



## INSTITUT NATIONAL D'ANALYSE DE LA CONJONCTURE

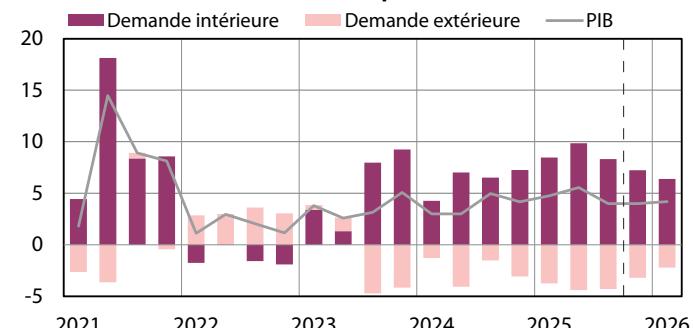
### Synthèse du point de conjoncture du troisième trimestre 2025 et perspectives pour le quatrième trimestre 2025 et le premier trimestre 2026

L'économie nationale se serait inscrite dans un régime de croissance plus modéré, mais encore soutenu au second semestre 2025. En variation annuelle, la progression de l'activité se serait établie au quatrième trimestre au même niveau que celui enregistré au troisième trimestre (+4%), en dépit de l'accentuation du ralentissement de la demande extérieure. Elle aurait été particulièrement impulsée par l'expansion entretenue des services non marchands et par le regain des activités liées à l'organisation de la Coupe d'Afrique des Nations. La demande intérieure serait restée le principal moteur de la croissance, sur fond de la combinaison d'un coût attractif du crédit et de l'affaiblissement des tensions sur les prix. Le renforcement anticipé des activités agricoles au début de l'année courante devrait conforter cette trajectoire et soutiendrait une accélération de la croissance économique à 4,2% au premier trimestre 2026.

#### Modération de la croissance au troisième trimestre 2025

Le rythme d'expansion de l'économie nationale s'est assagi au cours de la deuxième moitié de 2025, après un premier semestre particulièrement dynamique, marqué par une impulsion vigoureuse et généralisée des branches secondaires. La croissance économique s'est établie à 4% au troisième trimestre 2025, en rythme annuel, au lieu de 4,8% et 5,5% respectivement aux premier et deuxième trimestres. Cette inflexion a été une conséquence directe de la décélération des activités manufacturières, confrontées au cours de l'été 2025 à un tassement de la demande extérieure adressée aux industries métalliques, métallurgiques, électroniques et aux produits du textile. À l'inverse, les services non marchands et financiers, l'immobilier et l'agriculture ont continué de jouer un rôle stabilisateur, permettant de préserver un rythme d'activité globalement en hausse de 0,4 point par rapport à celui de son niveau tendanciel.

Croissance du PIB en % et contribution de la demande en points



Source : HCP, estimations au delà des pointillés

L'expansion de l'activité a reposé, principalement, sur le soutien de la demande intérieure, malgré des signes de modération progressive. La solidité de l'investissement s'est maintenue, grâce à la vigueur des dépenses publiques en infrastructure et au redressement de l'équipement des entreprises, tandis que la consommation des ménages a poursuivi son affermissement au ralenti, affichant une amélioration de 3,9% au troisième trimestre 2025, au lieu de +5,1% au trimestre précédent. Les échanges extérieurs ont, pour leur part, continué d'exercer un effet restrictif, soustrayant 4,3 points à la croissance économique au cours de la même période.

Dans ces conditions, les équilibres macroéconomiques internes ont montré des signes de relative résilience, nonobstant un durcissement des pressions sur les finances publiques. Le déficit budgétaire s'est, en effet, sensiblement

renforcé au troisième trimestre 2025, tandis que le besoin de financement de l'économie nationale s'est légèrement atténué, pour s'établir à 12,3 milliards de dhs, contre 13,7 milliards le trimestre précédent.

### Croissance stabilisée à fin 2025 grâce aux services

L'économie nationale aurait continué de subir les effets d'une décélération prononcée de la demande extérieure adressée aux branches secondaires au quatrième trimestre 2025. Ce mouvement aurait, toutefois, été partiellement compensé par la bonne tenue des exportations de services, impulsée par l'organisation de la Coupe d'Afrique des Nations en décembre 2025. L'accroissement des dépenses des visiteurs aurait dopé l'activité des secteurs de l'hébergement, de la restauration, du transport et des services récréatifs. Dans l'ensemble, le volume des exportations nationales de biens et services aurait progressé de 5,3%, après +8,2% le trimestre précédent. Parallèlement, les importations auraient, également, connu un sensible mouvement de modération, ayant permis de limiter l'effet contraignant du commerce extérieur sur la croissance économique à -3,3 points, au lieu -4,3 points au troisième trimestre.

Face à un environnement extérieur contrasté, l'activité économique aurait, néanmoins, conservé son orientation favorable, affichant une croissance de 4% au quatrième trimestre 2025, stimulée principalement par la solidité des moteurs internes. La demande des entreprises serait restée soutenue, notamment dans les services, portée par l'amélioration des résultats financiers des entreprises et par des conditions de financement toujours propices à l'investissement productif. Les dépenses publiques en infrastructures se seraient, également, poursuivies, appuyant une hausse de l'investissement de 11,2% au quatrième trimestre 2025. La consommation des ménages aurait, pour sa part, poursuivi son amélioration au rythme de 3,8% au cours de la même période, bénéficiant du maintien des mesures budgétaires en faveur du pouvoir d'achat, de la progression des salaires nominaux et de l'atténuation des tensions inflationnistes.

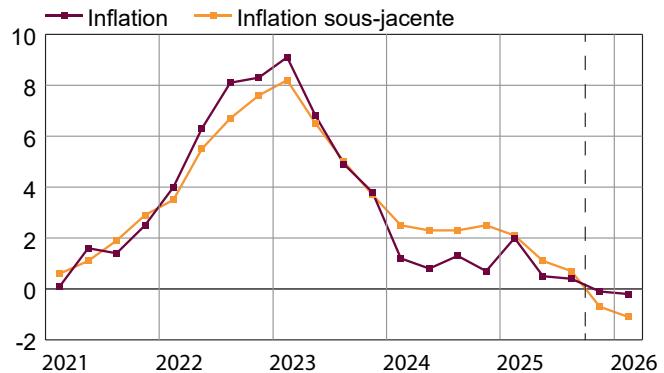
L'inflation aurait, en effet, poursuivi son mouvement baissier pour le troisième trimestre consécutif, s'établissant à -0,1% au quatrième trimestre, au lieu de 2% au début de l'année. Cette inflexion aurait résulté d'une contraction de 0,7% des prix alimentaires combinée à une augmentation de 0,4% de ceux des produits non-alimentaires. Le net retrait de l'inflation alimentaire aurait été induit par une diminution significative des prix de l'huile d'olive, favorisée par une récolte nationale abondante, ainsi que par la baisse des prix des viandes. Il aurait été, également, appuyé par le repli des prix à l'import des céréales et des légumineuses sèches, dans le sillage de l'amélioration de leurs offres sur les marchés mondiaux. Ces tendances auraient, toutefois, été partiellement atténuées par la persistance des pressions sur les prix des produits frais et du café. Parallèlement, la poursuite de la baisse des prix de l'énergie, bien qu'à un rythme plus modéré que celui enregistré le trimestre précédent (-1,1%, après -3%), aurait contribué à contenir l'évolution des prix des produits non alimentaires, sous l'effet du recul des cours internationaux du pétrole. L'inflation sous-jacente, qui exclut les prix soumis à l'intervention de l'Etat et les produits à prix volatils, aurait, pour sa part, évolué selon une trajectoire similaire, mais de manière plus marquée que l'inflation globale, s'établissant à -0,7% après +0,7% le trimestre précédent, du fait notamment de la réduction des tensions sur sa composante alimentaire.

### Un contexte monétaire et financier encore propice

Les créances sur l'économie auraient, légèrement, accéléré au quatrième trimestre 2025, affichant une hausse de 6,8%, en glissement annuel, au lieu de +6,6% au trimestre précédent. Cette performance aurait été dopée par la reprise des crédits de trésorerie aux entreprises et des prêts à la consommation des ménages. Le besoin de liquidité bancaire se serait, légèrement, atténué, incitant Bank Al-Maghrib à réduire ses financements, tandis que la croissance des créances nettes sur l'administration centrale se serait poursuivie au rythme de 6,5% et celle des avoirs officiels de réserve de 16,1%. Dans l'ensemble, la masse monétaire aurait crû de 7,7% au cours de la même période.

Dans ce contexte, Bank Al-Maghrib a maintenu inchangé son taux directeur à 2,25% au quatrième trimestre 2025, après la réduction de 25 points de base intervenue au premier trimestre. Le taux interbancaire se serait, pour sa part, stabilisé à un niveau proche de celui du taux directeur, enregistrant un recul de 46 points de base en glissement annuel. Parallèlement, les taux créditeurs auraient poursuivi leur orientation baissière, affichant une diminution moyenne de 7 points de base. Les rendements des adjudications des bons du Trésor pour les maturités à 1, 5 et 10 ans se seraient, également, inscrits en repli au cours de la même période (-38, -36 et -50 points de base, respecti-

**Inflation et inflation sous-jacente en %**

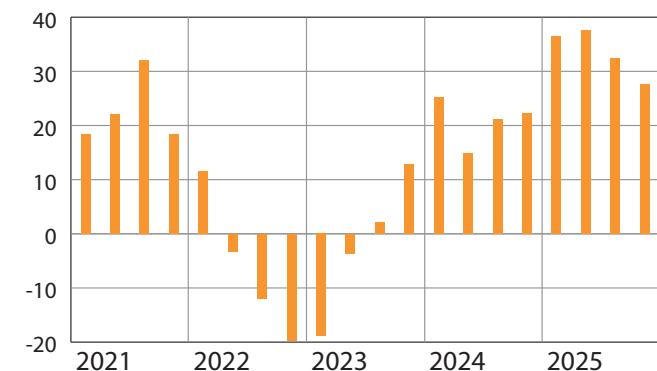


Source : HCP

vement). Sur le marché des changes, le dirham se serait déprécié de 1,1% face à l'euro, tout en s'appréciant de 7,3% vis-à-vis du dollar.

En ligne avec la poursuite de conditions de financement accommodantes, le marché des actions aurait conservé sa trajectoire haussière malgré une correction en novembre liée à des prises de bénéfices. L'indice MASI aurait progressé de 27,6% en glissement annuel et la capitalisation boursière de 38,3%, sur fond du maintien de la confiance des investisseurs et la baisse des tensions inflationnistes. La hausse aurait concerné la majorité des secteurs, particulièrement les ingénieries et biens d'équipement industriels, les mines, l'industrie pharmaceutique, le transport, les loisirs et l'électricité. La liquidité du marché aurait, toutefois, marqué une légère régression et le volume des transactions aurait diminué de 3,9%.

**Indice MASI (GA en %)**



Source : BVC

## Perspectives d'une légère accélération de la croissance au début de 2026

L'économie nationale devrait évoluer au début de 2026 dans un environnement marqué par une combinaison de chocs externes et structurels. D'une part, la modération persistante de la demande européenne, accentuée par l'augmentation des droits tarifaires américains et l'intensification de la concurrence chinoise, continuerait de peser sur les exportations nationales. Les entreprises exportatrices devraient, d'autre part, faire face à un double choc réglementaire sur le marché européen, résultant de la transition vers le régime d'ajustement carbone aux frontières européennes et la mise en œuvre d'une nouvelle législation française limitant le recours à l'offshoring dans les activités de consommation et de prospection. Le ralentissement de la demande extérieure, amorcé au troisième trimestre 2025 et accentué en fin d'année, devrait se poursuivre, ramenant l'accroissement du volume des exportations nationales de biens et services à +3,9%, en variation annuelle, au lieu d'une croissance moyenne de +10,4% par trimestre au cours du dernier quinquennat.

Face à ces contraintes, les ressorts de la résilience de la croissance économique nationale resteraient, principalement, internes, avec une demande intérieure en progression continue, grâce au regain des activités agricoles et à la poursuite des faibles tensions sur les prix. La hausse du cumul pluviométrique de 57% au cours des deux premiers mois de la campagne agricole 2025/2026, combinée aux nouvelles mesures de soutien aux agriculteurs, devrait soutenir une amélioration de l'emploi et des revenus des ménages ruraux, sous réserve d'un hiver conforme aux normales saisonnières ; la pluviométrie du mois de mars restant décisive. Les dépenses de consommation afficheraient, dans ces conditions, un affermississement de 3,9%, au premier trimestre 2026, alors que les investissements conserveraient un rythme soutenu (+9,8%), portés par les dépenses publiques en infrastructures.

Dans l'ensemble, la croissance économique nationale devrait atteindre 4,2% au premier trimestre 2026 en rythme annuel, après 4% au trimestre précédent. Cette légère accélération serait, essentiellement, le fait des activités agricoles et tertiaires, avec une contribution à la croissance économique globale qui s'élèverait à +2,9 points. Le secteur de la construction poursuivrait son évolution au rythme de 3,4%, après la décélération observée à fin 2025, imputable aux interruptions ponctuelles liées aux intempéries de décembre. À l'inverse, l'industrie manufacturière, plus exposée aux fluctuations de la demande extérieure, afficherait une croissance modérée (+3,1%), reflétant la persistance des pressions sur les marchés d'exportation.

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



Ilot 31-3, secteur 16, HAY RIAD, RABAT - MAROC, BP : 178 - 10001

[hcp.ma](http://hcp.ma)

[contact@hcp.ma](mailto:contact@hcp.ma)

+212(0)5 37 57 69 00



Scannez pour accéder aux publications de l'institut



@hcpmaroc  
36,4 K Followers



HCP Maroc ( Page officielle)  
58 K Followers



@marochcp  
5,5 K Followers