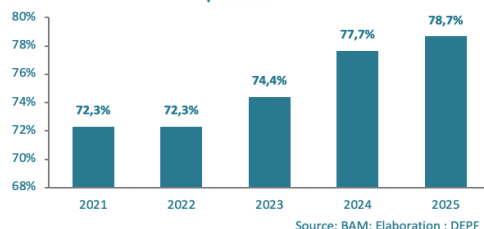


VA industrielle

La valeur ajoutée du secteur manufacturier a augmenté, en moyenne, de 4,3% au terme des neuf premiers mois de 2025, après une hausse de 3,6% un an plus tôt, recouvrant une croissance de 2,6% au troisième trimestre, de 6,9% au deuxième trimestre et de 3,4% au premier trimestre 2025.



Evolution du taux d'utilisation des capacités de production



Le secteur manufacturier aurait clôturé l'année 2025 avec un niveau record de son taux d'utilisation des capacités de production (TUC), d'après les derniers résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib. Ce taux a, en effet, atteint 78,7%, soit une hausse de 1 point par rapport à son niveau de 2024. Cette amélioration revient au raffermissement du TUC des secteurs de « textile et cuir » (+2 points), de l'« agroalimentaire » (+1,9 point) et de la « chimie et parachimie » (+1,3 point).

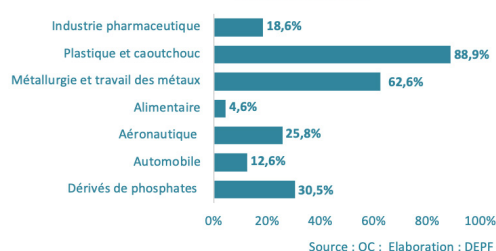
**78,7%** (+1 point)  
(fin 2025)



TUC

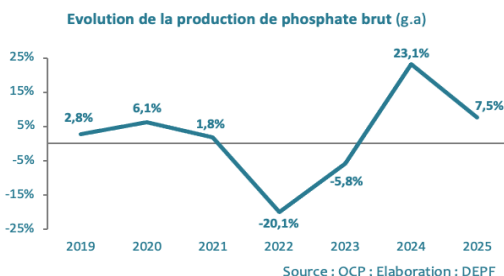
Concernant les exportations du secteur, elles ont majoritairement enregistré des croissances notables au cours du dernier mois de 2025, comme en attestent les exportations, en valeur, des dérivés de phosphates (+30,5%), de l'automobile (+12,6%), de l'aéronautique (+25,8%), de l'industrie alimentaire (+4,6%), de la métallurgie et travail des métaux (+62,6%), de l'industrie plastique et du caoutchouc (+88,9%) et de l'industrie pharmaceutique (+18,6%).

Evolution des exportations du secteur manufacturier en décembre 2025



A fin 2025, les ventes à l'étranger des dérivés de phosphates se sont raffermies, en valeur, de 14,3%, celles de l'aéronautique de 10%, celles de la métallurgie et travail des métaux de 26%, celles de l'industrie plastique et du caoutchouc de 56,2% et celles de l'industrie pharmaceutique de 1,1%.

## Secteur extractif : clôture de l'année 2025 sur une évolution positive



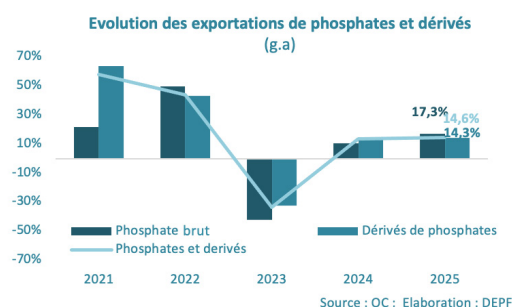
Le secteur extractif poursuit sa dynamique globalement favorable au terme de l'année 2025, avec une hausse de 7,5% de la production de phosphate brut, composante importante de l'activité du secteur, après une augmentation de 23,1% l'année dernière. De son côté, la production de ses dérivés a augmenté de 5,2%, après une croissance de 20,4% un an auparavant.

**+7,5%**  
(fin 2025)



Production de phosphate

S'agissant des exportations de phosphates et dérivés, leur valeur a dépassé les 99,8 milliards de dirhams à fin 2025, en consolidation de 14,6%, après une augmentation de 13,5% un an plus tôt. Cette progression revient au raffermissement des ventes à l'étranger des dérivés de phosphates (+14,3%, après +13,9%) et de celles de phosphate brut (+17,3%, après +10,6%). Quant à la valeur des expéditions des autres extractions minières, elle s'est améliorée de 1,3% à fin 2025.

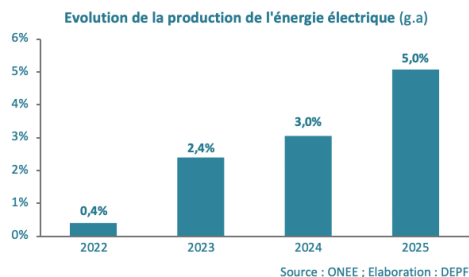


## Accélération de la croissance de la production de l'énergie électrique à fin 2025

**+5%**  
(fin 2025)



Energie électrique (production)



La production de l'énergie électrique au niveau national a clôturé l'année 2025 sur une accélération de sa croissance, avec une hausse de 5%, contre une amélioration de 3% un an plus tôt. Cette augmentation est due à la consolidation de la production privée d'électricité (+7%), de celle de l'ONEE (+4,2%) et, dans une moindre mesure, à l'accroissement de l'apport des tiers nationaux de 50,9%.

S'agissant de l'énergie nette appelée, sa croissance est passée de +3,9% fin 2024 à +7,3% fin 2025. Dans ces conditions, le volume importé de l'énergie électrique a augmenté de 34,8% à fin 2025, après une hausse de 25,3% un an plus tôt. Quant au volume exporté, il a reculé de 44,2%, après une baisse de 22,9% l'année dernière.

## Secteur du BTP : croissance plus soutenue de l'encours des crédits à l'immobilier à fin 2025

**-18,8%**  
(fin janvier)



Ventes de ciment

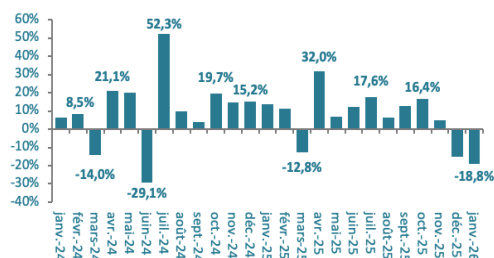
**+3,4%**  
(fin 2025)



Crédits à l'immobilier

Après une performance de +8,2% à fin 2025, les ventes de ciment ont entamé l'année 2026 avec une baisse de 18,8% en janvier contre une hausse de 13,8% un an plus tôt et ce, en raison des précipitations exceptionnellement importantes enregistrées ce mois-ci, occasionnant un ralentissement de l'activité sur les chantiers de construction.

Evolution des ventes mensuelles de ciment (g.a)

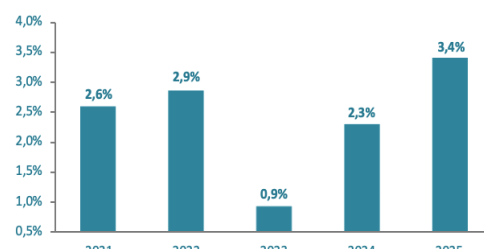


Source : APC ; Elaboration : DEPF

Ce recul a concerné la majorité des segments de livraison, notamment, la distribution (-24,5%), le béton prêt à l'emploi (-11,5%), le préfabriqué (-14,2%), l'infrastructure (-13,2%) et le bâtiment (-7,2%). En revanche, celui des mortiers a enregistré une hausse de 21,4%.

Pour ce qui est du financement des opérations immobilières, l'encours des crédits à l'immobilier a clôturé l'année 2025 sur une accélération de sa croissance à +3,4%, soit sa meilleure performance enregistrée durant les cinq dernières années, avoisinant ainsi les 321,5 milliards de dirhams. Cette progression est le résultat de l'appréciation de l'encours des crédits à l'habitat de 3,3%, après une hausse de 1,7% un an plus tôt, et de celui des crédits à la promotion immobilière de 5,3%, après une augmentation de 5,7% il y a une année.

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



Source BAM ; Elaboration : DEPF

## Activités tertiaires

**19,8 Millions**  
(+14% à fin 2025)



Arrivées

**+8,8%**  
(fin 2025)



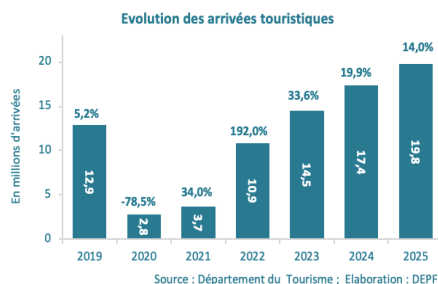
Nuitées

**+20,6%**  
(fin 2025)



Recettes voyages

### Secteur du tourisme : records atteints par les principaux indicateurs à fin 2025

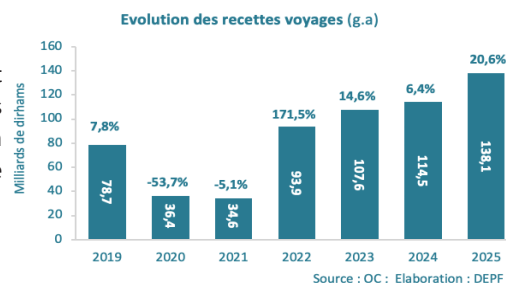


Les performances du secteur touristique ont été exceptionnelles en 2025, avec notamment un record de 19,8 millions d'arrivées, soit une hausse de 14% en glissement annuel. Cette croissance, qui fait suite à une hausse de 19,9% observée en 2024, inscrit les arrivées dans une trajectoire de croissance à deux chiffres pour la troisième année consécutive. Cette dynamique traduit la consolidation de l'attractivité de la destination « Maroc ».

À l'échelle mondiale, selon le baromètre du tourisme mondial établi par ONU Tourisme, le nombre des arrivées internationales s'est accru de 4% en 2025, enregistrant un retour vers les niveaux de croissance d'avant crise et se rapprochant de la moyenne de 5% par an enregistrée entre 2009 et 2019. En Europe, le nombre des arrivées s'est accru de 4% et en Asie-Pacifique de 6%. L'Afrique a, quant à elle, enregistré le plus fort taux de croissance, soit +8%, avec une performance plus importante pour l'Afrique du Nord (+11%). S'agissant du Moyen-Orient et des Amériques, ils ont affiché des hausses de 3% et 1% respectivement.

Concernant les nuitées réalisées dans les établissements d'hébergements classés, au niveau national, leur nombre a dépassé, pour la première fois, les 43,4 millions de nuitées à fin 2025, enregistrant une augmentation de 8,8%, après une hausse de 11,3% un an plus tôt.

S'agissant des recettes voyages, elles ont atteint un niveau record de 138,1 milliards de dirhams au terme de l'année 2025, en raffermissement de 20,6%, au lieu d'une augmentation de 6,4% un an auparavant.



## Transport aérien : poursuite de l'élan au premier mois de 2026

**+14,7%**

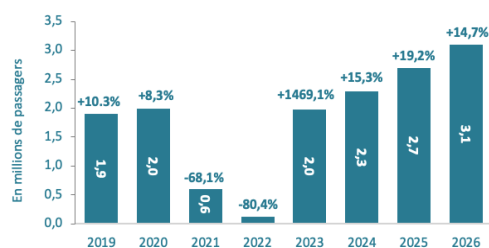
(fin janvier)



Passagers aériens

Le transport aérien démarre l'année 2026 avec une performance du trafic aérien de passagers de +14,7% en janvier, après une augmentation de 19,2% un an auparavant, pour dépasser pour la première fois pour ce mois de l'année les 3,1 millions de passagers. Cette évolution fait suite au renforcement combiné du trafic aérien de voyageurs internationaux (+14,9%) et nationaux (+13,1%).

Evolution du trafic aérien de passagers à fin janvier



Source : ONDA, Elaboration : DEPF

Par faisceau géographique, cette évolution a été portée notamment par la croissance soutenue du trafic avec l'Europe (+13,2%), avec l'Afrique (+28,9%), le Moyen et l'Extrême Orient (+15,9%), l'Amérique du Nord et du Sud cumulé (+30,7%) et les Pays du Maghreb (+13,7%).

S'agissant du trafic aérien de fret, il s'est apprécié de 7,4% au premier mois de 2026.

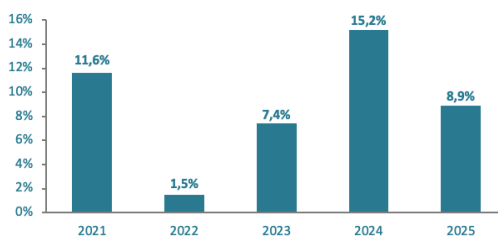
**+8,9%**

(fin 2025)



Trafic portuaire global

Evolution du trafic portuaire global (g.a)



Source : Ministère de l'équipement et de l'eau ; Elaboration : DEPF

Concernant le transport portuaire, le volume du trafic commercial, manutentionné au sein des ports nationaux, a atteint 262,6 millions de tonnes à fin 2025, en augmentation de 8,9%, après un raffermissement de 15,2% un an auparavant. Cette progression revient au renforcement du trafic de transbordement de 14,7%, qui a représenté à lui seul 50,5% du total du trafic à fin 2025. De même, le trafic des importations s'est accru de 2,8%, celui des exportations de 1,4% et celui du cabotage de 24,3%.

S'agissant du trafic de passagers, les ports marocains ont enregistré un flux de près de 5,6 millions de voyageurs en 2025, soit une hausse de 5,4%. L'activité de croisière a, quant à elle, augmenté de 41,7% pour atteindre 383.231 croisiéristes à fin 2025.

## Télécommunications : évolution favorable des parcs de la téléphonie mobile et de l'Internet

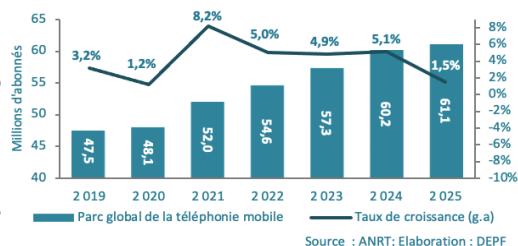
Le secteur des télécommunications poursuit son évolution positive avec la progression du parc de la téléphonie mobile de 1,5% à fin septembre 2025, après une hausse de 5,1% un an auparavant, pour atteindre plus de 61,1 millions d'abonnés. Le taux de pénétration de ce segment a ainsi atteint un niveau record, soit 166%, après 161,2% un an plus tôt et 133,5% à fin septembre 2019.

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

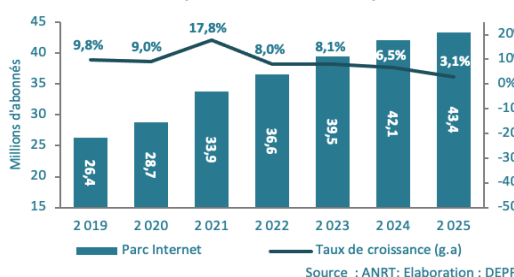


Parcs mobile et internet

Evolution du parc global de la téléphonie mobile à fin septembre



Evolution du parc de l'Internet à fin septembre



S'agissant du parc Internet, il s'est apprécié de 3,1% au terme des neuf premiers mois de 2025, après une augmentation de 6,5% l'année dernière. Avec un volume dépassant les 43,4 millions d'abonnés, le taux de pénétration de ce segment a enregistré un nouveau record de 117,9% à fin septembre 2025, contre 112,7% à fin septembre 2024 et 74,1% à fin septembre 2019.

## 2. DEMANDE INTERIEURE

**+2,6%**  
(fin 2025)



Transferts MRE

**+5%**  
(fin 2025)



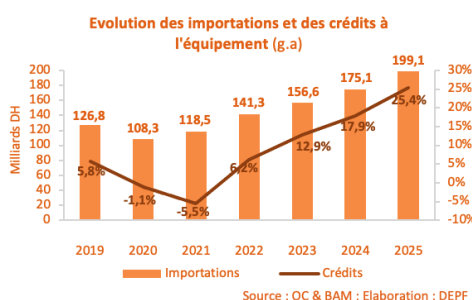
Crédits consommation

**-0,8%**  
(janvier 2026)



Inflation

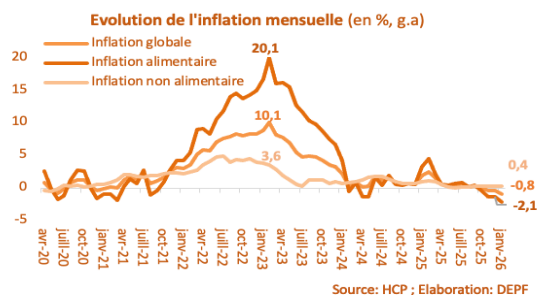
La consommation des ménages reste favorisée par les mesures de soutien au pouvoir d'achat et ce, dans un contexte de baisse de l'inflation (-0,8% en janvier 2026 après +2% en janvier 2025). Elle bénéficie également de l'augmentation des transferts des Marocains résidant à l'étranger (+2,6%, dépassant les 122 milliards de dirhams à fin 2025), de la création de 249.000 emplois rémunérés en 2025, ainsi que du renforcement des crédits à la consommation (+5% à fin 2025).



Parallèlement, l'effort d'investissement se consolide, soutenu par la progression des dépenses d'équipement du Budget Général de l'État (+15,1%, pour atteindre 15 milliards de dirhams en janvier 2026) et par la poursuite des grands chantiers structurants. Cette dynamique est par ailleurs confortée, à fin 2025, par la forte croissance des recettes des investissements directs étrangers (+28%), ainsi que par l'augmentation des importations de biens d'équipement (+13,3%) et des crédits à l'équipement (+25,4%).

### Baisse confirmée de l'inflation en janvier 2026, pour le troisième mois consécutif

Comparé au même mois de l'année précédente, l'Indice des Prix à la Consommation (IPC) a baissé, s'établissant à -0,8% en janvier 2026 après +2% un an auparavant. Cette évolution revient essentiellement à la baisse des prix des produits alimentaires (-2,1% contre +3,3%), tandis que la hausse des produits non alimentaires s'est atténuée (+0,4% après +1,1%).



Concernant l'inflation sous-jacente, qui exclut les produits à prix volatiles et les produits à tarifs publics, elle se serait repliée de 1,2% au mois de janvier 2026 après +2,4% en janvier 2025.

## Baisse du chômage et création de 249.000 emplois rémunérés en 2025

**+249.000** postes  
(2025)

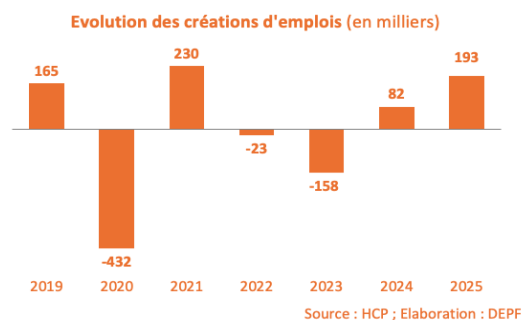


Emploi rémunéré

**13%** (-0,3 point)  
(2025)



Taux de chômage



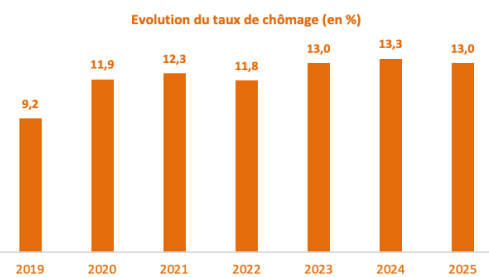
Source : HCP ; Elaboration : DEPF

Au terme de l'année 2025, l'économie nationale a créé 193.000 postes d'emploi, soit un nombre deux fois supérieur à celui de 2024 (+82.000), confirmant une reprise notable après les fortes fluctuations observées depuis 2020.

Cette évolution résulte principalement de l'augmentation de l'emploi rémunéré, qui a progressé de 249.000 postes (dont 212.000 en zones urbaines et 37.000 en zones rurales). Quant à l'emploi non rémunéré, il a diminué de 55.000 postes plus particulièrement en milieu rural (-46.000 postes).

Par secteur d'activité, les emplois ont été majoritairement créés par les services (+123.000 postes d'emploi) puis le BTP (+64.000 postes) et l'industrie (+46.000 postes). Quant au secteur de l'agriculture, forêt et pêche, il a perdu 41.000 postes.

Par ailleurs, le taux de chômage a été ramené à 13,0% à fin 2025, en baisse de 0,3 point sur un an. Ce taux a atteint 16,4% dans les villes (-0,5 point) et à 6,6% en zones rurales (-0,2 point). Cette baisse du chômage concerne principalement les hommes (-0,8 point, à 10,8%), les personnes âgées de 35 à 44 ans (-0,4 point, à 7,2%) et les diplômés (-0,5 point, à 19,1%), tandis que le taux de chômage des femmes a augmenté de 1,1 point, atteignant 20,5%.



Source: HCP; Elaboration: DEPF

### 3. ECHANGES EXTÉRIEURS

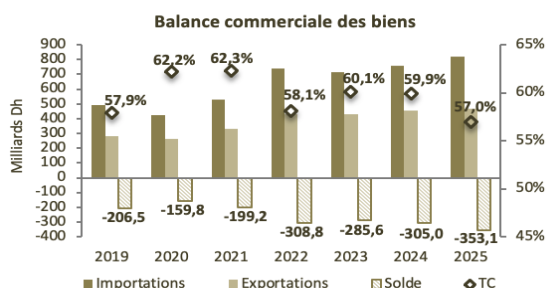
**57%**

(fin 2025)



Taux de couverture

À fin 2025, le déficit commercial s'est élevé à 353,1 milliards de dirhams, en hausse de 15,8% par rapport à 2024. Cette augmentation s'explique par un accroissement des importations (+8%) plus soutenu que celui des exportations (+2,8%), générant un recul du taux de couverture de 2,9 points, soit 57%.



Source : OC ; Elaboration : DEFP

#### Croissance des exportations, tirée par les secteurs des phosphates et dérivés et de l'aéronautique

**+2,8%**

(fin 2025)



Exportations



Source : OC ; Elaboration : DEFP

Au terme de l'année 2025, les exportations de biens se sont accrues de 2,8%, s'établissant à 469,1 milliards de dirhams, tirées principalement par les phosphates et dérivés et l'aéronautique.

Les ventes de phosphates et dérivés ont fortement soutenu la croissance des exportations à fin 2025, enregistrant une hausse de 14,6% et atteignant 99,8 milliards de dirhams. Cette croissance est principalement due à l'augmentation des exportations d'engrais naturels et chimiques (+14,1%), d'acide phosphorique (+15,3%) et de phosphates (+17,3%). Le secteur a ainsi vu sa part dans les exportations totales grimper de 19,1% à 21,3%.

Dans la même dynamique, le secteur aéronautique a enregistré une hausse de 10% dans ses exportations, totalisant 29,1 milliards de dirhams, grâce à l'augmentation des ventes d'assemblage (+11%) et d'EWIS (+8,3%). Sa part, dans la valeur totale des exportations, s'est établie à 6,2%, contre 5,8% un an auparavant.

En ce qui concerne les exportations des autres industries, elles se sont raffermies de 14,8%, atteignant 36,7 milliards de dirhams, soutenues par les ventes de métallurgie et travail des métaux (+26%) et, dans une moindre mesure, par celles de l'industrie du plastique et du caoutchouc (+56,2%) et de l'industrie pharmaceutique (+1,1%).

Concernant les autres produits, les exportations du secteur automobile ont reculé de 2% à fin 2025, se chiffrant à 154,5 milliards de dirhams. Cette baisse est principalement imputable au repli des ventes dans le segment de la construction (-13,6%), toutefois atténué par la progression des exportations de câblage (+7,7%). Malgré ce recul, le secteur automobile demeure le principal poste d'exportation du Maroc, représentant 32,9% des exportations totales, et reste au-dessus des niveaux des périodes 2019-2023.

De même, les exportations du secteur de l'agriculture et de l'agroalimentaire se sont établies à 86,8 milliards de dirhams, en quasi-stagnation, avec -0,1%. Leur part dans l'ensemble des exportations nationales a reculé à 18,5%, après avoir atteint 19,1% l'année précédente. Cette situation revient à la baisse des ventes de l'industrie alimentaire (-3,4%) et de la pêche et aquaculture (-8,9%), conjuguée à une progression des exportations dans le segment agriculture, sylviculture et chasse (+3,6%).

**+14,6%**

(fin 2025)



Phosphates et dérivés

**+10%**

(fin 2025)



Aéronautique

À leur tour, les exportations du secteur textile et cuir ont accusé une baisse de 4,5%, revenant à 43,8 milliards de dirhams, principalement en raison du retrait des ventes de vêtements confectionnés (-3,9%) et d'articles de bonneterie (-7,4%). Leur part dans la valeur totale des exportations a diminué, passant de 10,1% à 9,3%.

Par ailleurs, les exportations du secteur de l'électronique et de l'électricité se sont repliées de 8,8%, s'établissant à 16,7 milliards de dirhams. Cette contraction est essentiellement liée au recul des exportations de composants électroniques (-39,1%), compensé en partie par la progression des ventes de fils et câbles (+18,7%).

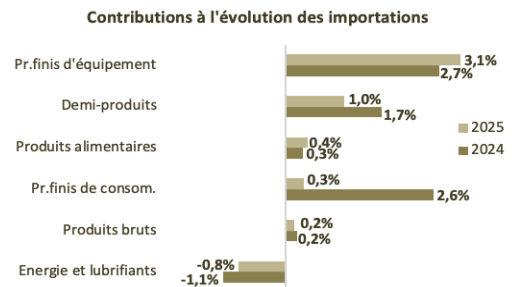
## Hausse des importations, à l'exception des produits énergétiques

**+8%**  
(fin 2025)



Importations

Les importations de biens ont culminé à 822,2 milliards de dirhams à fin 2025, en hausse de 8%. Cette croissance est en grande partie imputable à l'augmentation des achats de produits finis d'équipement, de produits finis de consommation, de demi-produits, ainsi que des produits bruts et alimentaires.



Avec une part de 24,1% dans la valeur totale des importations, les produits finis de consommation représentent le premier poste d'importation. Leur valeur a augmenté de 11,8%, atteignant 203,5 milliards de dirhams, sous l'impulsion des achats de voitures de tourisme (+37,7%), de médicaments et autres produits pharmaceutiques (+16,5%) et des appareils récepteurs radio et télévision (+27,2%).

Parallèlement, les importations des produits finis d'équipement se sont appréciées de 13,3%. L'évolution de la valeur de ces importations, qui a atteint 199,1 milliards de dirhams, est tirée par la hausse des achats de parties d'avions et d'autres véhicules aériens (+19%), des voitures utilitaires (+66,3%) et d'avions et autres véhicules aériens ou spatiaux (+60,8%).

Les importations de demi-produits ont suivi la même tendance, affichant une hausse de 4,8% pour atteindre 171,8 milliards de dirhams, sous l'effet principalement de l'accroissement des achats de produits chimiques (+9,6%), de fils, barres et profilés en cuivre (+13,7%) et de matières plastiques et ouvrages divers en plastique (+5,2%).

Les importations de produits alimentaires ont progressé de 3,3% pour s'établir à 94,6 milliards de dirhams, malgré la baisse continue des achats de blé (-5,8%). Cette dynamique est soutenue par la hausse significative des importations d'animaux vivants (+25,1%) et de maïs (+18,5%).

Pour leur part, les produits bruts importés se sont élevés à 43,7 milliards de dirhams, en hausse de 31,5%, tirés par la croissance des achats de sulfures bruts et non raffinés (+65,6%), d'huile de soja brute ou raffinée (+23,6%) et de ferraille, déchets et autres minerais (+27,9%). Leur part dans la valeur totale des importations a augmenté à 5,3%, contre 4,4% l'année précédente.

Concernant la facture énergétique, elle a diminué de 5,5%, s'établissant à 107,6 milliards de dirhams et représentant 13,1% de la valeur totale des importations. Ce repli est principalement attribuable à la baisse de la valeur des approvisionnements en gas-oils et fuel-oils (-9,7%), sous l'effet prix (-14,5%) et ce, en dépit de l'augmentation des quantités importées (+5,6%). La contraction de ces importations est due, bien que dans une moindre mesure, au retrait des importations de gaz de pétrole et autres hydrocarbures (-8,8%).

**+11,8%**  
(fin 2025)



Produits finis de consommation

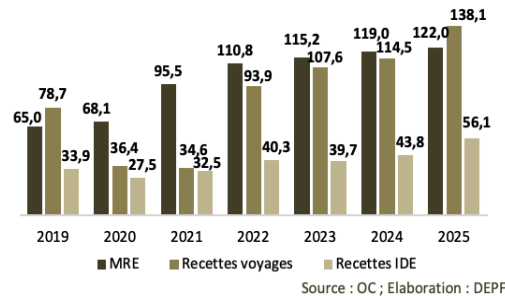
**+13,3%**  
(fin 2025)



Produits finis d'équipement

## Évolution favorable des autres flux financiers reflétant l'attrait grandissant du Royaume

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



En 2025, les recettes voyages ont atteint un niveau record, s'élevant à 138,1 milliards de dirhams, soit une hausse de 20,6% par rapport à l'année précédente, reflétant ainsi l'attrait croissant du Maroc à l'échelle internationale. Concernant les transferts des MRE, ils ont progressé de 2,6%, dépassant les 122 milliards de dirhams.

**+28%**  
(fin 2025)



Recettes IDE

Ces deux postes ont généré 260,1 milliards de dirhams, permettant de couvrir 73,7% du déficit commercial, contre 76,6% un an plus tôt.

Par ailleurs, le flux des investissements directs étrangers au Maroc (IDE) a enregistré une croissance soutenue (+74,3%), atteignant 28,4 milliards de dirhams. Cette dynamique résulte d'une progression plus importante des recettes (+28%) qui ont dépassé les 56 milliards de dirhams, par rapport aux dépenses (+0,5%) qui ont atteint 27,7 milliards de dirhams.

S'agissant du flux des investissements directs marocains à l'étranger (IDME), il s'est accru de 16,6% à plus de 8 milliards de dirham et ce, en raison de la baisse des investissements directs marocains à l'étranger (-17,1%, soit 22,4 milliards de dirhams) et des cessions de ces investissements (-28,6%, soit 14,4 milliards de dirhams).

## 4. FINANCES PUBLIQUES (HORS TVA DES COLLECTIVITÉS LOCALES)

L'exécution de la Loi de Finances à fin janvier 2026 a dégagé un déficit budgétaire de 9,6 milliards de dirhams, contre un déficit de 6,9 milliards l'année précédente. Cette évolution a résulté, particulièrement, d'une baisse des recettes ordinaires (-8,3%), conjuguée à une quasi-stagnation des dépenses globales (+0,2%).

### Repli des recettes ordinaires suite au recul des recettes fiscales

**-8,3%**  
(fin janvier)



Recettes ordinaires

**-9,4%**  
(fin janvier)



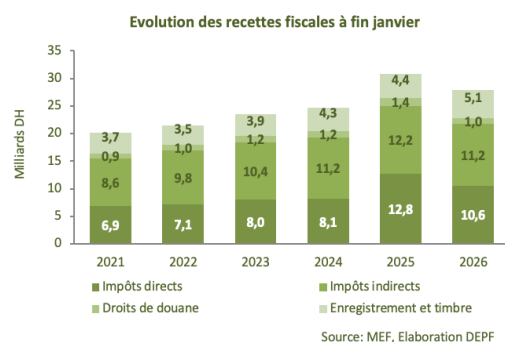
Recettes fiscales

**+19%**  
(fin janvier)



Recettes non fiscales

À fin janvier 2026, les recettes ordinaires ont enregistré un taux de réalisation de 6,9% par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2026 et une baisse de 8,3% par rapport à leur niveau à fin janvier 2025 pour se situer à 29,8 milliards de dirhams. Cette évolution est imputable à la baisse des recettes fiscales, atténuée par la hausse des recettes non fiscales.



Les recettes fiscales se sont repliées de 9,4% pour s'établir à 27,9 milliards de dirhams à fin janvier 2026, se concrétisant à hauteur de 7,6% par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2026. Cette baisse a concerné la majorité des principales rubriques, à l'exception des recettes de l'IS, de la taxe intérieure de consommation sur les produits énergétiques et des droits d'enregistrement et de timbre.

Les recettes des impôts directs ont atteint 10,6 milliards dirhams, enregistrant un taux de réalisation de 6,4% et une baisse de 17,2% par rapport à leur niveau à fin janvier 2025. Cette évolution s'explique essentiellement par le repli des recettes de l'IR de 24,4% pour se situer à 7,6 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 11,8%. Il est à noter qu'à fin janvier 2025, les recettes de l'IR avaient enregistré un raffermissement notable de 78,2%, en relation principalement avec la régularisation fiscale volontaire qui a rapporté 3,8 milliards de dirhams. En revanche, les recettes de l'IS ont augmenté de 17,4% pour atteindre 2,6 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 2,7%.

De leur côté, les recettes des impôts indirects ont enregistré un taux d'exécution de 7% pour atteindre 11,2 milliards de dirhams, en baisse de 8,6%. Par composante, les recettes de la TVA ont enregistré un taux de réalisation de 7,7% et un recul de 9,1% pour se situer à 8,8 milliards de dirhams, recouvrant une baisse de la TVA intérieure de 11,6% à 4,5 milliards de dirhams et de celles de la TVA à l'importation de 6,5% à 4,3 milliards de dirhams. De même, les recettes des TIC ont reculé de 6,7% pour se situer à 2,4 milliards de dirhams, se concrétisant à hauteur de 5,3%, suite essentiellement à la baisse des recettes des TIC sur les tabacs de 20,3% à 735 millions de dirhams, atténuée par la hausse de celles des TIC sur les produits énergétiques de 4,5% à 1,5 milliard de dirhams.

De leur part, les recettes afférentes aux droits de douane se sont repliées de 26,3% pour s'établir à 1 milliard de dirhams, enregistrant un taux de réalisation de 5,6%. En revanche, les recettes relatives aux droits d'enregistrement et de timbre ont augmenté de 16,5% pour atteindre 5,1 milliards de dirhams, enregistrant un taux de réalisation de 21,2%.

Quant aux recettes non fiscales, elles se sont accrues de 19% pour atteindre 1,3 milliard de dirhams, se concrétisant à hauteur de 2%. Cette évolution s'explique par la hausse des recettes en provenance des établissements et entreprises publics qui ont quasiment triplé, passant de 72 millions de dirhams à 212 millions, et des autres recettes non fiscales de 6,2% pour s'établir à 1 milliard de dirhams.

## Baisse des dépenses ordinaires, à l'exception des charges en intérêts de la dette

**-22,4%**  
(fin janvier)



Dépenses ordinaires

**-28,8%**  
(fin janvier)



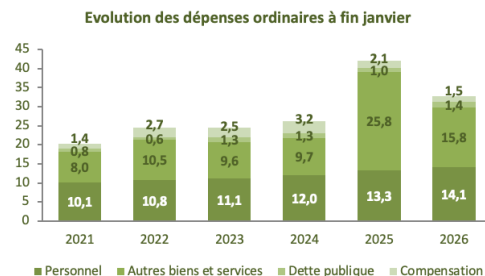
Charges de la compensation

**9,6 Mds DH**  
(fin janvier)



Déficit budgétaire

A fin janvier 2026, les dépenses ordinaires ont enregistré un taux de réalisation de 8,6% par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2026 et une baisse de 22,4% par rapport à leur niveau à fin janvier 2025 pour se situer à 32,7 milliards de dirhams. Ce repli a résulté du recul des dépenses de biens et services et des charges de la compensation, alors que les charges en intérêts de la dette ont augmenté.



Source : MEF, Elaboration DEPF

Les dépenses de biens et services se sont repliées, par rapport à fin janvier 2025, de 23,6% pour s'établir à 29,9 milliards de dirhams, se concrétisant à hauteur de 9,2% par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2026. Cette évolution est imputable à la baisse des dépenses des autres biens et services de 39% pour se situer à 15,8 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 12,3%, conjuguée à la hausse des dépenses de personnel de 6,2% pour atteindre 14,1 milliards de dirhams, soit un taux de réalisation de 7,2%.

De leur côté, les charges de la compensation, qui ont enregistré un taux de réalisation de 10,6%, ont reculé de 28,8% pour se situer à 1,5 milliard de dirhams.

En revanche, les charges en intérêts de la dette, exécutées à hauteur de 3,3%, ont augmenté de 42,5% pour atteindre 1,4 milliard de dirhams. Cette évolution recouvre la hausse des charges en intérêts de la dette intérieure, qui ont quasiment triplé, passant de 300 millions de dirhams à 845 millions, et la baisse de celles de la dette extérieure de 20,2% à 531 millions de dirhams.

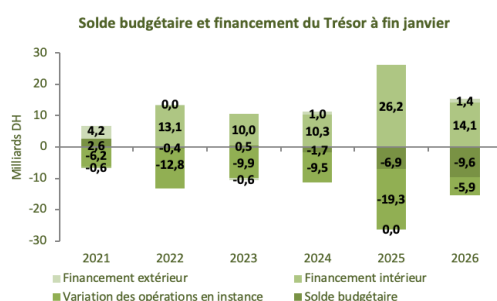
Globalement, l'évolution des recettes et des dépenses ordinaires à fin janvier 2026 a dégagé un solde ordinaire déficitaire de -2,9 milliards de dirhams après -9,7 milliards un an auparavant.

Concernant les dépenses d'investissement, elles se sont accrues de 15,1%, par rapport à fin janvier 2025, pour atteindre 15 milliards de dirhams, enregistrant un taux de réalisation par rapport aux prévisions de la Loi de Finances 2026 de 13%.

## Hausse du déficit budgétaire

Tenant compte d'un excédent des comptes spéciaux du Trésor de 8,3 milliards de dirhams après +15,8 milliards un an auparavant, l'exécution de la Loi de Finances à fin janvier 2026 fait ressortir un déficit budgétaire de 9,6 milliards de dirhams, contre un déficit de 6,9 milliards l'année précédente.

Eu égard aux éléments précités et à la baisse des opérations en instance de 5,9 milliards de dirhams, la situation des charges et ressources du Trésor a dégagé un besoin de financement de 15,5 milliards de dirhams à fin janvier 2026 contre 26,2 milliards l'année précédente. Ce besoin a été couvert essentiellement par le recours aux financements intérieur et extérieur qui ont dégagé des flux nets positifs de 14,1 et 1,4 milliards de dirhams respectivement.



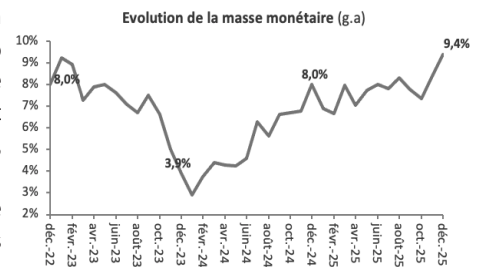
Source : MEF, Elaboration DEPF

# 5. FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

## Accélération de la croissance des crédits bancaires et des avoirs officiels de réserve

A fin décembre 2025, la masse monétaire (M3) s'est accrue, par rapport au mois précédent, de 2,9% pour atteindre 2.069,8 milliards de dirhams. Cette évolution incorpore, essentiellement, la hausse des crédits bancaires et des avoirs officiels de réserve (AOR), alors que les créances nettes des institutions de dépôt sur l'administration centrale ont enregistré un léger repli.

En glissement annuel, le taux d'accroissement de la masse monétaire s'est accéléré, s'établissant à +9,4% après +8,4% à fin novembre 2025 et +8% à fin décembre 2024. L'accélération enregistrée comparativement à l'évolution de l'année précédente recouvre, particulièrement, l'amélioration du taux de progression des crédits bancaires et des avoirs officiels de réserve (AOR), tandis que la croissance des créances nettes des institutions de dépôt sur l'administration centrale a légèrement ralenti.



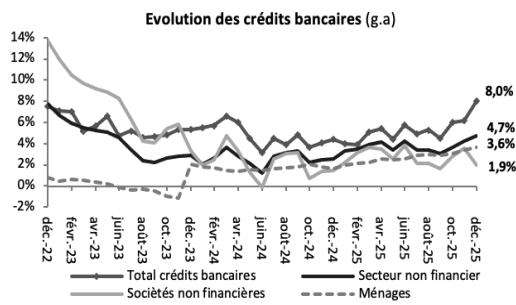
Source : BAM ; Elaboration : DEPF

**+9,4%**  
(fin 2025)



Masse monétaire

A fin décembre 2025, les crédits bancaires ont augmenté, par rapport au mois précédent, de 5,5% pour atteindre 1.258,1 milliards de dirhams. Cette évolution incorpore une hausse des crédits au secteur financier de 24,2% et des crédits au secteur non financier de 1,7%. Par objet économique, cette évolution recouvre, principalement, la hausse des crédits à caractère financier (+25,3%), des crédits à l'équipement (+9,4%), des crédits à l'immobilier (+0,6%), des crédits de trésorerie (+0,3%) et des crédits à la consommation (+0,1%).



Source : BAM ; Elaboration : DEPF

**+8%**  
(fin 2025)



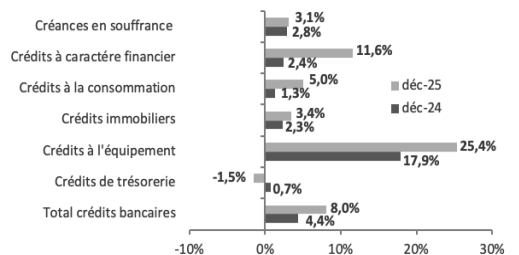
Crédits bancaires

En glissement annuel, le taux de progression des crédits bancaires s'est accéléré, se situant à +8% à fin décembre 2025, après +6,2% le mois précédent et +4,4% l'année dernière. Cette accélération a concerné aussi bien les crédits au secteur financier (+23,2% après +16,9% à fin novembre 2025 et +13,8% à fin décembre 2024), que les crédits au secteur non financier (+4,7% après +4,2% à fin novembre 2025 et +2,6% à fin décembre 2024).

L'évolution des crédits au secteur non financier est en relation, particulièrement, avec l'amélioration du taux de progression des crédits aux ménages (+3,6% après +3,4% à fin novembre 2025 et +1,7% à fin décembre 2024) et, dans une moindre mesure, de celui des crédits aux sociétés non financières (+1,9% après +1,5% l'année précédente, quoiqu'en ralentissement comparativement à la croissance enregistrée le mois dernier (+3,6%)).

Par objet économique, l'évolution des crédits bancaires recouvre, particulièrement, l'amélioration des taux de progression des crédits à l'équipement (+25,4% après +17,9% l'année précédente), des crédits à caractère financier (+11,6% après +2,4% à fin décembre 2024), des crédits à la consommation (+5,0% après +1,3% un an auparavant) et des crédits à l'immobilier (+3,4% après +2,3% l'année dernière). Cette évolution des crédits à l'immobilier a concerné particulièrement les crédits à l'habitat (+3,3% après +1,7% à fin décembre 2024), alors que la croissance des crédits aux promoteurs immobiliers a légèrement ralenti à +5,3% après +5,7% l'année antérieure.

Evolution des crédits bancaires par objet économique (glissement annuel)



Source : BAM ; Elaboration DEPF

**+25,4%**  
(fin 2025)



Crédits à l'équipement

## 5 mois et 23 jours d'importations

(B&S)  
(fin 2025)



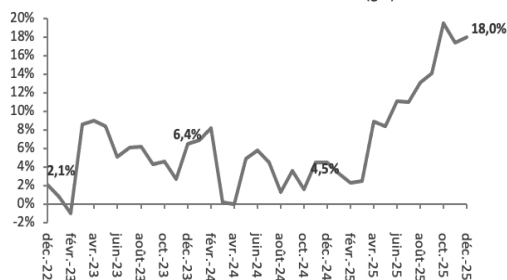
AOR

En revanche, les crédits de trésorerie ont reculé de 1,5% après une légère hausse de 0,7% un an auparavant. S'agissant des créances en souffrance, elles se sont accrues de 3,1% après une hausse de 2,8% l'année dernière.

S'agissant des avoirs officiels de réserve (AOR), ils ont augmenté, en glissement mensuel, de 2,1% ou de 9,1 milliards de dirhams pour atteindre 443,3 milliards de dirhams à fin décembre 2025, représentant l'équivalent de 5 mois et 23 jours d'importations de biens et services, contre 5 mois et 19 jours le mois dernier et 5 mois et 6 jours l'année précédente.

En glissement annuel, le taux de progression des avoirs officiels de réserve s'est amélioré, s'établissant à +18% ou +67,8 milliards de dirhams après +17,4% ou +64,4 milliards le mois dernier et +4,5% ou +16,1 milliards à fin décembre 2024.

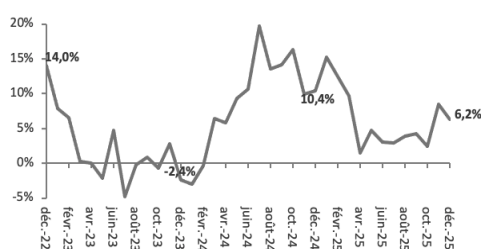
Evolution des avoirs officiels de réserve (g.a)



Source : BAM ; Elaboration : DEPF

Concernant les créances nettes des institutions de dépôt (ID) sur l'administration centrale (AC), elles ont enregistré un léger recul, par rapport à fin novembre 2025, de 0,2% pour s'établir à 360,8 milliards de dirhams à fin décembre 2025 et ce, suite particulièrement à la baisse des créances nettes des Autres Institutions de Dépôts (AID) de 0,4%.

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) a légèrement ralenti, se situant à +6,3% à fin décembre 2025 après +6,9% un an auparavant. Cette évolution incorpore une décélération du taux d'accroissement des créances nettes des Autres Institutions de Dépôts (AID), soit +6,2% après +10,4% à fin décembre 2024.

L'évolution des créances nettes des AID, à fin décembre 2025, recouvre une décélération de la hausse de leurs créances sur l'AC à +6,8% après +10,1% l'année précédente, notamment le portefeuille des banques en bons du Trésor (+4,8% après +13,3% à fin décembre 2024), conjuguée à l'accélération de la hausse de leurs engagements envers l'AC à +13,8% après +5,8% à fin décembre 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 (+1,2%), des dépôts à vue auprès des banques (+5,1%), des comptes à terme auprès des banques (+0,4%) et des dépôts en devises (+3,8%), et la baisse des détentions en titres d'OPCVM monétaires de 0,3%.

En glissement annuel, l'évolution de la masse monétaire incorpore l'accélération de la croissance de la circulation fiduciaire (+18,5% après +5,2% l'année précédente) et des dépôts en devises (+9,5% après +7,9% l'année dernière), le ralentissement de celle des dépôts à vue auprès des banques (+10,3% après +11,6% un an auparavant) et des détentions en titres d'OPCVM monétaires (+8,5% après +21% à fin décembre 2024) et la baisse des comptes à terme auprès des banques de 4,7% après une hausse de 3,5% l'année antérieure.

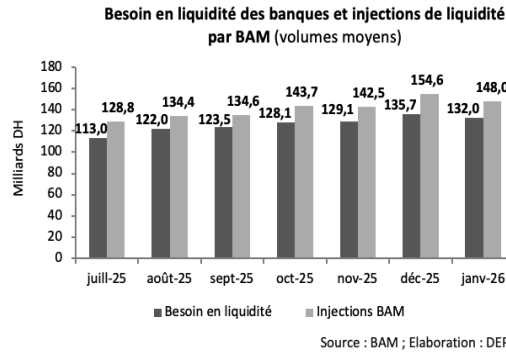
Concernant les agrégats de placements liquides (PL), leur encours a reculé, par rapport au mois précédent, de 1,3%. Cette évolution recouvre la baisse de l'encours des titres d'OPCVM obligataires (PL2) de 2,9% et de celui des titres d'OPCVM actions et diversifiés (PL3) de 0,8%, alors que celui des titres d'OPCVM contractuels et des titres de créances négociables (PL1) a quasiment stagné (-0,1%). En glissement annuel, l'encours de PL a progressé de 8,6% après une hausse de 14,4% à fin décembre 2024, sous l'effet conjoint de la hausse de PL2 (+18,6% après +12,7%) et de PL3 (+38,6% après +26,5%) et de la baisse de PL1 (-3,9% après +13%).

**148 Mds DH**  
(janvier)



**Injection de liquidité**  
(Volume moyen)

**Atténuation du besoin en liquidité des banques au cours du mois de janvier 2026**



Au cours du mois de janvier 2026, le besoin en liquidité des banques s'est allégé comparativement au mois précédent, se situant en moyenne hebdomadaire à 132 milliards de dirhams après 135,7 milliards en décembre 2025. Dans ce contexte, la Banque Centrale a réduit le volume de ses injections de liquidité qui s'est établi en moyenne hebdomadaire à 148 milliards de dirhams après 154,6 milliards le mois dernier.

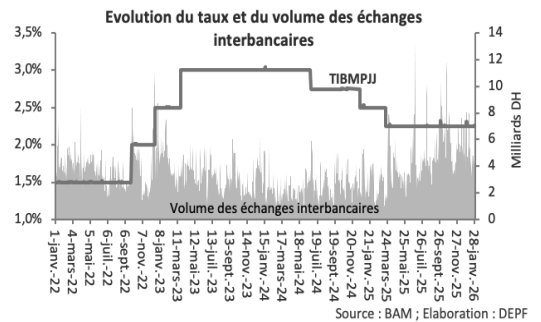
**4,9 Mds DH**  
(janvier)



**Transactions interbancaires**  
(Volume moyen)

Les interventions de Bank Al-Maghrif ont porté, essentiellement, sur les avances à 7 jours (57 milliards de dirhams après 72,1 milliards en décembre 2025), les opérations de pensions livrées à 1 et 3 mois (52,2 milliards de dirhams après 47 milliards en décembre 2025) et les opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME (38,6 milliards de dirhams après 35,5 milliards en décembre 2025).

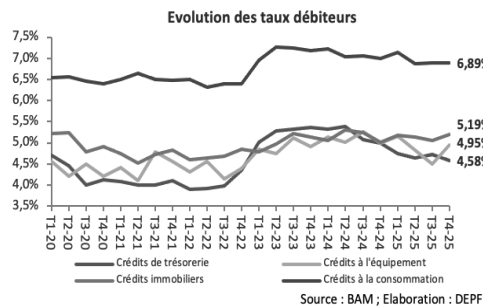
S'agissant du volume moyen des transactions interbancaires, il a reculé, par rapport au mois précédent, de 19,1% pour se situer à 4,9 milliards de dirhams au titre du mois de janvier 2026. Quant au taux interbancaire moyen pondéré au jour le jour (TIMPJJ), celui-ci se maintient depuis le 20 mars 2025 en évolution quasi-stable, alignée sur le taux directeur, s'établissant en moyenne à 2,25%.



**2,25%**  
(janvier)



**TIMPJJ**



Concernant l'évolution des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrif au titre du quatrième trimestre 2025 font ressortir une légère baisse, comparativement au trimestre précédent, du taux moyen pondéré global, de 3 points de base pour se situer à 4,82%. Cette évolution recouvre l'effet conjoint du recul des taux des crédits de trésorerie de 15 pb à 4,58%, la stagnation de ceux des crédits à la consommation à 6,89% et la hausse de ceux des crédits à l'équipement (+46 pb à 4,95%) et de ceux des crédits à l'immobilier (+14 pb à 5,19%).



**18,7 Mds DH**  
(fin janvier)

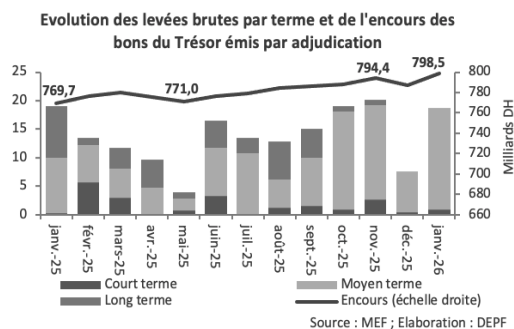


Levées brutes du Trésor

## Hausse des souscriptions du Trésor et légère augmentation des taux obligataires au cours du mois de janvier 2026

Les levées brutes du Trésor au niveau du marché des adjudications au titre du mois de janvier 2026 ont plus que doublé, par rapport au mois précédent, passant de 7,6 milliards de dirhams à 18,7 milliards (y compris les opérations d'échange).

Ces levées ont porté, pour le deuxième mois consécutif, sur les maturités courtes et moyennes. Le volume levé des maturités moyennes a plus que doublé, comparativement au mois précédent, passant de 7,2 milliards de dirhams à 17,8 milliards, prédominant ainsi les levées du mois à hauteur de 95,2% après 94,1% le mois dernier. De même, le volume levé des maturités courtes a doublé, passant de 450 millions de dirhams à 900 millions, représentant 4,8% des levées après 5,9% le mois précédent.



Quant aux remboursements du Trésor au titre du mois de janvier 2026, ils se sont repliés, en glissement mensuel, de 48,2% pour s'établir à 7,6 milliards de dirhams (y compris les opérations d'échange et de rachat). De ce fait, les levées nettes du Trésor ont été positives de 11,2 milliards de dirhams après qu'elles aient été négatives de 7 milliards de dirhams au mois de décembre 2025.

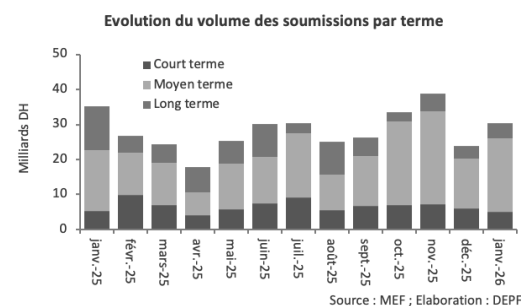
Eu égard à ces évolutions, l'encours des bons du Trésor émis par adjudication s'est établi à 798,5 milliards de dirhams à fin janvier 2026, en hausse de 1,4% par rapport à fin décembre 2025. La structure de cet encours reste prédominée par les maturités longues dont la part a enregistré un recul de 1,4 point pour se situer à 65,7% après 67,1% à fin décembre 2025. Elles devancent les maturités moyennes dont la part s'est accrue de 1,9 point pour s'établir à 32,7% après 30,8% à fin décembre 2025. Quant à la part des maturités courtes, qui demeure faible, elle a enregistré un léger repli de 0,4 point à 1,6%.

S'agissant du volume des soumissions sur le marché des adjudications au titre du mois de janvier 2026, il s'est accru, par rapport au mois précédent, de 26,3% pour atteindre 30,3 milliards de dirhams (hors opérations d'échange).

**7,6 Mds DH**  
(fin janvier)



Remboursements du Trésor



Les soumissions ont été orientées essentiellement aux maturités moyennes dont le volume a augmenté de 49,8% pour atteindre 21,1 milliards de dirhams, canalisant 69,6% des soumissions du mois, après 58,7% le mois précédent. De même, le volume soumissionné des maturités longues s'est accru de 10,4% pour s'établir à 4,2 milliards de dirhams, représentant 14% du volume des soumissions après 16% en décembre 2025. En revanche, le volume soumissionné des maturités courtes a reculé de 18,2% pour se situer à 5 milliards de dirhams, soit 16,4% du volume des soumissions après 25,3% le mois dernier.

**Evolution des taux des bons du Trésor**

S'agissant de l'évolution des taux moyens pondérés primaires des émissions des bons du Trésor au titre du mois de janvier 2026, comparativement aux taux des dernières émissions de l'année 2025, ceux-ci ont enregistré de légères hausses de 4 points de base pour les taux des bons à 26 semaines, de 8 points de base pour ceux à 2 ans et de 18 points de base pour ceux à 5 ans.

	Janv-26	Dernières émissions		Var
		Taux	Date	
13 semaines	-	1,68%	Sept-25	-
26 semaines	2,19%	2,15%	Déc-25	+4 pb
52 semaines	-	2,22%	Nov-25	-
2 ans	2,62%	2,54%	Déc-25	+8 pb
5 ans	2,77%	2,59%	Nov-25	+18 pb
10 ans	-	2,74%	Nov-25	-
15 ans	-	3,13%	Oct-25	-
20 ans	-	3,30%	Sept-25	-
30 ans	-	3,75%	Oct-25	-

Source : MEF, Calculs DEPF

## Léger repli des indices de la Bourse de Casablanca au cours du mois de janvier 2026

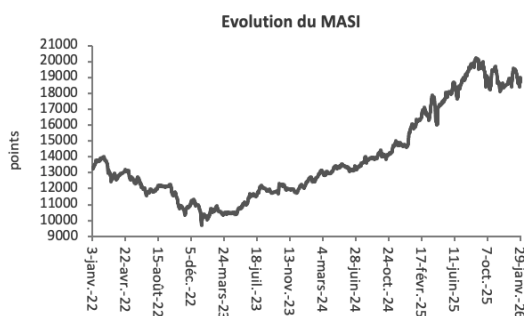
**-1% et -2,9%**

(fin jan-26/fin déc-25)



MASI et MASI 20

Au cours du mois de janvier 2026, les indices de la Bourse de Casablanca ont enregistré un léger recul. Ainsi, les indices MASI et MASI 20 ont clôturé ce mois à 18666,95 et 1443,29 points respectivement, enregistrant une baisse, par rapport à fin décembre 2025, de 1% et 2,9%. Toutefois, par rapport à leurs niveaux à la même période de l'année précédente, ils se sont accrus de 14,9% et 9,5%.



Source : Bourse de Casablanca ; Elaboration : DEFP

**Banques : -2,2%**

**BTP : -4,5%**

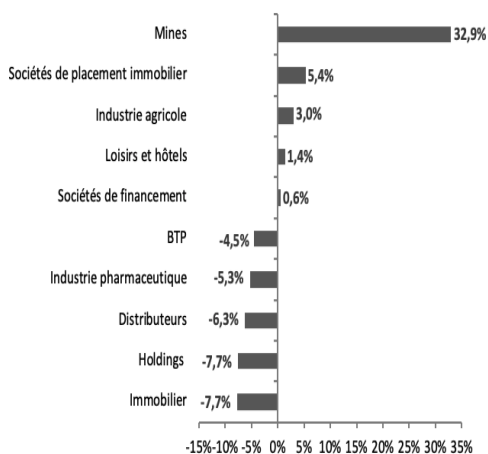
**Maroc Telecom : -1,8%**

(fin jan-26/fin déc-25)



Indices sectoriels

Les dix plus fortes variations mensuelles des indices sectoriels à fin janvier 2026 (variations par rapport à fin décembre 2025)



Source : Bourse de Casablanca ; Elaboration : DEFP

Au niveau sectoriel, parmi les 24 secteurs représentés à la cote de la Bourse de Casablanca, 19 secteurs ont enregistré des performances négatives par rapport à fin décembre 2025, particulièrement, les indices des secteurs de l'immobilier (-7,7%), des holdings (-7,7%) et des distributeurs (-6,3%). De même, les indices des banques, du BTP et de Maroc Telecom ont reculé de 2,2%, 4,5% et 1,8% respectivement. Les performances positives du mois ont concerné, notamment, l'indice des mines (+32,9%) et, dans une moindre mesure, les indices des sociétés de placement immobilier (+5,4%), de l'industrie agricole (+3%) et des loisirs et hôtels (+1,4%).

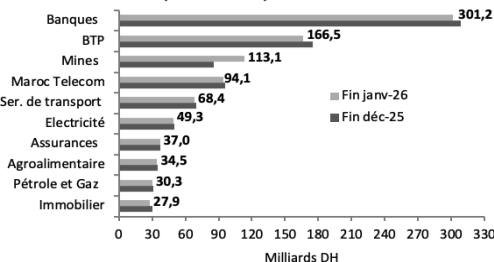
**1041,6 Mds DH**  
(fin janvier)



Capitalisation boursière

Quant à la capitalisation boursière, elle a quasiment stagné (+0,1%), par rapport à fin décembre 2025, pour se situer à 1041,6 milliards de dirhams. Néanmoins, elle a augmenté de 25,6% par rapport à fin janvier 2025. La quasi-stagnation enregistrée par rapport au mois précédent a résulté, particulièrement, de l'effet conjoint de la contribution positive notable des mines, atténuée par les contributions négatives du BTP, des banques, de l'immobilier et de Maroc Telecom.

Les dix plus fortes capitalisations sectorielles



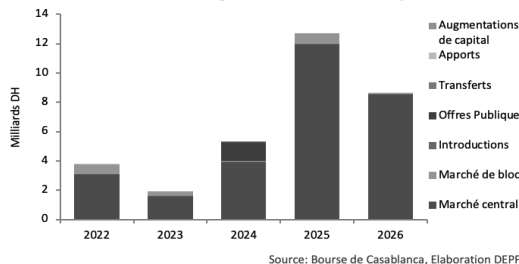
Source : Bourse de Casablanca ; Elaboration : DEFP

**8,6 Mds DH**  
(fin janvier)



Volume global des transactions

Evolution du volume global des transactions à fin janvier



Source : Bourse de Casablanca, Elaboration DEFP

S'agissant du volume global des transactions réalisées au titre du mois de janvier 2026, il a reculé de 71,1% par rapport à fin décembre 2025 et de 31,9% par rapport au même mois de l'année précédente, pour se situer à 8,6 milliards de dirhams. Ce volume a été réalisé essentiellement au niveau du marché central à hauteur de 99,1%, soit 8,5 milliards de dirhams, en baisse de 46,9% par rapport à fin décembre 2025 et de 28,7% par rapport à fin janvier 2025. De leur côté, les transferts d'actions ont représenté 0,8% du volume des transactions.





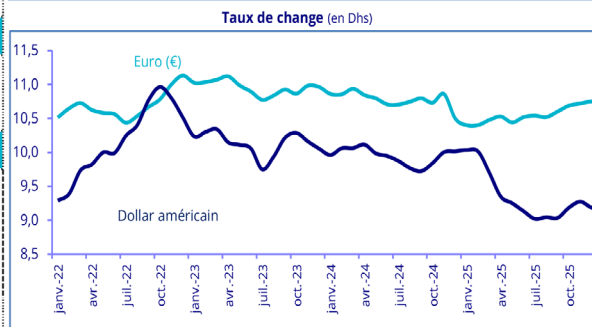
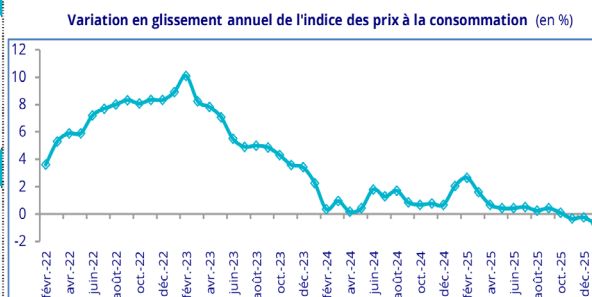
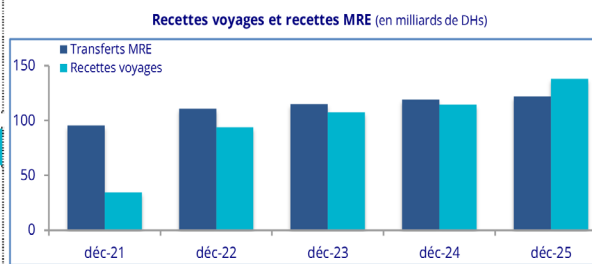
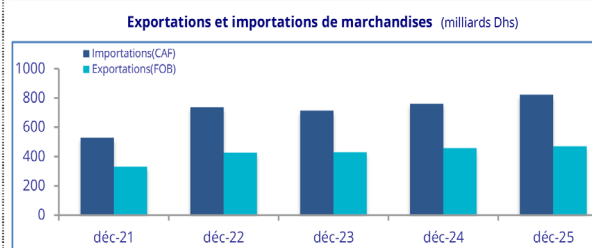
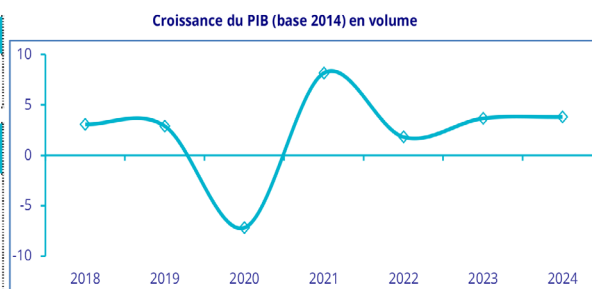
# TABLEAU DE BORD



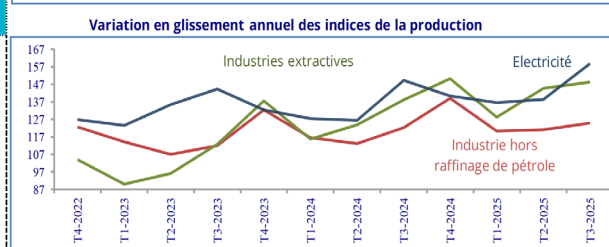
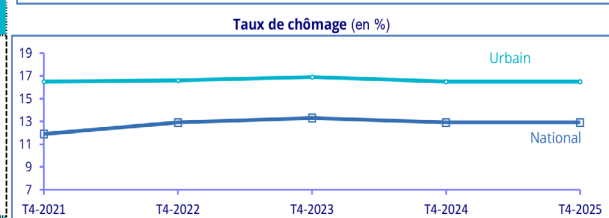
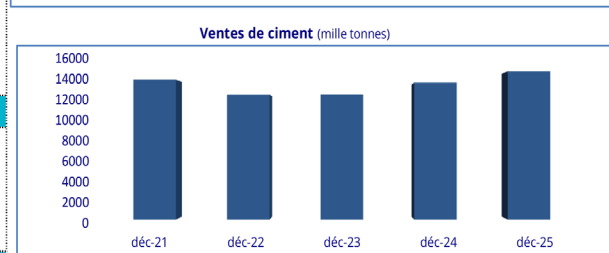
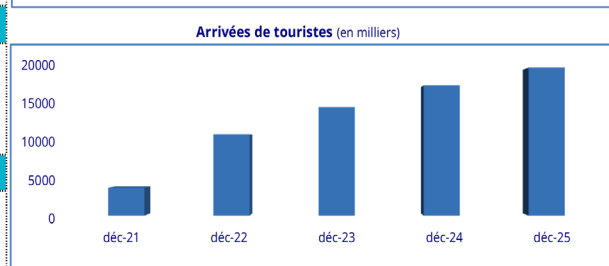
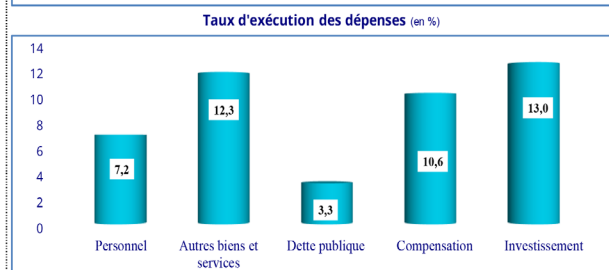
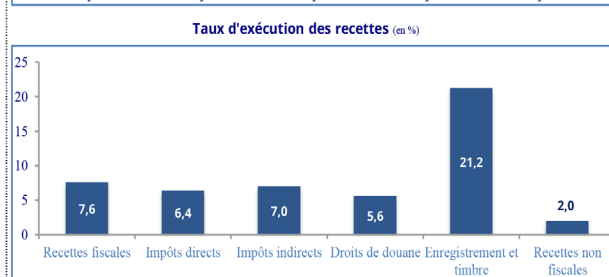
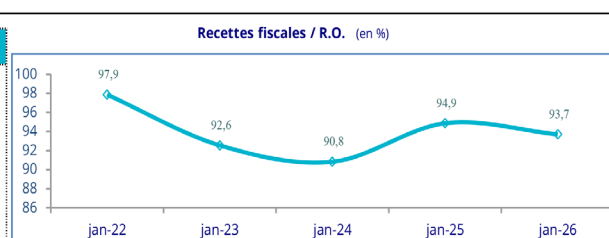
N° : 347

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)	déc-24	déc-25	(%)
Importations globales	761.272	822.223	8,0
Produits énergétiques	113.827	107.567	-5,5
Produits finis d'équipement	175.714	199.133	13,3
Produits alimentaires	91.592	94.608	3,3
Exportations globales	456.342	469.075	2,8
Phosphate et dérivés	87.083	99.804	14,6
Automobile	157.594	154.494	-2,0
Déficit commercial	-304.930	-353.148	15,8
Taux de couverture (en %)	59,9	57,0	
Transferts MRE	118.979	122.023	2,6
Recettes voyages	114.475	138.101	20,6
Recettes des IDE	43.802	56.052	28,0
Monnaie (millions de Dhs)	déc-24	déc-25	(%)
Agrégat M3	1.892.039	2.069.797	9,4
Avoirs officiels de réserve	375.499	443.272	18,0
Créances nettes sur l'administration centrale	339.309	360.777	6,3
Créances sur l'économie	1.417.193	1.542.927	8,9
Dont : Crédits des AID	1.172.679	1.265.241	7,9
Crédits immobiliers	310.922	321.485	3,4
Crédits à l'équipement	242.664	304.189	25,4
Crédits à la consommation	58.548	61.463	5,0
Bourse	jan-25	jan-26	(%)
MASI	16.248	18.667	14,9
MASI20	1.318	1.443	9,5
Volume des transactions (2) (millions de Dhs)	12.639	8.548	-32,4
Indice des prix à la consommation (100=2017)	jan-25	jan-26	(%)
Indice des prix à la consommation	119,9	119,0	-0,8
Produits alimentaires	132,0	129,2	-2,1
Produits non alimentaires	112,0	112,4	0,4
Taux de change (en MAD)	jan-25	jan-26	(%)
Euro	10,40	10,76	3,45
Dollar américain US\$	10,03	9,16	-8,68
Taux d'intérêt (dernières émissions)	déc-25	jan-26	Pb 100
Taux adjudications (52 semaines)	2,215	-	-
(2 ans)	2,543	2,615	7
(5 ans)	2,591	2,770	18
(10 ans)	2,744	-	-
(15 ans)	3,133	-	-



Finances publiques (hors TVA des CL)	jan-25	jan-26	(%)
Recettes ordinaires (R.O) (en millions de Dhs)	32.460	29.773	-8,3
Recettes fiscales	30.794	27.898	-9,4
Impôts directs	12.760	10.567	-17,2
IS	2.174	2.552	17,4
IR	10.105	7.644	-24,4
Impôts indirects	12.249	11.193	-8,6
TVA	9.684	8.800	-9,1
TIC	2.565	2.394	-6,7
Droits de douane	1.411	1.040	-26,3
Enregistrement et timbre	4.374	5.097	16,5
Recettes non fiscales	1.056	1.257	19,0
Recettes en provenance des établissements et entreprises publics	72	212	194,4
Dépenses ordinaires (D.O)	42.117	32.697	-22,4
Biens et services	39.092	29.855	-23,6
Personnel	13.261	14.089	6,2
Autres biens et services	25.831	15.766	-39,0
Dettes publiques	300	845	181,7
Dettes publiques extérieures	666	531	-20,2
Compensation	2.059	1.466	-28,8
Investissement	13.013	14.984	15,1
Activités sectorielles	janv.-25	janv.-26	(%)
Débarquements de la pêche côtière (en mille tonne)	30	24	-20,7
Débarquements de la pêche côtière (en millions DH)	1.414	1.483	4,9
Ventes de ciment (mille tonnes)	1.286	1.044	-18,8
Arrivées de touristes (y compris MRE) (en milliers)	déc.-24	déc.-25	(%)
Arrivées de touristes (y compris MRE) (en milliers)	17.412	19.793	13,7
Nuitées dans les EHC(4) (en milliers)	39.916	43.427	8,8
Chiffre d'affaires à l'exportation de l'OCP (millions Dhs)	87.083	99.804	14,6
Energie appelée nette (GWh)	45.698	49.035	7,3
Consommation d'électricité (GWh)	35.268	41.107	16,6
Parc global de la téléphonie mobile (milliers)	sept.-24	sept.-25	(%)
Parc global de la téléphonie mobile (milliers)	60.245	61.144	1,5
Taux de pénétration (%)	161	166	
Parc global de la téléphonie fixe (milliers)	sept.-24	sept.-25	(%)
Parc global de la téléphonie fixe (milliers)	4.071	4.431	8,8
Internet	42.127	43.412	3,1
Emploi	T4-2023	T4-2024	T4-2025
Taux d'activité	43,3	43,5	44,2
Taux de chômage	13,3	12,9	12,9
Urbain	16,9	16,5	16,5
Diplômés	21,6	-	-
Agés de 15 à 24 ans	48,0	47,3	50,1
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

