



INSTITUT NATIONAL D'ANALYSE DE LA CONJONCTURE

Note de conjoncture du quatrième trimestre 2025 et perspectives pour les premier et deuxième trimestres 2026

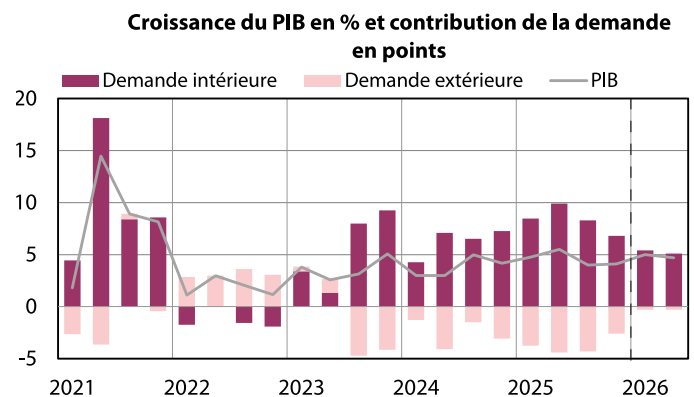
La croissance économique nationale aurait atteint 5% au premier trimestre 2026, en variation annuelle, au lieu de 4,1% au quatrième trimestre 2025. Malgré l'escalade des prix de l'énergie en mars, la dynamique de la croissance aurait été préservée, grâce à l'accélération des activités agricoles et à la résilience des branches tertiaires, sur fond d'une hausse continue de la demande intérieure. Au deuxième trimestre 2026, sous l'hypothèse de la stabilisation des prix de l'énergie, la croissance du PIB se poursuivrait au rythme de 4,7%, tirée principalement par la diffusion des effets du renforcement de la production agricole sur l'activité et l'emploi.

Croissance stable à fin 2025 tirée par un affermissement de la demande intérieure

La croissance s'est poursuivie à fin 2025 à un rythme quasiment stable par rapport au troisième trimestre, malgré des trajectoires sectorielles différenciées. Les industries manufacturières, et après avoir sensiblement décéléré pendant l'été 2025, ont enregistré un affermissement plus notable qu'anticipé (+4,1%), portée par le rattrapage des filières agroalimentaire et pharmaceutique. Ce regain a favorisé un retournement du cycle de stockage et un raffermissement des activités de commerce et des services associés. Parallèlement, les activités tertiaires non marchandes ont conservé un rythme de croissance soutenu, tandis que les industries extractives et la construction ont connu un sensible mouvement de ralentissement, dans le sillage des perturbations climatiques ayant marqué la fin de l'année passée. Au total, la croissance du PIB s'est établie à 4,1% au quatrième trimestre 2025, au lieu de 4% un trimestre plus tôt.

La demande intérieure est restée le principal moteur de cette performance. La consommation des ménages a progressé de 4,4%, soutenue par l'amélioration de l'emploi et des salaires, tandis que l'investissement est resté dynamique, tout en amorçant une phase de normalisation (+8,5%, au lieu de +15% au troisième trimestre 2025). Cette inflexion a reflété une modération des investissements en construction, alors que les dépenses en équipements industriels ont prolongé leur expansion.

À l'inverse, les échanges extérieurs ont continué de brider la croissance, sous l'effet conjugué de la progression modérée des exportations (+6,1%) comparativement à celle des importations (+10%). Le reflux relatif des prix à l'import a, toutefois, contribué à réduire le poids de la facture commerciale par rapport au PIB de 0,2 point, au quatrième trimestre 2025, en variation annuelle.



Source : HCP, estimations au delà des pointillés

Les tensions se sont, également, relâchées sur les autres équilibres macroéconomiques. En particulier, le déficit budgétaire s'est allégé, sous l'effet combiné d'un ralentissement des dépenses de fonctionnement et d'un redressement des recettes non fiscales. Dans l'ensemble, le besoin global de financement de l'économie s'est établi à 11,6 milliards de dirhams, contre 12,3 milliards de dirhams au trimestre précédent.

Rééquilibrage du régime de la croissance économique en faveur de l'offre au premier trimestre 2026

La dynamique économique nationale aurait été marquée, au premier trimestre 2026, par un rééquilibrage du régime de croissance en faveur de l'offre, sous l'effet d'un choc pluviométrique exceptionnel. L'activité agricole aurait enregistré une expansion de 14,8%, apportant un gain de 1,5 point à la croissance globale, contre +0,5 point au trimestre précédent. Ce redressement aurait été stimulé par une pluviométrie favorablement répartie et excédentaire de 86,6% par rapport à la même période d'une année normale.

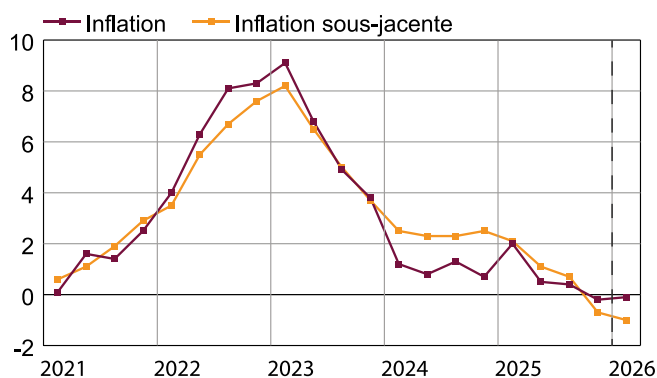
Hors agriculture, l'activité aurait crû de 3,8%, au lieu de +4% au quatrième trimestre 2025. Les branches secondaires auraient été pénalisées par la poursuite du ralentissement des industries extractives et de la construction, tandis que la croissance de l'industrie manufacturière se serait maintenue, portée par le rétablissement de l'agroalimentaire et par un redressement de la filière de fabrication du matériel de transport. Les services seraient, pour leur part, restées bien orientés, affichant une amélioration de 4,3%. Au total, le PIB aurait progressé de 5%, en variation annuelle, au lieu de 4,1% au trimestre précédent.

L'accélération de la croissance économique serait intervenue dans un contexte de légère reprise de la demande extérieure européenne, sur fond de l'intensification des investissements et des effets d'assouplissement maintenu des conditions monétaires. Cette évolution aurait principalement bénéficié aux services et aux biens de consommation, stimulant, ainsi, une augmentation du volume des exportations nationales de biens et services de 7,4%, au lieu de +6,1% au trimestre précédent. Parallèlement, les importations auraient prolongé leur mouvement ascendant à un rythme moins prononcé qu'à fin 2025 (+6,9%), ramenant, ainsi, la contribution négative des échanges extérieurs à la croissance économique, à -0,3 point au lieu de -2,6 points un trimestre plus tôt.

L'activité aurait été, également soutenu, par une demande intérieure en hausse continue, bien qu'à un rythme plus modéré (+4,8% au lieu de +6,2% au dernier trimestre 2025). L'investissement aurait poursuivi sa phase de normalisation, après cinq trimestres de forte progression, alors que la consommation des ménages se serait accrue de 4,6%, portée par l'amélioration des revenus, notamment en milieu rural, et par la poursuite de la détente des prix.

En effet, et en dépit d'une légère accélération des prix non alimentaires (+0,6%), plus marquée au mois de mars 2026, l'inflation globale se serait établie à -0,1% au premier trimestre, entraînée par le repli des prix alimentaires (-1,1%). La baisse des prix de l'huile d'olive (-1,2 point de contribution) et de ceux des viandes (-0,5 point), ainsi que de la détente des cours des céréales non transformées et des légumineuses sèches auraient compensé le renchérissement des produits frais (+1,1 point), tirée par les légumes et les poissons. Hors alimentation, les prix auraient été portés par l'accroissement de ceux des services (+1%, après +0,8%) et par la hausse des prix des articles de bijouterie (+0,2 point). L'inflation sous-jacente, excluant les prix réglementés et volatils, se serait, quant à elle, inscrite à -1%, reflétant la persistance du repli de sa composante alimentaire.

Inflation et inflation sous-jacente en %



Source : HCP

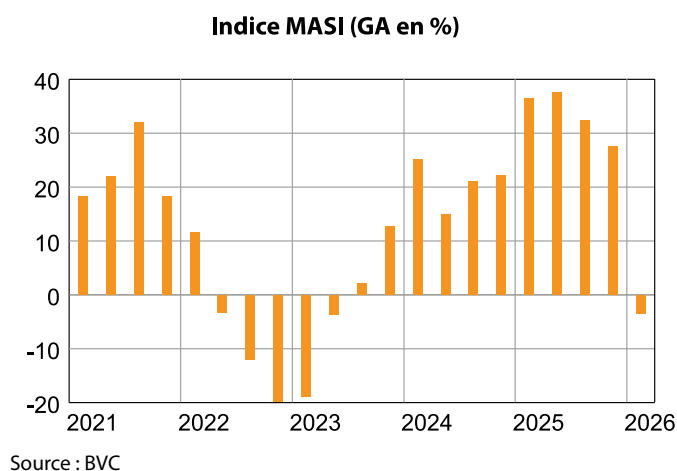
Conditions monétaires favorables et ajustement du marché des actions

Les conditions de financement seraient restées accommodantes au premier trimestre 2026. Les créances sur l'économie auraient progressé de 8,2%, en glissement annuel, au lieu de +6,6% et +8,9%, respectivement aux troisième et quatrième trimestres 2025. Cette dynamique aurait été imputable, notamment, au renforcement des crédits à l'équipement des entreprises et ceux au secteur immobilier. Les avoirs officiels de réserve se seraient, également, accélérés, affichant un relèvement de 25,2%, alors que les créances nettes sur l'administration centrale auraient légèrement augmenté, traduisant un accroissement de l'endettement monétaire du Trésor de 2,1%. En conséquence, la masse monétaire aurait crû de 9,5%, au premier trimestre 2026, au lieu de +9,3% un trimestre plus tôt.

Le déficit de liquidité se serait accentué au début de l'année 2026, en glissement annuel, reflétant des besoins croissants de financement ainsi qu'une circulation fiduciaire soutenue. Dans ce contexte, Bank Al-Maghrib aurait augmenté le volume de ses financements aux banques, tout en maintenant inchangé son taux directeur à 2,25%. Les

taux d'intérêt sur le marché interbancaire se seraient, ainsi, stabilisés au niveau du taux directeur, marquant un recul de 22 points de base de leur niveau moyen, en variation annuelle. Les taux auraient encore décliné sur le marché des adjudications des bons du Trésor, avec des baisses de 15,2 et 21 points de base respectivement pour les taux de maturité 1,5 et 10 ans. Dans le même sillage, les taux créditeurs auraient maintenu leur tendance baissière, se repliant, en moyenne, de 16 points de base. Sur le marché des changes, le dirham se serait déprécié de 3,5% face à l'euro et se serait apprécié de 7% vis-à-vis du dollar.

Parallèlement, le marché des actions aurait renoué avec des évolutions baissières qui se seraient inscrites dans le mouvement de correction entamé depuis le début de l'année 2026 et amplifié au cours du mois de mars, après une forte progression enregistrée en 2025. L'indice MASI aurait affiché une perte de 3,4%, en glissement annuel, au premier trimestre 2026, après un gain de 27,6% au trimestre précédent, mais la capitalisation boursière se serait appréciée de 4,1%. La décline des indices boursiers aurait, en particulier, marqué les cours des secteurs de la chimie, des sociétés de portefeuilles, du transport, de la promotion immobilière et du secteur de l'électricité. La liquidité du marché aurait régressé et le volume des transactions aurait reculé de 19,7% au cours de la même période.





Résilience de la croissance sous contraintes de résurgence des tensions inflationnistes


Les perspectives pour le deuxième trimestre 2026 s'inscrivent dans un environnement caractérisé par une montée des incertitudes liées à l'évolution des tensions géopolitiques et leurs implications sur les marchés des matières premières. Les pressions sur les prix énergétiques, qui s'étaient apaisées depuis 2023, sur fond d'une demande mondiale modérée, ont été ravivées par le déclenchement de la guerre en Iran. Dans un scénario central reposant sur une normalisation politique et une sécurisation du détroit d'Ormuz, avec une reconstruction accélérée des installations pétrolières et gazières endommagées, les prix du Brent se maintiendraient entre 85 et 100 \$/baril au deuxième trimestre, avant de décroître progressivement à partir du troisième trimestre 2026.


Dans ces conditions, la croissance économique nationale s'établirait à +4,7% en variation annuelle, après +5% au premier trimestre. Cette expansion, masquant un effet de base significatif lié au rebond des branches secondaires enregistré au deuxième trimestre 2025, serait particulièrement stimulée par la diffusion des effets du redressement agricole et par la résilience de la demande intérieure. La consommation des ménages progresserait au rythme de 4,2%, tandis que les dépenses d'investissement s'inscriraient toujours en phase de modération, avec une hausse de 3,8% de la formation brute de capital fixe.

Dans ce scénario, les aléas demeurent importants. À court terme, la hausse des prix pétroliers se traduirait par une pression accrue sur l'inflation, tandis que sa transmission aux prix intérieurs resterait, à ce stade, partiellement contrainte par la concomitance des effets du choc pluviométrique et les mesures de freinage de la hausse des prix du transport. Un durcissement plus important des tensions sur les marchés énergétiques en renforcerait, toutefois, la propagation, avec des effets plus sensibles sur la demande intérieure et les coûts de production et, en particulier dans les secteurs de la pêche, de la chimie, de la métallurgie et des industries des matériaux de construction.

 Centre multimédia, Av Mohammed VI, rue Ghiata, Route de Zaer, KM
4.5, Rabat - Maroc

 hcp.ma

 contact@hcp.ma

 +212(0)5 37 65 61 02



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