

المملكة المغربية
ROYAUME DU MAROC



المندوبية السامية للتخطيط
HAUT-COMMISSARIAT AU PLAN

N° 46 – Avril 2025

Note de
CONJONCTURE

INSTITUT NATIONAL D'ANALYSE DE LA CONJONCTURE

HAUT COMMISSARIAT AU PLAN

INSTITUT NATIONAL D'ANALYSE DE LA CONJONCTURE

NOTE DE CONJONCTURE

N°46 – AVRIL 2025

Date d'achèvement de la rédaction le 09 avril 2025

SOMMAIRE

3	Préambule
5	Synthèse conjoncturelle
	Focus Thématiques
12	▪ Focus 1 : Échanges commerciaux entre le Maroc et l’Egypte : déficit chronique
15	▪ Focus 2 : Risque systémique et marché bancaire: stabilité structurelle avec des vulnérabilités conjoncturelles
	Tendances conjoncturelles
18	▪ Environnement international
21	▪ Evolutions sectorielles
29	▪ Demande intérieure
31	▪ Prix à la consommation
33	▪ Echanges extérieurs
37	▪ Finances publiques
39	▪ Financement de l’économie
44	▪ Bourse des valeurs
48	Tableau de bord et annexes
57	Signes et abréviations

PRÉAMBULE

L'étude de la conjoncture économique revêt une importance particulière pour les décideurs. C'est un baromètre d'indicateurs de phénomènes annonciateurs de tendances qu'il importe d'appréhender dans les meilleurs délais.

Le Haut-Commissariat au Plan est chargé, dans ce cadre, de la collecte et de l'analyse de l'information de conjoncture, ainsi que de l'établissement des prévisions à court terme des principaux indicateurs de l'activité économique.

Le diagnostic et la prévision conjoncturels sont établis sur la base des études d'informations économiques, monétaires et financières. Les impacts de l'économie mondiale sont saisis à travers le suivi de l'évolution des principales grandeurs dont celles relatives à la zone euro en particulier.

Les données traitées sont, pour la plupart, de périodicité trimestrielle. La publication correspond au trimestre d'estimation. L'évolution des observations est suivie pour le trimestre antérieur et la prévision est élaborée pour le trimestre qui suit. Les prévisions annuelles sont mises à jour avec l'apparition de nouvelles données.

Les tableaux annexes retracent une série de données infra-annuelles de nature à permettre une appréciation quantitative des évolutions récentes de la conjoncture économique et financière.

SYNTHÈSE CONJONCTURELLE

L'économie nationale aurait enregistré une progression de 4,2% au premier trimestre 2025, en variation annuelle, après avoir affiché une modération de sa croissance à fin 2024. Ce regain aurait marqué l'ensemble des branches d'activité, notamment les services et les industries extractives. Au deuxième trimestre 2025, la croissance économique se maintiendrait au rythme de 3,8%, portée par un redressement de l'agriculture et la résilience des services.

Modération de l'activité à fin 2024 sous l'effet du ralentissement de la demande extérieure

L'économie nationale a enregistré une croissance de 3,7% au quatrième trimestre 2024, en variation annuelle, soutenue par une amélioration de la demande intérieure. Cette progression, plus modérée par rapport à celle du trimestre précédent (+4,3%), s'est établie cependant au-dessus de la performance moyenne enregistrée au premier semestre 2024.

Le renforcement de la demande intérieure a été équilibré et soutenu à la fin de 2024. La relance de la consommation des ménages s'est maintenue dans un contexte de hausse des revenus et d'amélioration des conditions d'emprunt, assurant un soutien de 2,6 points à la croissance économique au quatrième trimestre 2024. La dynamique des dépenses d'équipement des entreprises a été, au cours de la même période, plus tempérée, mais l'orientation de leur comportement vers le restockage a impulsé un relèvement de la contribution de l'investissement global à la croissance économique à 5,4 points, au lieu de 3,7 points au troisième trimestre 2024.

Le vif soutien apporté par la demande intérieure a été néanmoins amputé par une contribution négative de 5,2 points du commerce extérieur. Tirées par l'amélioration de la demande adressée aux industries chimiques, électroniques et électriques, les exportations en volume ont progressé de 9,2%, après +9,8% au trimestre précédent, mais la hausse des importations a été plus vive, grimant à +15,6%, en variation annuelle. Le taux de couverture des importations par les exportations s'est ainsi replié de 5 points comparativement à la même période de l'année antérieure.

Dans ces conditions, les pressions sur le financement de l'économie se sont renforcées, mais sont restées globalement contenues au dernier trimestre 2024, grâce à une amélioration sensible des transferts nets et des recettes budgétaires. Le besoin de financement de l'économie a globalement reflué pour atteindre 3,2% du PIB trimestriel, au lieu de +3,8% au trimestre précédent.

Regain d'activité au début de 2025 grâce aux services et à l'extractif

L'économie aurait connu un regain d'activité au premier trimestre 2025, avec une hausse prévue de 4,2% de la valeur ajoutée hors agriculture, en variation annuelle. La dynamique de la demande intérieure serait restée soutenue et l'apport fortement négatif des échanges extérieurs se serait réduit à -1,1 point, sous l'effet d'un sensible ralentissement des importations et d'une faible dynamique des exportations.

Par branche d'activité, ce seraient principalement les services marchands, notamment ceux de l'hébergement, les industries extractives et les activités de construction, qui auraient tiré la croissance, avec une progression de leurs valeurs ajoutées de 13,2%, 6,7% et 6,4% respectivement en variations annuelles. L'activité manufacturière, davantage dépendante des impulsions du commerce extérieur, aurait connu une modération de sa croissance avec une réduction de 0,2 point de sa contribution à la croissance économique. Au total, et compte tenu d'un redressement de 3,1% des activités agricoles, le produit intérieur brut aurait augmenté de 4,2% au premier trimestre 2025, en variation annuelle.

La demande des ménages serait restée le socle de cette performance. L'amélioration des revenus liée aux mesures socio-fiscales, notamment les augmentations des salaires dans le secteur privé et les administrations publiques et la révision à la baisse de l'impôt sur le revenu, aurait stimulé une hausse de leurs dépenses de consommation de 4,5%, malgré une reprise des prix à la consommation.

L'inflation aurait, en effet, atteint +2,2%, au premier trimestre 2025, au lieu de +0,7% un trimestre plus tôt. Cette évolution aurait été le résultat de l'augmentation de 3,7% des prix des produits alimentaires et de 1,1% de ceux des produits non alimentaires. L'accélération de l'inflation alimentaire aurait été le fait du renchérissement des prix de l'alimentation de base. En particulier, la contribution à la hausse des prix des viandes, persistante depuis plus de quatre trimestres (+1 point) et de ceux des poissons frais (+0,2 point) ainsi que des légumes frais (+0,1 point de contribution, contre -1 point un trimestre plus tôt) auraient contribué de manière significative à cette reprise. Les ajustements tarifaires, notamment sur le tabac (+2,9% en janvier), auraient, également, renforcé cette tendance, quoiqu'à un moindre degré. En parallèle, les prix des produits non-alimentaires auraient affiché une progression modérée, principalement tirée par l'augmentation de 1% des prix de l'énergie, après -1,1% au trimestre précédent. La composante sous-jacente de l'inflation, qui exclut les prix de l'énergie, les prix soumis à l'intervention de l'Etat et les prix volatils, aurait, pour sa part, légèrement ralenti à 2,3%, après +2,5%, reflétant une moindre dynamique des prix des produits manufacturés.

Assouplissement monétaire renforcé et embellie du marché boursier

La masse monétaire aurait continué de croître au premier trimestre 2025, bien que de manière plus modérée, avec une augmentation de 6,5% contre 8% un trimestre plus tôt. Le besoin de la liquidité des banques se serait atténué en-dessous du pic enregistré en fin d'année 2024, grâce au reflux de la circulation fiduciaire, consécutif à l'opération de l'amnistie fiscale lancée en décembre 2024. La liquidité bancaire se serait renforcée, réduisant ainsi les besoins en refinancement et atténuant cette pression structurelle. Les créances sur l'économie auraient légèrement décéléré, affichant une augmentation de 6,5%, au premier trimestre 2025, en glissement annuel, après +6,9% au trimestre précédent. Les avoirs officiels de réserve auraient également ralenti, affichant une croissance de 2,3%, alors que les créances nettes sur l'administration centrale auraient poursuivi leur augmentation à un rythme important, traduisant une hausse de l'endettement monétaire du Trésor de 6%.

Bank Al-Maghrib aurait maintenu au cours de la même période sa politique d'assouplissement monétaire pour le troisième trimestre consécutif depuis juin 2024, réduisant son taux de 25 points de base à 2,25% en mars 2025. Les taux d'intérêt sur le marché interbancaire se seraient stabilisés au niveau du taux directeur, marquant un recul de 53 points de base de leur niveau moyen en variation annuelle au terme du premier trimestre 2025. Les réductions successives du taux directeur en 2024 auraient également impacté les taux créditeurs, en baisse en moyenne de 13 points de base au premier trimestre 2025. Parallèlement, les taux sur le marché des adjudications des bons du Trésor auraient connu des réductions notables, s'établissant à -44 points, -58 points et -62 points de base respectivement pour les maturités à 1 an, 5 ans et 10 ans. Sur le marché de change, le dirham se serait apprécié de 4,2% et 1,1% respectivement vis-à-vis de l'euro et du dollar américain.

Parallèlement, le marché des actions aurait enregistré une performance notable au début de 2025, prolongeant sa dynamique amorcée en 2023. Les investisseurs, dont la confiance en la bourse se serait renforcée, auraient continué de percevoir positivement le marché, dans un contexte d'un nouvel assouplissement monétaire en mars 2025. L'indice MASI aurait progressé de 36,5% en glissement annuel, au premier trimestre 2025, après une hausse de 22,2% le trimestre précédent, tandis que la capitalisation boursière aurait augmenté de 37,8%. Cette performance aurait été principalement due à la hausse des cours dans plusieurs secteurs côtés, notamment le transport, les mines, l'immobilier et la santé. La liquidité du marché aurait continué de croître, avec un bond de 186,5% du volume des transactions en variation annuelle.

Maintien de la croissance économique au deuxième trimestre 2025 sous risques

L'économie nationale afficherait une progression de 3,8%, au deuxième trimestre 2025, portée par le redressement de l'activité agricole et par la résilience des services marchands qui continueraient de bénéficier de la dynamique encore soutenue de la demande intérieure. Les industries manufacturières évolueraient dans un contexte international moins porteur, mais seraient soutenues par un renforcement de l'activité des filières agroalimentaires et des industries des minéraux de carrière. Dans la construction, la dynamique resterait forte, stimulée par une demande toujours bien orientée dans les travaux publics.

La demande intérieure resterait le principal moteur de la croissance au deuxième trimestre 2025. L'expansion des dépenses de consommation et d'investissement se poursuivrait au rythme de 4,2% et 5,1% respectivement, en variations annuelles, dans un contexte de conjonction de politiques fiscale et monétaire accommodantes. La contribution du commerce extérieur resterait négative, traduisant un ralentissement simultané des exportations et des importations, mais pèserait moins fortement sur la croissance comparativement à la fin de 2024.

La trajectoire de la croissance pour le deuxième trimestre 2025 demeure entourée de fortes incertitudes. L'économie nationale reste exposée au choc potentiel lié au changement de la politique tarifaire américaine. Toutefois, la décision récente du report de 90 jours à l'entrée en vigueur des hausses tarifaires annoncés au début du mois d'avril pour l'ensemble des pays concernés, à l'exception de la Chine, pourrait atténuer temporairement les impacts directs sur l'activité économique mondiale. Malgré ce délai, des effets anticipés sont déjà perceptibles sur les marchés, notamment à travers la volatilité des cours des matières premières énergétiques, les tensions sur l'activité industrielle, notamment en Europe et les fluctuations sur les places financières internationales. Notre scénario de prévision pour ce trimestre ne tient pas encore pleinement en compte l'ensemble des ajustements en cours, dans un contexte où les réactions des grandes économies et entreprises industrielles continuent d'évoluer. La probabilité d'un choc à très court terme, bien que différée, demeure toutefois, présente.

موجز الظرفية

من المنتظر أن يشهد الاقتصاد الوطني تحسناً ب 4,2% خلال الفصل الأول من عام 2025، على أساس سنوي، بعد أن أظهر تباطؤاً في نموه في نهاية عام 2024. وسيشمل هذا الانتعاش جل فروع النشاط الاقتصادية، وخاصة الخدمات والصناعات الاستخراجية. و من المتوقع ان يستمر النمو الاقتصادي في التقدم بوتيرة تقدر ب 3,8% خلال الفصل الثاني من عام 2025، مدفوعاً بتحول نحو الارتفاع في الأنشطة الفلاحية و استمرار تحسن الخدمات.

اعتدال النشاط الاقتصادي في متم سنة 2024 متأثراً بتباطؤ الطلب الخارجي

سجل الاقتصاد الوطني نمواً بنسبة 3,7% خلال الفصل الرابع من عام 2024 مقارنة بالفترة نفسها من العام الماضي، مدعوماً بتحسّن الطلب الداخلي. ورغم أن هذا النمو كان أكثر اعتدالاً مقارنة بالفصل السابق (4,3%+)، إلا أنه فاق في العموم الأداء المتوسط المسجل خلال النصف الأول من نفس العام.

واتسم تعزيز الطلب الداخلي خلال الفصل الرابع من عام 2024 بالزخم والتوازن. حيث استمر انتعاش استهلاك الأسر في ظل ارتفاع المداخيل وتحسن شروط الاقتراض، مؤمناً بذلك دعماً قدره 2,6 نقاط للنمو الاقتصادي. في المقابل، شهدت نفقات تجهيز الشركات نمواً متواضعاً، لكن تحول استراتيجيتها نحو زيادة تكوين المخزونات مكن من رفع مساهمة الاستثمار الإجمالي في النمو الاقتصادي إلى 5,4 نقاط، مقارنة ب 3,7 نقاط في الفصل الثالث من عام 2024.

مع ذلك، فقد تقلص تأثير الدعم القوي الذي قدمه الطلب الداخلي للنمو الاقتصادي بسبب المساهمة السلبية المهمة للمبادلات التجارية الخارجية، التي بلغت -5,2 نقاط خلال الفصل الرابع من عام 2024. حيث ارتفعت الصادرات من حيث الحجم بنسبة 9,2% مقارنة ب 9,8% في الفصل السابق، مدفوعة بتحسّن الطلب على الصناعات الكيماوية والإلكترونية والكهربائية. غير أن الزيادة في الواردات كانت أكثر ديناميكية، حيث سجلت توسعاً بنسبة 15,6% على أساس سنوي، مما ساهم في انخفاض معدل تغطية الواردات بالصادرات ب 5 نقاط مقارنة مع نفس الفترة من العام السابق.

في ظل هذه الظروف، ازدادت الضغوط على تمويل الاقتصاد الوطني، إلا أنها بقيت في العموم محدودة خلال الفصل الأخير من عام 2024، بفضل التحسن الملحوظ في التحويلات الصافية والمداخيل الجبائية. وتراجعت حاجة تمويل الاقتصاد إلى 3,2% من الناتج الداخلي الإجمالي الفصلي، مقارنة ب 3,8% في الفصل السابق.

تحسن النشاط الاقتصادي في بداية 2025 بفضل أداء الخدمات والصناعات الاستخراجية

من المنتظر أن يشهد الاقتصاد الوطني تحسناً ملحوظاً خلال الفصل الأول من عام 2025، مع ارتفاع متوقع بنسبة 4,2% في النشاط غير الفلاحي، على أساس سنوي. ومن المرجح أن تظل ديناميكية الطلب الداخلي قوية مع تراجع في المساهمة السلبية للمبادلات الخارجية إلى حدود -1,1 نقطة من النمو

الاقتصادي الإجمالي، تحت تأثير التباطؤ المهم الذي يرجح ان تعرفه وتيرة نمو كل من الواردات والصادرات.

على صعيد فروع النشاط، من المنتظر أن يقود النمو بشكل أساسي كل من قطاع الخدمات القابلة للمتاجرة، ولا سيما أنشطة الإيواء، والصناعات الاستخراجية والبناء، مع تقدم في قيمتها المضافة بنسبة 13,2% و6,7% و6,4% على التوالي على أساس التغيرات السنوية. بينما سيشهد نشاط الصناعات التحويلية، الأكثر تأثرًا بتطورات التجارة الخارجية، اعتدالاً في وتيرة نموه، خلال الفترة ذاتها، مع انخفاض قدره 0,1 نقطة في مساهمته في النمو الاقتصادي. وعلى العموم، وباعتبار ارتفاع الأنشطة الفلاحية ب 3,1%، ينتظر أن يصل النمو الاقتصادي إلى 4,2% خلال الفصل الأول من 2025.

ومن المرتقب خلال نفس الفترة أن يظل الطلب الموجه من طرف الأسر الركيزة الأساسية للنمو في بداية عام 2025. حيث سيساهم تحسن المداخل الناتج عن التدابير الاجتماعية والضريبية، ولا سيما الزيادات في الأجور في الإدارات العمومية وفي الحد الأدنى للأجور في القطاع الخاص ومراجعة ضريبة الدخل، في تعزيز إنفاقها الاستهلاكي بنسبة 4,5%، على الرغم من تحول أسعار الاستهلاك نحو الارتفاع.

في هذا الصدد، تشير التقديرات إلى ارتفاع مرتقب في معدل التضخم إلى 2,2% خلال الفصل الأول من عام 2025، مقارنة ب 0,7% في الفصل الذي سبقه. ومن الراجح أن يكون هذا التطور ناتجاً عن زيادة أسعار المنتجات الغذائية بنسبة 3,7% وأسعار المنتجات غير الغذائية بنسبة 1,1%. وقد ساهم ارتفاع تكلفة المواد الغذائية الأساسية بالخصوص في تسريع نمو التضخم الغذائي. حيث يرجح بشكل خاص أن تكون أسعار اللحوم، التي شهدت زيادة مستمرة منذ أكثر من أربعة فصول (بمساهمة 1 نقطة)، وأسعار الأسماك الطازجة (0,2 نقطة)، وكذلك الخضروات الطازجة (0,1 نقطة، مقابل 1- نقطة في الفصل السابق)، من العوامل البارزة في هذا الارتفاع. كما من المنتظر أن تسهم التعديلات التعريفية، خاصة على التبغ (+2,9% في يناير)، في تعزيز هذا الاتجاه، وإن بدرجة أقل. من ناحية أخرى، يُتوقع أن تسجل أسعار المنتجات غير الغذائية زيادة معتدلة، مدفوعة بشكل رئيسي بارتفاع أسعار الطاقة بنسبة 1% بعد تراجعها ب 1,1% في الفصل السابق. في المقابل، يُرجح أن يشهد التضخم الأساسي، الذي يستثني أسعار الطاقة والأسعار المتأثرة بتدخل الدولة والمنتجات المتقلبة، تباطؤاً طفيفاً إلى 2,3% مقارنة ب 2,5%، مما يعكس ضعفاً في ديناميكية أسعار المنتجات المصنعة.

استمرار سياسة التيسير النقدي وانتعاش في سوق الأسهم

من المرتقب أن يستمر تنامي الكتلة النقدية خلال الفصل الأول من عام 2025، وإن بوتيرة أقل، مع زيادة قدرها 6,5% مقارنة ب 8% في الفصل السابق. ويرجح ان تتقلص حاجة البنوك إلى السيولة إلى ما دون الذروة المسجلة في نهاية عام 2024، بفضل تراجع النقود المتداولة عقب عملية العفو الضريبي التي تم اطلاقها في دجنبر 2024. وستعرف السيولة البنكية تحسناً، مما سيقبل من احتياجات إعادة التمويل ويخفف الضغوط الهيكلية، لكن حاجة البنوك إلى السيولة سترتفع مجدداً خلال الفصول القادمة. وعلى صعيد القروض المقدمة للاقتصاد، ينتظر ان يشهد نموها بعض التباطؤ خلال الفصل الأول من عام 2025، ليصل إلى 6,5% على أساس سنوي، عوض 6,9% في الفصل السابق. كما يتوقع أن يكون نمو الأصول الاحتياطية من العملة الصعبة أكثر اعتدالاً، ليصل إلى 2,3%، في حين ستستمر صافي الديون على الإدارة المركزية في الزيادة بوتيرة ملحوظة، مما يعكس ارتفاعاً في الدين النقدي للخرزينة بنسبة 6%.

خلال نفس الفترة، يواصل بنك المغرب سياسته للتيسير النقدي للفصل الثالث على التوالي، حيث قام خلال شهر مارس الماضي بخفض سعر الفائدة الرئيسي بمقدار 25 نقطة أساس إلى 2,25%، بعد خفضين مماثلين في عام 2024. وعلى نفس المنوال، يُنتظر أن تتراجع أسعار الفائدة في سوق بين البنوك لتستقر عند مستوى سعر الفائدة الرئيسي، مع تسجيل انخفاض قدره 53 نقطة أساس مقارنةً بمستوى المتوسط السنوي. كما سيكون للتخفيضات المتتالية لسعر الفائدة الرئيسي في عام 2024 وبداية 2025 تأثيرات مماثلة على أسعار الفائدة الدائنة، التي من المتوقع أن تنخفض في المتوسط بـ 13 نقطة أساس خلال الفصل الأول من عام 2025. في نفس السياق، يُتوقع أن تشهد أسعار سندات الخزينة في سوق الاكتتاب انخفاضات ملحوظة، حيث من المنتظر أن تصل إلى 44 -نقطة و58- نقطة و62- نقطة أساس على التوالي لآجال استحقاق سنة واحدة، 5 سنوات و10 سنوات. وفي سوق الصرف الأجنبي، من المنتظر أن يرتفع سعر الدرهم بنسبة 4,2% و1,1% على التوالي مقابل اليورو والدولار الأمريكي.

أما على صعيد سوق الأسهم، فمن الراجح أن يحقق نشاطه أداءً متميزًا حتى متم الفصل الأول من عام 2025، مواصلاً مساره التصاعدي الذي بدأ في عام 2023. حيث يواصل المستثمرون، الذين تعززت ثقتهم في السوق، نظرتهم الإيجابية في ظل استمرار سياسات التيسير النقدي، مما سيدعم ارتفاع مؤشر مازي بنسبة 36,5% على أساس سنوي، بعد تناميته بنسبة 22,2% في الفصل السابق. ويعزى هذا الأداء بشكل رئيسي إلى تحسن أسهم العديد من القطاعات المدرجة، بما في ذلك النقل و التعدين والعقارات والصحة. كما من المنتظر أن ترتفع الرسملة السوقية بنسبة 37,8% وان تستمر سيولة السوق في النمو، مع زيادة قدرها 186,5% في حجم المعاملات على أساس سنوي.

توقعات باستمرار النمو الاقتصادي خلال الفصل الثاني من 2025 مع تزايد الالايقين

تشير التقديرات الأولية الى استمرار نمو الاقتصاد الوطني خلال الفصل الثاني من عام 2025، بوتيرة تقدر بـ 3,8% على أساس سنوي، وذلك بفضل تحول نحو الارتفاع في النشاط الفلاحي و صمود أنشطة الخدمات. وستشكل الصناعات الغذائية و مواد البناء رافعات النمو على مستوى الصناعات التحويلية التي ينتظر ان يتطور نشاطها في سياق دولي أقل دعمًا.

في المجمل، يرتقب ان يظل الطلب الداخلي المحرك الأساسي للنمو الاقتصادي خلال الفصل الثاني من عام 2025. حيث يتوقع ان يستمر توسع الإنفاق الاستهلاكي والاستثماري بوتيرة مطردة تبلغ 4,2% و 5,1% على التوالي، في ظل تضافر سياسات جبائية ونقدية مواتية، بالموازاة مع استمرار استقرار التأثير السلبي لتطور مساهمة المبادلات الخارجية في النمو الاقتصادي الإجمالي نتيجة تباطؤ متزامن في الصادرات والواردات.

في العموم، يتسم مسار النمو الاقتصادي خلال الفصل الثاني من عام 2025 بتزايد مجال الالايقين. حيث يظل الاقتصاد الوطني عرضة لتداعيات محتملة ناجمة عن تغيير السياسة الجمركية الأمريكية. غير أنّ القرار الأخير بتأجيل لمدة تسعين يومًا لتطبيق قرار الزيادات المعلن عنها بداية شهر ابريل لجميع الدول المعنية باستثناء الصين قد يساهم مؤقتًا في التخفيف من حدة الأثر المباشر على النشاط الاقتصادي العالمي. وعلى الرغم من هذا التأجيل، بدأت بعض التداعيات المرتقبة في الظهور، لا سيما من خلال تقلبات أسعار المواد الأولية الطاقية، وتنامي الضغوط على النشاط الصناعي، خصوصًا في أوروبا، بالإضافة الى الاضطرابات التي شهدتها الأسواق المالية العالمية. وتجدر الإشارة الى ان سيناريو التوقعات الخاصة بالفصل الثاني من عام 2025 لا يعتمد جميع التطورات المرتبطة بهذه التداعيات، في طور التوسع حتى انجاز هذا السيناريو في ظل تواصل تفاعل الاقتصادات وتطور سياسات الإنتاج لدى الشركات الصناعية الكبرى. ورغم ذلك يبقى احتمال احتواء هذه التداعيات قائمًا في المدى القريب على مستوى بعض الشركاء.



FOCUS
THÉMATIQUES

Focus 1 : Échanges commerciaux entre le Maroc et l’Égypte : déficit chronique

Les échanges commerciaux entre le Maroc et l’Égypte s’inscrivent depuis 2004, dans le cadre de l’Accord de libre-échange d’Agadir, signé le 25 février 2004 à Rabat. Cet accord, qui inclut également la Tunisie et la Jordanie, est entré en vigueur le 27 mars 2007. Il traduit la volonté des pays signataires de renforcer leurs échanges à travers la création d’une zone de libre-échange euro-méditerranéenne.

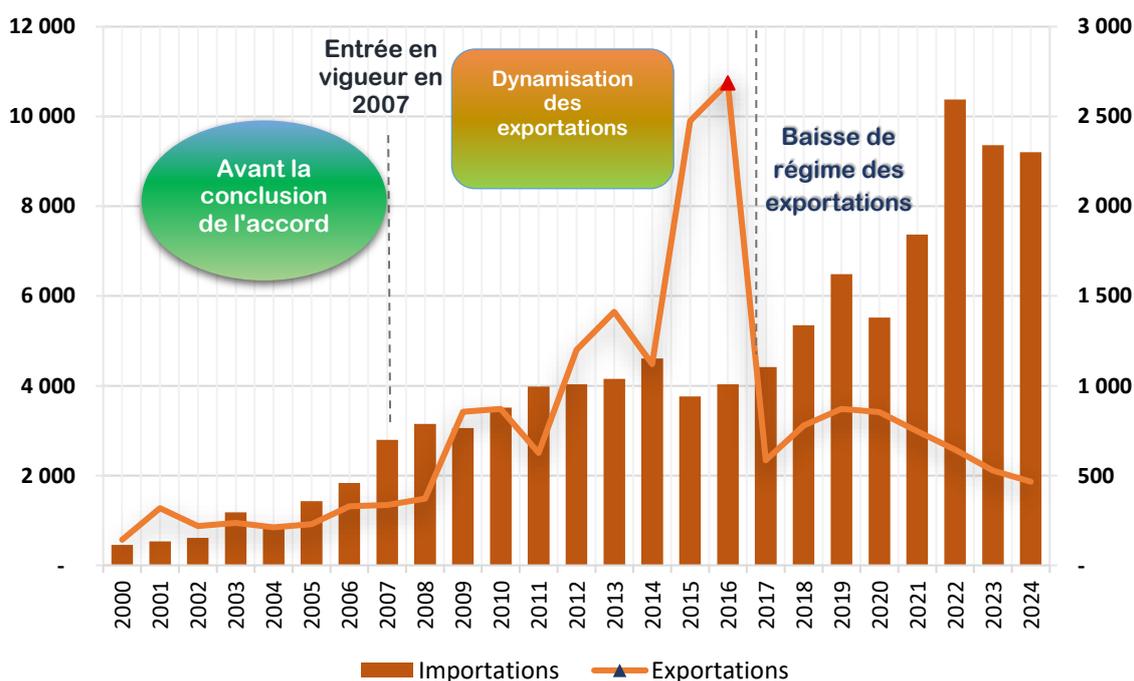
Depuis sa mise en œuvre, les pays signataires de l’accord bénéficient d’une exonération totale et immédiate pour tous les produits originaires en provenance de leurs territoires à l’exception de ceux exclus pour des raisons de santé, de sécurité et d’environnement. L’accord repose sur l’adoption des règles d’origine pan euro-

Med, permettant ainsi de profiter du cumul diagonal. L’engagement pris par les pays membres de la zone pour l’élimination de toutes les mesures non tarifaires était prévu contribuer vivement à l’intensification de leurs échanges commerciaux.

Déséquilibre des échanges commerciaux entre le Maroc et l’Égypte

Les relations commerciales entre le Maroc et l’Égypte sont marquées par des dynamiques déséquilibrées, avec une balance commerciale favorable à l’Égypte. En 2024, les importations marocaines en provenance de l’Égypte ont dépassé 920 millions de dollars, alors que les exportations marocaines vers l’Égypte n’ont atteint que 47 millions de dollars.

Figure 1 : Exportations et Importations du Maroc vers l’Égypte (en millions de Dh)



Source : Office des changes, élaboration de l’auteur

Sur la période 2017-2023, les exportations marocaines, en valeur, vers l’Égypte ont stagné, avec quelques fluctuations, voire baissé. Elles sont restées à un niveau inférieur au pic de 268 millions de dollars enregistré en 2016. De même, la part de ces exportations dans le total des ventes extérieures nationales a diminué, se situant à 0,14% au lieu de 1,19%

réalisé en 2016. Ces exportations concernent en particulier les ventes de produits alimentaires et les biens finis de consommation, avec des parts de 29,7% et de 29,2%, respectivement, dans le total exporté vers l’Égypte en 2024. Parallèlement, les importations ont fortement augmenté affichant une croissance annuelle moyenne de 12,5%.

Léger allègement du déficit commercial avec l’Egypte en 2024

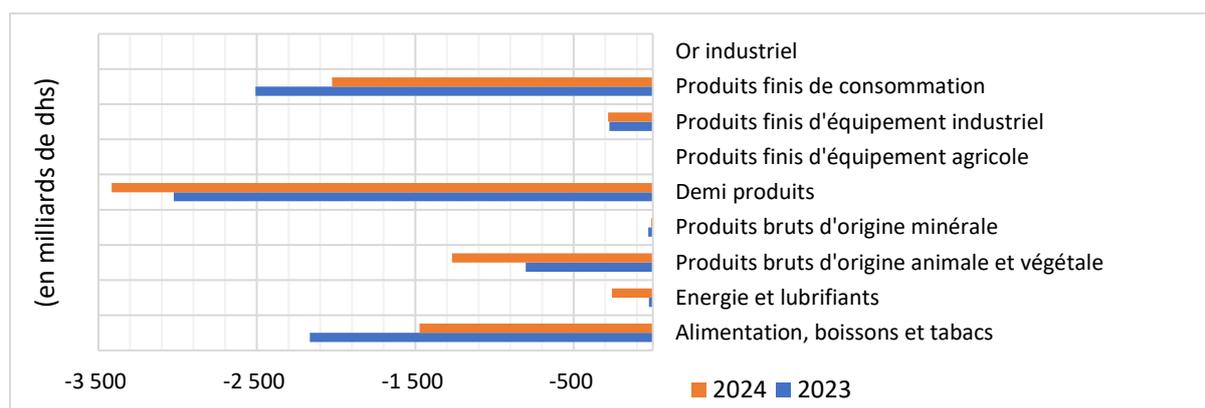
Le déficit commercial, en valeur, avec l’Egypte s’est allégé en 2024 de 1,1%, en variation annuelle. Cette réduction a été le fait d’une légère diminution des importations, tandis que les exportations sont restées quasiment stables. Les importations nationales, en valeur, en provenance de l’Egypte ont diminué de 1,7% en 2024, attribuable à la réduction des achats des produits alimentaires et agroalimentaires de 27,7% au lieu d’une hausse de 80,9% enregistrée l’année antérieure. La dynamique des autres produits importés de l’Egypte a compensé cette diminution, notamment les produits bruts d’origine animale et végétale, les demi produits et les biens énergétiques.

Plus précisément, une nette diminution du solde de l’alimentation, boisson et tabacs a été

enregistrée s’établissant à -31,9% en glissement annuel au lieu de +112,6% en 2023. Le rythme d’évolution du solde des produits bruts d’origine minérale, des produits finis d’équipement agricole et celui des produits finis de consommation a, également, été en modération comparativement à 2023.

A l’inverse, la croissance du déficit des demi-produits s’est renforcée de 12,9% en 2024, résultant d’une hausse des importations (+11,1%). La hausse du solde des autres produits notamment des produits énergétiques, des produits bruts d’origine animale et végétale, et dans une moindre mesure des produits finis d’équipement industriel s’explique par la hausse significative de leurs importations que par l’augmentation des exportations qui peinent à les compenser.

Figure 2 : Déficit commercial par groupement d’utilisation



Source : Office des Changes, élaboration de l’auteur

Stagnation des exportations nationales vers l’Egypte : principaux facteurs

Les flux commerciaux entre le Maroc et l’Egypte subissent des tensions récurrentes malgré l’accord de libre-échange d’Agadir. Des mesures anti-dumping ont été entreprises au Maroc, visant certains produits égyptiens relevant de l’industrie agroalimentaire et du textile, afin de protéger la production nationale. Il est à rappeler que le dumping commercial consiste à vendre un produit sur un marché étranger à un prix inférieur à son coût de production ou à son prix de vente sur son marché d’origine, ce qui compromet la pérennité de l’industrie locale.

La transition vers un régime de change flottant depuis 2016 en Egypte a entraîné une forte perte de valeur de la livre égyptienne, par rapport aux autres devises, dont le dirham, avec des dépréciations successives au cours de ces dernières années. La monnaie égyptienne est passée de 1,45 dirham en 2007, année de conclusion de l’accord de libre-échange, à 0,33 dirham en 2023, marquant une dépréciation de presque 4 fois. Cette situation a favorisé l’approvisionnement du marché local par des produits égyptiens, au détriment des produits locaux.

Figure 3 : Taux de change du dirham marocain par rapport à la livre égyptienne, moyenne pour la période 2000-2023

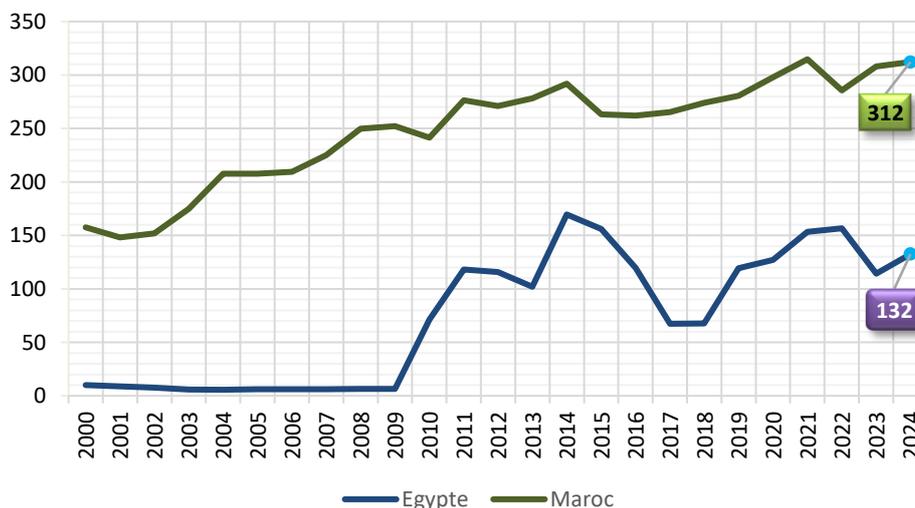


Source : Banque Mondiale, élaboration de l'auteur

En outre, la compétitivité des entreprises égyptiennes s'est, significativement, améliorée, entre 2017 et 2024, grâce à une main d'œuvre abondante et moins coûteuse, rémunérée à des salaires nettement en dessous de leurs niveaux attribués au Maroc. Pour rappel, le SMIG en Egypte a atteint 132\$ en 2024, contre 312\$ au Maroc et devrait être porté à environ 7000 livres égyptiennes soit 138\$ à partir du mois de mars de 2025.

Au final, le coût de la main-d'œuvre, largement inférieur de celui du Maroc, combiné à la dépréciation continue de la monnaie égyptienne constituent des facteurs clés soutenant la compétitivité des exportations égyptiennes. Ces avantages concurrentiels justifient, en conséquence, le dynamisme des importations nationales, durant ces dernières années, en provenance de l'Égypte.

Figure 4 : Salaire minimum en Dollars (USD)



Source : Bureau International du Travail¹, élaboration de l'auteur

¹ Les données sur le salaire minimum sont extraites de la base de données du Bureau International du Travail pour les deux pays et reconstituées de 2014 à 2021 pour l'Égypte à partir des données du CAPMAS.

Focus 2 : Risque systémique et marché bancaire: Stabilité structurelle avec des vulnérabilités conjoncturelles

Dans un pays comme le Maroc, où le secteur bancaire joue un rôle structurant dans le financement de l'économie, l'analyse du risque systémique SRISK est particulièrement pertinente. L'exposition aux chocs extérieurs, combinée à l'ouverture progressive du marché financier, accroît la sensibilité du système bancaire national à des turbulences d'origine domestique ou internationale.

Le risque systémique désigne le danger qu'une défaillance bancaire ou financière puisse provoquer à l'échelle de l'économie. Il constitue une préoccupation centrale pour les autorités publiques, comme l'ont illustré les crises financières passées, notamment celle de 2008.

L'indicateur SRISK, développé par Acharya et al.(2017), permet d'estimer le besoin en capital d'une institution financière en cas de crise, offrant, ainsi, un cadre rigoureux pour mesurer sa contribution au risque systémique global.

Un SRISK positif indique que la banque aura besoin de fonds additionnels pour combler son insolvabilité en cas de crise et sa valeur détermine celle de ces fonds, alors qu'un niveau négatif signifie que la banque restera solvable et sa valeur du SRISK indique combien de réserves lui restent pour faire face à d'éventuelles crises.

Cette étude vise à mesurer l'indicateur SRISK au niveau du système bancaire. Elle repose sur deux fondements théoriques classiques en finance : le MEDAF² (CAPM) et le théorème de Modigliani-Miller (MM).

DONNEES ET METHODOLOGIE

L'étude repose sur les données du marché boursier et sur les états financiers des principales banques marocaines cotées : BOA, BCP, ATW, BCI, CIH et CDM publiés. Les données de la banque CFG n'ont pas été utilisées en raison de leur historique restreint.

Les données du taux d'intérêt sans risque proviennent des rendements journaliers des obligations souveraines à 10 ans. La disponibilité des données contraint la période de notre analyse.

Les données comptables mobilisées pour le calcul de l'indicateur SRISK sur la période 2019–2024, proviennent des rapports annuels des banques disponibles au début de chaque année.

Le SRISK est calculé à partir de l'approche de Acharya et al., en combinant l'estimation du MEDAF (CAPM) et le calcul du LRMES (Long-Run Marginal Expected Shortfall), pour obtenir l'espérance conditionnelle de perte en cas de choc³ de marché. Le seuil de stress retenu pour simuler un scénario de crise correspond au 5e percentile des rendements historiques du MASI.

Principaux Résultats

L'analyse du SRISK sur la période 2019–2023 révèle une stabilité du risque systémique associé aux principales banques marocaines. Les 6 banques présentent un niveau de SRISK très stable sur le moyen terme malgré leurs différentiels en matière de politiques d'endettement et d'octroi de capitaux propres. Les ajustements de l'effet de levier n'ont pas significativement modifié le niveau global de risque systémique, notamment lorsque ces changements s'accompagnaient d'une évolution proportionnée des capitaux propres. Ce comportement est cohérent avec les enseignements du théorème de Modigliani-Miller, selon lequel la structure financière d'une entreprise (entre dette et capital) n'affecte pas sa valeur dans un marché efficient, sous certaines conditions.

les banques marocaines semblent chercher à optimiser leur niveau d'endettement tout en préservant leur solvabilité systémique, traduisant une gestion prudente des équilibres financiers face aux exigences de performance.

À court terme, certaines banques présentent néanmoins certaines vulnérabilités. Afin de mieux éclairer cette situation, nous avons examiné leurs situations pour l'année 2024 en fonction de deux normes : la réglementation marocaine actuellement en vigueur et les exigences de Bâle III, qui imposent

² MEDAF : modèle financier qui permet d'estimer du taux de rentabilité espéré pour un actif financier

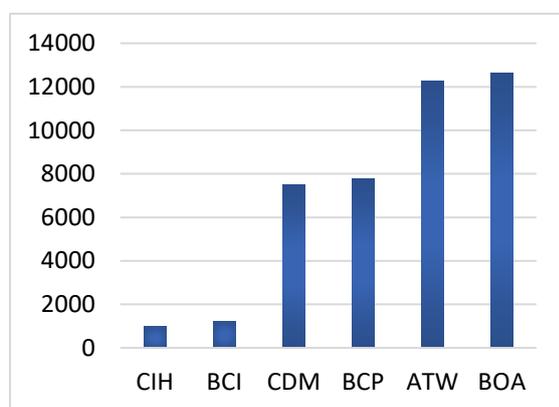
³ Un krach boursier survenu à la suite d'une crise systémique généralisée sur les places financières, entraînant une baisse de près de 30 % à 40 % des indices boursiers

respectivement un taux prudentiel minimal de 12% et de 8%.

Sous les normes actuelles

Dans le cadre réglementaire actuel, toutes les banques étudiées présentent un SRISK positif, signalant qu'en cas de choc sévère de marché financier, elles nécessiteraient un apport de capital externe pour préserver leur solvabilité. Le SRISK agrégé représente une charge potentielle importante pour l'économie nationale, d'environ 42,3 milliards de dirhams. Il convient toutefois de nuancer ce résultat tenant compte de la stabilité observée du SRISK sur les cinq antérieures années. Le risque apparaît concentré dans les plus grandes banques du pays, en cohérence avec leur poids.

Figure 1 : SRISK sous les normes actuelles (en millions de Dirhams)



Source : Calculs de l'auteur

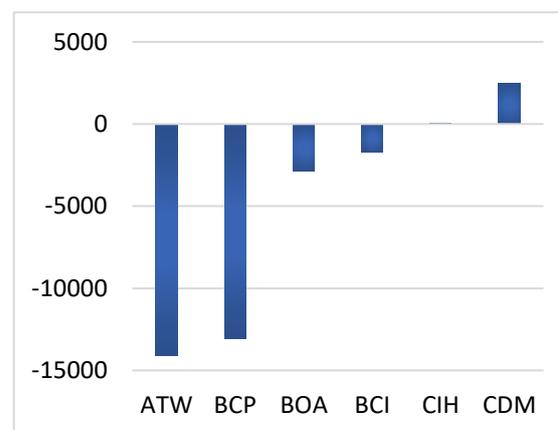
Sous les normes de Bâle III⁴

Lorsque l'on applique le ratio de 8% recommandé par Bâle III, la structure du risque systémique se transforme de manière significative. Dans ce scénario, quatre grandes banques (ATW, BCP, BOA et BCI) démontrent une capacité à absorber le choc sans intervention.

Le SRISK agrégé chute à environ 2,5 milliards de dirhams, soit une diminution de plus de seize fois par rapport au scénario sous réglementation actuelle. Cette évolution traduit un effet mécanique du changement de norme, mais ne doit pas être interprétée comme une disparition du risque. Le cadre de Bâle III repose sur des hypothèses qui doivent être contextualisées au regard de la structure du système bancaire national, du niveau de

développement des marchés financiers et des contraintes budgétaires de l'État.

Figure 2 : SRISK sous les normes Bâle III (en millions de Dirhams)



Source : Calculs de l'auteur

Il convient, toutefois, de souligner que la conjoncture est marquée en 2025 par l'accroissement des incertitudes, des perturbations au niveau des places financières internationales et des risques de récession. Une réduction réglementaire des exigences en capital pourrait, dans un tel environnement, renforcer la vulnérabilité en cas de choc financier d'ampleur majeure.

Pour s'informer davantage :

Acharya, V. V., Pedersen, L. H., Philippon, T., & Richardson, M. (2017). Measuring systemic risk. *The review of financial studies*, 30(1), 2-47.

Brownlees, C., & Engle, R. F. (2017). SRISK: A conditional capital shortfall measure of systemic risk. *The Review of Financial Studies*, 30(1), 48-79.

Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: Theory and evidence. *Journal of economic perspectives*, 18(3), 25-46.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *The American economic review*, 53(3), 433-443.

⁴ Bâle III : Il s'agit d'un accord conclu en 2010 qui contient un ensemble de règles visant à renforcer la solidité financière du secteur bancaire.



TENDANCES CONJONCTURELLES

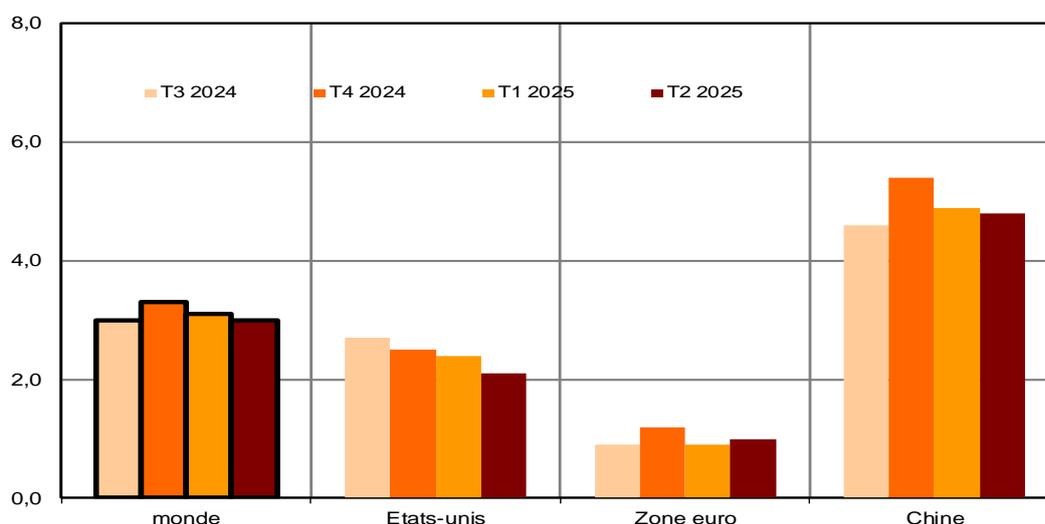
ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

Résilience de la croissance mondiale au quatrième trimestre 2024

L'économie mondiale est restée résiliente au cours du quatrième trimestre 2024, enregistrant une croissance de 3,3 % en glissement annuel. La forte progression des revenus réels et la baisse des taux d'intérêt y ont contribué, mais leurs effets ont été compensés dans certaines régions par le fléchissement des dépenses publiques, et les fluctuations de la demande extérieure. Aux États-Unis, la croissance de la demande intérieure s'est poursuivie à un rythme moins soutenu, alors que dans la zone euro, l'expansion économique a été globalement stable, mais peu dynamique. Les économies émergentes ont connu au cours de la même période des évolutions disparates en matière de croissance, avec une expansion particulièrement forte dans certaines zones. Alors que l'activité économique a ralenti au Mexique, la croissance est restée soutenue au Brésil et en Inde, et la profonde récession que traverse l'Argentine a continué de s'atténuer. La croissance s'est également améliorée en Chine, la consommation privée ayant bénéficié des mesures d'incitation prises par les pouvoirs publics et de la progression rapide des exportations.

Croissance mondiale

GA en %



Source : GPM, mars 2025

Le PIB en volume a ralenti aux Etats-Unis au dernier trimestre 2024, affichant une hausse de 2,5%, en glissement annuel, contre +2,7% au trimestre précédent. Les dépenses de consommation ont continué de piloter la demande intérieure, principalement en raison de la hausse des revenus disponibles réels. En revanche, l'investissement privé a freiné l'activité, à cause des contributions moins importantes des équipements (transports et information). Les créations sur le marché du travail américain en 2024 ont bien été orientées, avec 2,2 millions d'emplois créés. Le taux de chômage a légèrement diminué, passant de 4,2% en novembre à 4,1% en décembre, tandis que le taux d'activité est resté inchangé à 62,5%. La croissance des salaires a légèrement baissé, à 3,9% en rythme annuel, continuant de se rapprocher de la fourchette de 3% à 3,5% que le Système fédéral de réserve considère comme cohérente avec sa cible d'inflation.

En zone euro, l'économie a progressé de 1,2% en glissement annuel au quatrième trimestre 2024. Cette évolution traduit la contribution positive de la consommation privée et publique, la baisse de l'investissement et la contribution globalement neutre de la demande extérieure nette. Les exportateurs européens ont continué de pâtir d'un prix de l'énergie élevé et ont été affrontés, par ailleurs, à une concurrence chinoise rigide. Dans le même temps, le secteur industriel est resté peu dynamique, tandis

que les services ont été plus résilientes. Au quatrième trimestre, les dynamiques de croissance des principales économies de la zone euro sont restées inégales : le PIB a augmenté de 3,5% en rythme annuel en Espagne, de 9,2% en Irlande, de 0,6% en France et en Italie et a baissé de 0,2% en Allemagne. Le taux de chômage s'est maintenu à un niveau historiquement bas de 6,2% au quatrième trimestre. La croissance de la population active, un déterminant-clé de la croissance de l'emploi dans la période après la pandémie, s'est stabilisée au quatrième trimestre 2024 à un taux plus faible qu'au cours des précédents trimestres.

En Chine, la croissance du PIB a augmenté pour atteindre +5,4% au quatrième trimestre 2024, contre +4,6% au trimestre précédent. Ce regain incombe à une amélioration de la consommation des ménages, impulsée par la mise en œuvre du programme « échange contre neuf » du gouvernement qui avait incité à échanger des biens de consommation contre des produits neufs du même type en bénéficiant de remises. La croissance des exportations s'est poursuivie et le soutien budgétaire et monétaire à l'économie s'est consolidé.

Ralentissement au premier trimestre 2025

Les indicateurs à haute fréquence montrent un ralentissement de la croissance mondiale au premier trimestre de 2025. Les enquêtes menées auprès des entreprises suggèrent une décélération de plusieurs économies qui étaient dynamiques ces derniers mois. Cette perte de dynamique aurait été observée en grande partie dans les secteurs de services, tandis que des signes de redressement de la production manufacturière seraient apparus dans la zone euro et aux États-Unis. De manière générale, la baisse de la confiance des consommateurs se serait poursuivie au début de 2025, malgré la croissance soutenue des revenus réels observée dans de nombreuses économies. L'incertitude liée à la politique commerciale se serait nettement accentuée, avec l'introduction de nouvelles barrières commerciales par plusieurs pays. Une hausse significative des indicateurs d'incertitude économique aurait été enregistrée notamment au Canada et au Mexique.

Aux **Etats-Unis**, la croissance aurait atteint +2,4% au premier trimestre 2025, en rythme annuel. La consommation des ménages aurait ralenti nettement, dans un contexte de réduction des gains de pouvoir d'achat, en raison de la reprise des pressions inflationnistes. Le taux d'épargne se serait stabilisé à un niveau bas. L'investissement résidentiel se serait redressé, grâce à la diffusion des effets de l'assouplissement monétaire passé. L'orientation de la politique budgétaire aurait été moins favorable : les dépenses fédérales hors défense se seraient, nettement, repliées. Le commerce extérieur aurait été, quant à lui, affecté par la mise en place des droits de douane additionnels et des mesures de rétorsion des pays partenaires.

La croissance dans la **zone euro** serait, également, restée peu dynamique au premier trimestre 2025 avec une croissance de 0,9% en glissement annuel. Le décalage conjoncturel entre les principales économies de la zone aurait persisté. Ainsi, la croissance serait restée robuste en Espagne portée par la consommation privée, se serait légèrement améliorée en France, se serait accélérée en Allemagne, et se serait stabilisée en Italie. Dans l'ensemble, la consommation privée aurait continué de booster la croissance dans la zone euro, profitant, entre autres, de la baisse des taux d'intérêt qui aurait accru l'attrait relatif de la consommation par rapport à l'épargne. L'investissement aurait continué de peser sur la croissance, malgré les baisses successives de taux directeurs de la BCE. La croissance des exportations aurait, également, été modeste, en raison de la faiblesse de la demande mondiale.

Après le redressement de la croissance du PIB en volume observé en **Chine** au quatrième trimestre 2024, les derniers indicateurs font état d'un ralentissement de l'activité dans le secteur manufacturier comme dans les services. L'élan impulsé par les précédentes mesures de soutien budgétaire aurait été de courte durée, avec une baisse de la confiance des ménages. Les principaux indicateurs relatifs au marché de l'immobilier demeurent également peu dynamiques. La croissance chinoise se serait établie, dans l'ensemble à 4,9%, au rythme annuel, au cours du premier trimestre 2025.

L'augmentation des incertitudes politiques et géopolitique pèseraient sur les perspectives de croissance au deuxième trimestre 2025

La croissance du PIB mondial devrait ralentir à +3% au deuxième trimestre 2025. L'imposition de nouveaux taux douaniers bilatéraux et la montée des incertitudes politiques et géopolitiques exerceraient un effet de freinage, notamment sur l'investissement des entreprises et le commerce. L'augmentation des coûts des échanges devrait se répercuter progressivement sur les prix des produits finaux, contribuant à une hausse de l'inflation dans nombreux pays, nécessitant le retour de la politique monétaire restrictive.

Aux Etats –Unis, les annonces de tarifs douaniers devraient amplifier les incertitudes qui pèseraient sur les investissements et augmenteraient les coûts pour les consommateurs. Le déficit budgétaire devrait rester supérieur à 6%, car les coupes dans les dépenses fédérales et les recettes tarifaires prévues seront plus que compensées par le coût de la prolongation des principales dispositions de la Loi sur les réductions d'impôt et l'emploi. La Fed serait appelée à adopter une approche prudente, de la politique monétaire en raison des risques d'inflation accrus. La croissance pourrait s'établir à +2,1% au cours du deuxième trimestre 2025.

Au niveau de la zone euro, la persistance de fortes incertitudes géopolitiques, commerciales et économiques, devrait peser sur la croissance économique, en particulier sur celle des investissements et des exportations, et freiner la reprise attendue. Les effets négatifs de l'incertitude liée à l'hypothèse de nouvelles révisions des politiques commerciales mondiales, en particulier vis-à-vis de l'Union européenne, devraient peser sur les exportations et l'investissement de la zone euro. En dépit de ces facteurs défavorables, les conditions d'un nouveau renforcement de la croissance du PIB de la zone euro demeurent réunies sur l'horizon de projection. La hausse des salaires réels et de l'emploi, dans le contexte d'un marché du travail robuste, devrait soutenir une reprise de la consommation. La demande intérieure devrait également bénéficier d'un assouplissement des conditions de financement. La croissance de la zone euro pourrait s'établir à 1% au cours du deuxième trimestre 2025.

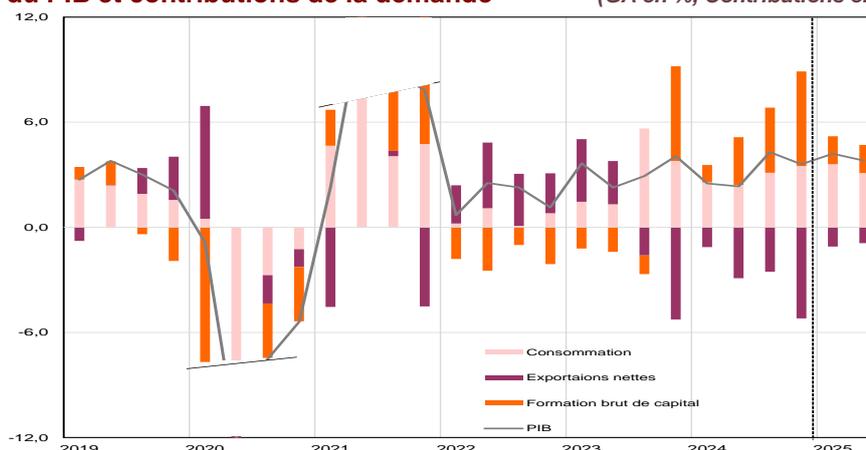
EVOLUTIONS SECTORIELLES

Le quatrième trimestre 2024 a été caractérisé par une modération de l'activité économique après avoir été particulièrement dynamique un trimestre plus tôt. En variation annuelle, la valeur ajoutée de l'ensemble des branches a crû de 3,3%, au lieu de 3,9% au troisième trimestre 2024. Ce mouvement est dû en grande partie au ralentissement des exportations. La demande intérieure a été le principal moteur de l'activité, dans un contexte de poursuite de repli des activités agricoles. Le secteur des services a conservé sa dynamique grâce à une relance des activités touristiques et à l'amélioration des services non marchands. La reprise de la construction s'est poursuivie à un rythme soutenu, mais les industries manufacturières et extractives ont évolué à des rythmes plus modérés.

La croissance de l'ensemble des branches se serait accélérée au premier trimestre 2025, pour atteindre +4,2%, en rythme annuel. L'agriculture aurait montré des signes de redressement, bien que progressifs, soutenue par une amélioration de la production des cultures maraîchères et de certaines cultures fruitières, notamment les agrumes. Le secteur des services aurait évolué au rythme de 4,1%, avec une accélération de l'activité dans l'hébergement et la restauration, dans le commerce et dans les services non-marchand, alors que les industries manufacturières auraient évolué au ralenti, pâtissant d'un ralentissement plus accentué de la demande extérieure.

Croissance du PIB et contributions de la demande

(GA en %, Contributions en points de %)



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

Les perspectives de croissance pour le deuxième trimestre 2025 laissent entrevoir une amélioration de 3,7% de la valeur ajoutée de l'ensemble des branches. Cette performance serait tirée par le redressement de l'agriculture et la poursuite du raffermissement des services. L'activité manufacturière devrait enregistrer une augmentation de 2,8%, tirée par la reprise des activités de l'agroalimentaire et des industries non-métalliques. Dans la construction, la dynamique resterait forte, soutenue par une demande élevée dans les travaux publics.

La trajectoire de la croissance pour le deuxième trimestre 2025 demeure entourée de fortes incertitudes. L'économie nationale reste exposée au choc potentiel lié au changement de la politique tarifaire américaine. Toutefois, la décision récente du report de 90 jours à l'entrée en vigueur des hausses tarifaires annoncés au début du mois d'avril pour l'ensemble des pays concernés, à l'exception de la Chine, pourrait atténuer temporairement les impacts directs sur l'activité économique mondiale. Malgré ce délai, des effets anticipés sont déjà perceptibles sur les marchés, notamment à travers la volatilité des cours des matières premières énergétiques, les tensions sur l'activité industrielle, notamment en Europe et les

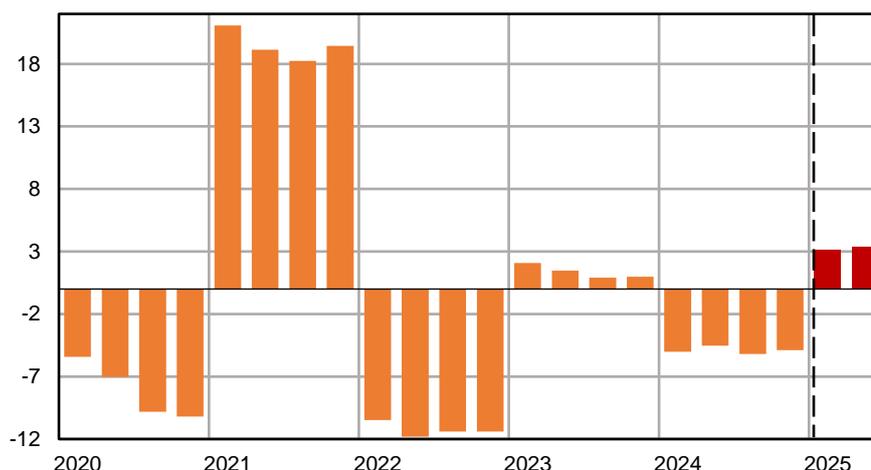
fluctuations sur les places financières internationales. Notre scénario de prévision pour ce trimestre ne tient pas encore pleinement en compte l'ensemble des ajustements en cours, dans un contexte où les réactions des grandes économies et entreprises industrielles continuent d'évoluer. La probabilité d'un choc à très court terme, bien que différée, demeure toutefois, présente.

Agriculture: léger redressement après une baisse en 2024

Le secteur agricole a connu des performances contrastées au dernier trimestre 2024, sous l'effet des conditions climatiques sèches ayant marqué l'ensemble des régions agricoles. À fin décembre 2024, les précipitations ont totalisé 80 mm, soit une réduction de 52% par rapport à une saison normale. Ce déficit a limité les travaux d'emblavage des cultures automnales, a perturbé le développement de leurs semis et a, en outre, affecté le rendement de certaines cultures arboricoles notamment le dattier et l'olivier. Seules certaines cultures ont fait preuve de résilience affichant une évolution positive par rapport à l'année passée. En particulier, les agrumes ont bénéficié de l'alternance naturelle de la productivité des arbres, ce qui a permis un redressement de leur production après deux années de baisse. De même, les récoltes de primeurs ont enregistré une amélioration, soutenue par des politiques publiques de soutien aux cultures de base notamment l'oignon, la tomate et la pomme de terre. Dans ces conditions, les prix des agrumes et ceux des primeurs ont baissé de 21% et 19,8% en variations annuelles, au dernier trimestre de 2024.

Valeur ajoutée agricole

(GA en %)



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

Les filières animales ont, également, été affectés par les conditions climatiques sèches. Le recul du couvert végétal a augmenté les coûts des intrants pour les éleveurs, malgré les mesures d'exonération de l'orge, exerçant une pression sur la production de viande rouge. Ainsi et en dépit de l'expansion des importations les prix à la consommation de la viande rouge ont progressé de 15,7% par rapport à l'année précédente. En revanche, le secteur avicole a continué à afficher de bonnes performances, avec une augmentation des effectifs dans les abattoirs de poulets et de dindes, soutenant l'activité dans la branche animale.

Au premier trimestre 2025, le secteur agricole aurait connu un redressement modéré de ses activités, tenant principalement à un effet de base favorable, du fait notamment de la succession des années de sécheresse. Ce redressement aurait été le fait de la production végétale, notamment les agrumes et les maraîchères de saison, alors que celles des céréales seraient restées bridées par le sensible repli des superficies semées. Dans l'ensemble, la récolte céréalière ne s'écarterait pas des

niveaux réalisés au cours des trois dernières campagnes agricoles, se situant en deçà de la moyenne de 84 millions de quintaux enregistrée entre 2014 et 2018.

Parallèlement, la branche animale, soutenue par la dynamique des activités avicoles, aurait poursuivi son développement, tandis que les tensions sur la production de viande rouge se seraient légèrement atténuées avec une hausse des prix de la viande rouge aurait été enregistré de +15,2%, au premier trimestre 2025, contre +15,7% au trimestre précédent.

Au total, la valeur ajoutée agricole se serait accrue de 3,1% au premier trimestre 2025, au lieu de -5% au quatrième trimestre 2024. Ce redressement devrait se poursuivre au deuxième trimestre 2025 à un rythme légèrement en hausse, soutenant une amélioration de sa contribution à la croissance économique à 0,3 point.

Industries extractives : dynamique entretenue de l'activité phosphatée

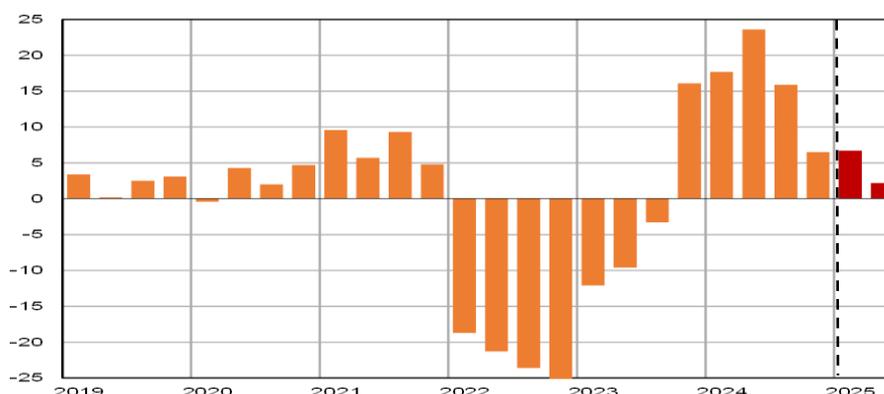
Au quatrième trimestre de 2024, les activités extractives ont enregistré une progression de 6,5%, en variation annuelle, soutenue principalement par la dynamique de l'activité phosphatée, dont la production a augmenté de 10%. Cette embellie a été dopée par une demande étrangère toujours bien orientée pour le phosphate brut, quoiqu'à un rythme plus modéré que lors des années précédentes. Le raffermissement des ventes adressées aux industries locales de transformation a été favorisé par une hausse de la demande adressée aux dérivés de phosphates en provenance des marchés africains, européens et américains.

Au premier trimestre de 2025, la valeur ajoutée des industries extractives aurait connu un regain de 6,7%, en variation annuelle. Cette performance serait restée liée à un renforcement de la demande adressée à la filière phosphatée. En particulier, les expéditions de phosphate brut se seraient accrues de 15,5%, soutenues par une hausse de la demande dans les pays de l'Amérique Latine et du nord. Les agriculteurs dans ces marchés auraient été confrontés à des défis croissants pour booster leur productivité, dans un contexte de reprise de pressions sur les prix des fertilisants. C'est ainsi qu'au premier trimestre 2025, les cours internationaux du DAP et TSP auraient affiché des hausses respectives de 0,2% et 6,1%, au lieu de -2,8% et -18,2% une année auparavant.

Au deuxième trimestre 2025, les activités extractives devraient afficher une croissance plus modérée due, en grande partie, à un léger ralentissement des ventes extérieures de phosphate, après une phase de croissance soutenue en 2024. En variation annuelle, leur valeur ajoutée afficherait une hausse de 2,2%.

Valeur ajoutée minière

(GA en %)



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

Industries manufacturières : modération de l'activité après une relance au second semestre 2024

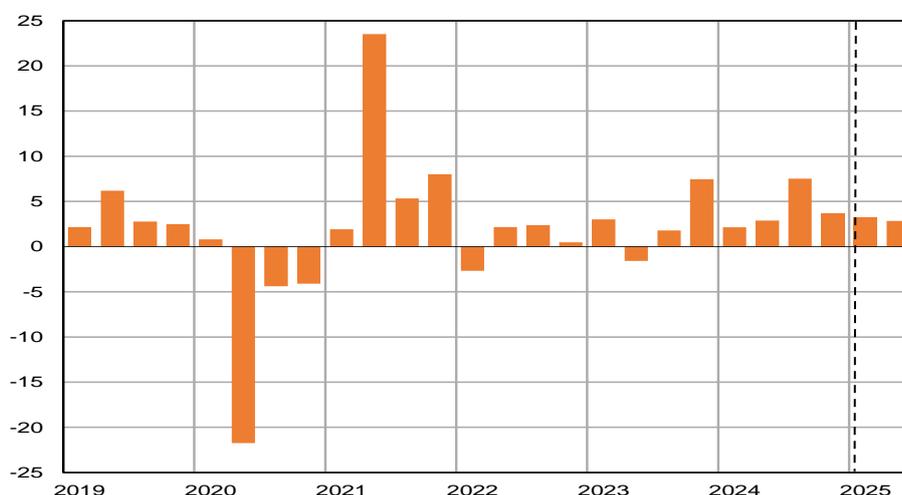
L'activité des industries manufacturières a connu un sensible mouvement de reprise en 2024, avec une croissance de 4,1% en moyenne, au lieu de +2,7% une année plus tôt. L'activité, particulièrement molle au premier semestre de 2024, s'est ensuite accélérée à partir du troisième trimestre. Elle a, notamment, bénéficié d'une forte progression de la demande tant étrangère qu'intérieure dans un contexte de faible accroissement des prix à la production. Les exportations des filières chimiques, agroalimentaires et mécaniques ont fortement crû et la consommation des ménages en produits manufacturés s'est renforcée. L'investissement en produits industriels a été nettement dynamique au second semestre et a soutenu, à son tour, le raffermissement des industries manufacturières.

La relance de l'activité industrielle a été homogène et partagée. Toutes les filières ont réalisé une croissance positive, favorisant une hausse de sa valeur ajoutée de 3,7% au quatrième trimestre 2024. Les industries de la chimie, de l'agroalimentaire et celles du matériel électrique ont été les plus dynamiques. Dans ces conditions, le taux d'utilisation des capacités productives industrielles s'est accru et la situation de la trésorerie des entreprises s'est améliorée.

L'activité industrielle aurait connu un ralentissement au premier trimestre 2025, en raison du sensible essoufflement des exportations. Selon les dernières enquêtes de conjoncture, cette tendance semblerait s'être confirmée, avec une modération de la dynamique industrielle observée par rapport à la même période de l'année précédente. Ainsi, la valeur ajoutée industrielle aurait progressé de 3,2% en variation annuelle, contre 7,5% et 3,7% respectivement aux troisième et quatrième trimestres 2024.

Valeur ajoutée de l'industrie

(GA en %)



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

Le secteur de l'automobile, moteur clé de l'industrie manufacturière, aurait connu un essoufflement marqué au début de 2025. La perte de dynamique des ventes de voiture sur le marché européen, au profit des marques chinoises, ainsi que les difficultés d'approvisionnement de certains intrants, auraient constitué des obstacles majeurs à la reprise, dans un contexte de niveau élevé de stocks de produits fabriqués. Cette situation aurait induit une modération de sa croissance à 1,1% au premier trimestre 2025, en rythme annuel.

Dans le secteur de la chimie, la production aurait continué de progresser à un rythme plus modéré au début de 2025, du fait notamment du ralentissement de la demande adressée aux engrais et à l'acide phosphorique. En variation annuelle, sa valeur ajoutée aurait crû de 3,2%, au premier trimestre 2025, au lieu de +5,8% un trimestre plus tôt.

Le secteur agroalimentaire aurait, pour sa part, enregistré une hausse limitée à 1,2%, au cours de la même période, pâtissant du ralentissement de la production dans les segments des conserves de poisson, de légumes, de viandes et de produits laitiers. Cette décélération aurait été attribuable à l'augmentation des coûts des intrants liés à des problèmes d'approvisionnement amplifiés par les effets des sécheresses successives des années passées.

En revanche, certaines industries auraient montré des signes de dynamisme et auraient contribué à soutenir l'activité globale. Les industries des minerais non métalliques auraient, en particulier, pris le relais des industries du matériel de transport, pour soutenir la croissance de la valeur ajoutée industrielle. Leur activité aurait été particulièrement stimulée par le renforcement des travaux publics liés aux projets d'infrastructure, ainsi que, dans une moindre mesure, par l'activité dans le bâtiment.

Au deuxième trimestre 2025, les activités industrielles devraient évoluer dans un contexte perturbé par l'augmentation des tarifs douaniers américains et ses effets sur les exportations des industries européennes et de manière moins proportionnelle celles du Maroc. En particulier, les exportations industrielles nationales, notamment celles des produits issus de l'industrie phosphatée, seraient directement affectées, bien qu'à un rythme moins soutenu. Parallèlement, les tarifs appliqués contre l'Union européenne risqueraient de réduire la compétitivité de ses produits sur le marché américain, impactant principalement les filières de l'automobile et des secteurs métallurgiques qui utilisent des intrants fabriqués au niveau des industries locales manufacturières.

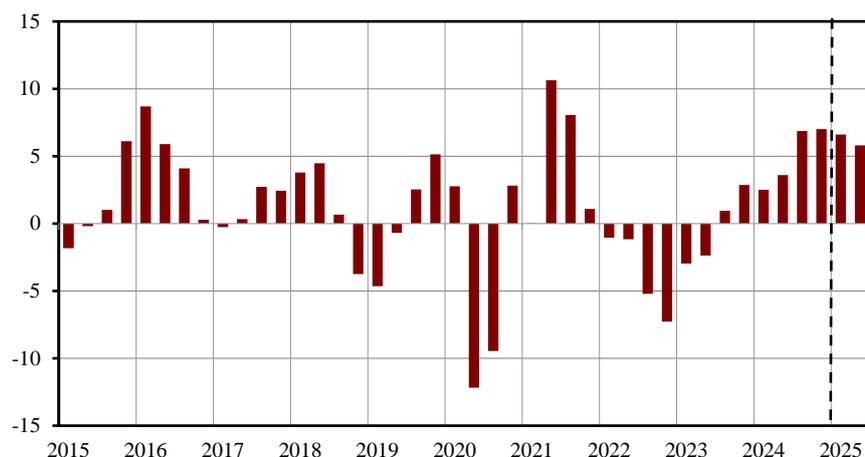
Dans l'ensemble, et tenant compte des tendances conjoncturelles enregistrées à la veille de ce nouveau choc tarifaire, la croissance du secteur industriel devrait se tempérer au deuxième trimestre 2025, pour s'établir à +2,8%. Elle serait particulièrement portée par les industries des minerais non métalliques et un redressement attendu de l'agroalimentaire.

Construction : poursuite de la reprise de l'activité, portée par l'investissement public

La dynamique du secteur de **la construction** se serait maintenue au premier trimestre 2025, bien qu'à un rythme légèrement moins soutenu, avec une progression de 6,6% contre +7% au trimestre précédent. L'activité aurait évolué dans un contexte de légère baisse des taux d'intérêt pour l'investissement, de la poursuite du programme d'aide à l'acquisition de logements et du renforcement des investissements publics, notamment dans la construction des centrales de dessalement, considérée comme prioritaire dans un contexte d'accentuation des tensions sur les ressources hydriques. Cette tendance positive aurait été confirmée par une augmentation annuelle des ventes de ciment de 4,5% ainsi que par la hausse des carnets de commandes des entrepreneurs, telle qu'anticipée par les chefs d'entreprise du secteur dans la dernière enquête de conjoncture réalisée par le HCP.

Valeur ajoutée de la construction

(GA en %)



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

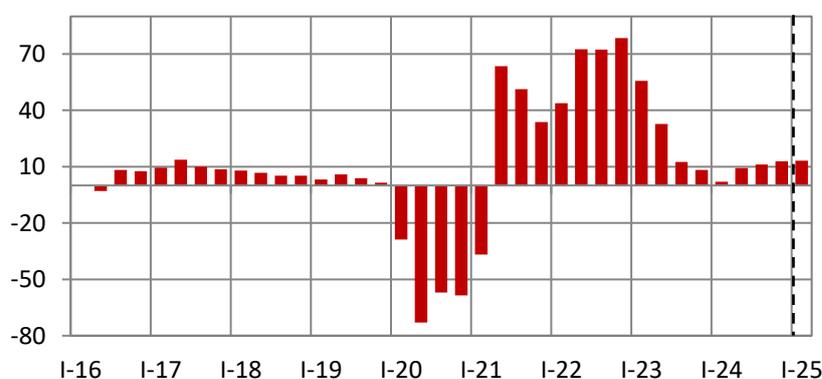
Tourisme : accélération de l'activité au début 2025

L'activité touristique nationale a continué à s'améliorer au quatrième trimestre 2024, profitant d'une demande extérieure favorable. La valeur ajoutée de l'hébergement et de la restauration a, ainsi, augmenté de 12,8%, en variation annuelle, après une hausse de 11,2% un trimestre auparavant, sous-tendue principalement par l'amélioration des nuitées touristiques. Ces dernières se sont accrues de 13,4% bénéficiant, en grande partie, du raffermissement de 16,2% des nuitées des non-résidents. Les arrivées des touristes aux postes frontières ont, de leur côté, augmenté de 26,9%, sous-tendues par un accroissement de 50,2% des arrivées des MRE et de 12,6% de celles des touristes étrangers. Les recettes voyages en devises générées par l'activité touristique des non-résidents ont continué à s'améliorer, mais à rythme moins soutenu qu'un trimestre plus tôt (+3,9%, au lieu de +17,2%).

Au premier trimestre 2025, l'activité aurait poursuivi sa tendance haussière, jouissant de l'amélioration continue de l'attractivité de la destination Maroc. La valeur ajoutée du secteur aurait progressé de 13,2%, en variation annuelle. En atteste d'ailleurs, les bonnes performances des principaux indicateurs touristiques disponibles en janvier et février 2025. Les recettes voyages et les nuitées touristiques se sont accrues respectivement de 10% et 16% à fin janvier et les arrivées aux postes frontières se sont, pour leur part, renforcées de 24% à fin février.

Valeur ajoutée de l'hébergement et de la restauration

(GA en %)



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

Arrivées des touristes au niveau international**(GA en %)**

Rubriques	2022				2023				2024			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Valeur ajoutée de l'hébergement et de la restauration	43,9	72,6	72,3	78,4	55,8	32,8	12,5	8,2	1,9	9,3	11,2	12,8
Nuitées globales	63,8	197,7	77,1	126,5	152,6	51,6	10,2	9,2	2,9	16,2	13,2	13,4
Nuitées des résidents	25,9	37,9	17,8	24,0	29,0	28,2	-1,2	8,0	-12,0	7,4	-2,7	7,1
Nuitées des non résidents	186,2	825,4	217,3	263,2	350,3	65,2	20,2	10,6	9,4	20,3	24,6	16,2
Arrivées globales	101,6	514,3	118,0	249,8	237,1	42,6	6,7	7,4	12,8	14,8	23,2	26,9
Arrivées des MRE	61,9	227,7	90,8	203,8	166,9	40,2	3,5	-10,5	9,8	12,3	7,9	50,2
Arrivées des étrangers	204,2	3508,3	180,9	299,5	333,7	45,0	11,6	22,2	15,4	17,1	45,5	12,6
Recettes voyage	89,7	412,0	122,1	211,1	141,3	27,5	-9,4	-17,5	-3,8	9,8	17,2	3,9

Source : Ministère du Tourisme, Office des Changes, calculs INAC-HCP.

Au niveau mondial, l'activité touristique a continué à s'inscrire sur une tendance haussière, avec une hausse de 8,7% des arrivées de touristes internationaux. Les différentes régions ont contribué positivement à cette évolution, mais de manière différenciée. L'Asie et Pacifique ont enregistré une croissance de 21%, profitant des performances de la sous-région de l'Asie du Nord-Est. Pour l'Afrique, elle a affiché une augmentation de 10,5%, grâce à la poursuite du raffermissement de l'Afrique du Nord. Au niveau de l'Europe et l'Amérique, la croissance s'est établie à 5% respectivement, tandis que le Moyen Orient n'a progressé que de 0,8%.

Pour l'ensemble de l'année 2025, l'Organisation Mondiale du Tourisme prévoit une hausse de 3% à 5% des arrivées de touristes internationaux, en lien avec la poursuite de la reprise en Asie-Pacifique et une forte croissance dans la plupart des autres régions, sous réserve que la situation économique mondiale reste favorable et que l'inflation reste contenue.

Transport : amélioration continue portée par l'aérien

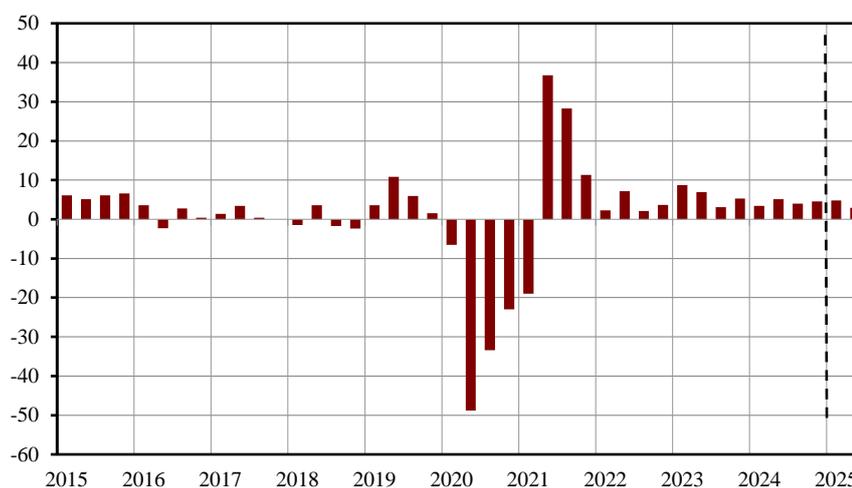
Après avoir enregistré une croissance de 4,6% au quatrième trimestre 2024, la valeur ajoutée du transport aurait connu une légère accélération de son rythme d'évolution au premier trimestre 2025, s'établissant à +4,8%, en variation annuelle. Cette dynamique aurait résulté d'une conjoncture favorable du transport aérien et ferroviaire qui auraient profité d'une augmentation respective de leur nombre des passagers, de 10,7% et 11%, en variations annuelles. Elle aurait, également, été appuyé, par une hausse de leurs tonnages transportés.

Le transport maritime aurait, pour sa part, montré une croissance modérée, sous l'effet d'un ralentissement des échanges extérieurs au début de l'année 2025. En effet, ces derniers auraient montré des tendances contrastées, avec une augmentation des exportations de certains produits, notamment, les agrumes (+31%), les phosphates (+6,6%) et contrebalancée par une diminution de celles des engrais (-5,2%), de l'acide phosphorique (-6%) et des voitures de tourisme (-27,3%), durant les deux premiers mois de l'année 2025, par rapport à la même période de l'année précédente. Par ailleurs, les importations qui représentent une part importante du volume traité dans les ports marocains, auraient continué leur tendance à la hausse bien qu'à un rythme plus modéré avec une hausse, entre autres, des quantités importées de l'énergie et lubrifiants (+2%) et de celles des produits finis d'équipement industriel (+16,6%) durant les deux premiers mois de l'année 2025, par rapport à la même période de l'année précédente.

Au deuxième trimestre 2025, les perspectives de croissance de la valeur ajoutée du transport affiche une trajectoire haussière, mais à un rythme moins soutenu. La valeur ajoutée du secteur connaîtrait une progression de 2,9%, en variation annuelle, au lieu de +5,1% à la même période un an plus tôt. Le secteur touristique, fortement lié au transport aérien, devrait continuer à soutenir la croissance du secteur, mais les autres modes de transport devraient connaître une modération de leurs activités dans le sillage du ralentissement des échanges extérieurs.

Valeur ajoutée du transport

(GA en %)



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

DEMANDE INTÉRIEURE

La demande intérieure, principale locomotive de la croissance économique

Au premier trimestre 2025, **la demande intérieure** aurait continué de soutenir l'activité, enregistrant une progression de 5,1% et contribuant pour 5,3 points à l'accroissement du PIB.

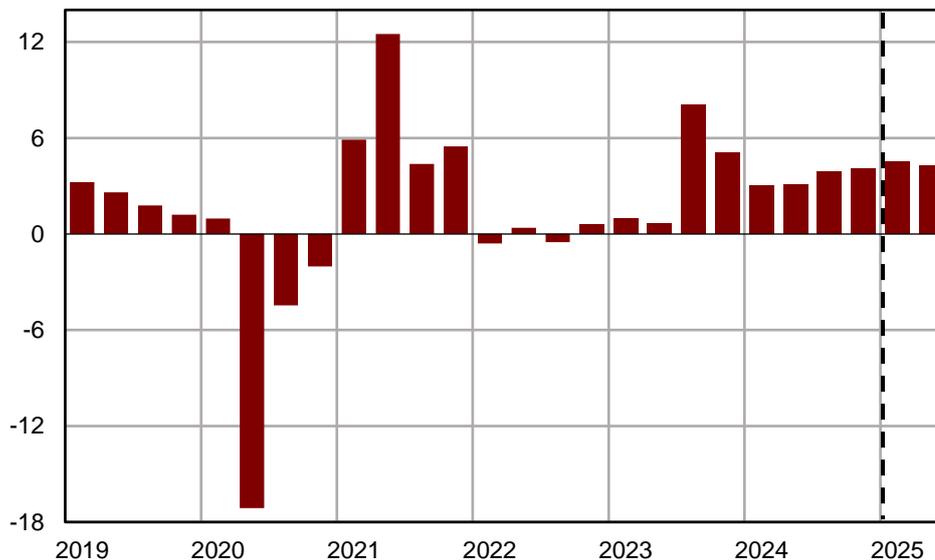
La consommation des ménages se serait accélérée, affichant une hausse de 4,5% en variation annuelle, contre +4,1% au trimestre précédent. Cette évolution aurait été favorisée par l'amélioration du pouvoir d'achat, dans un contexte marqué par une inflation contenue, la révision de l'impôt sur le revenu, l'augmentation du SMIG de 5% en début d'année, ainsi que la revalorisation des salaires de la fonction publique à partir de juillet 2024. La reprise des crédits à la consommation, stimulée par le repli des taux d'intérêt, aurait, également, contribué à cette dynamique favorable, favorisant une hausse des importations de biens finis de consommation, notamment les voitures de tourisme et les médicaments.

Dans le même sillage, **la consommation des administrations publiques** se serait accrue de 4,2%, légèrement supérieure à 3,8% enregistrée, au trimestre précédent, en lien avec l'augmentation des dépenses de personnel et des biens et services.

Il convient de rappeler qu'au quatrième trimestre 2024, les dépenses de consommation finale des ménages avaient progressé de 4,1%, contribuant pour 2,6 points à la croissance économique, contre 3,2 points à la même période de l'année précédente. La consommation finale des administrations publiques avait, pour sa part, augmenté de 4,8%, contribuant pour 0,9 point à la croissance du PIB, contre 0,6 point au même trimestre de l'année passée.

Consommation finale des ménages

(GA en %)



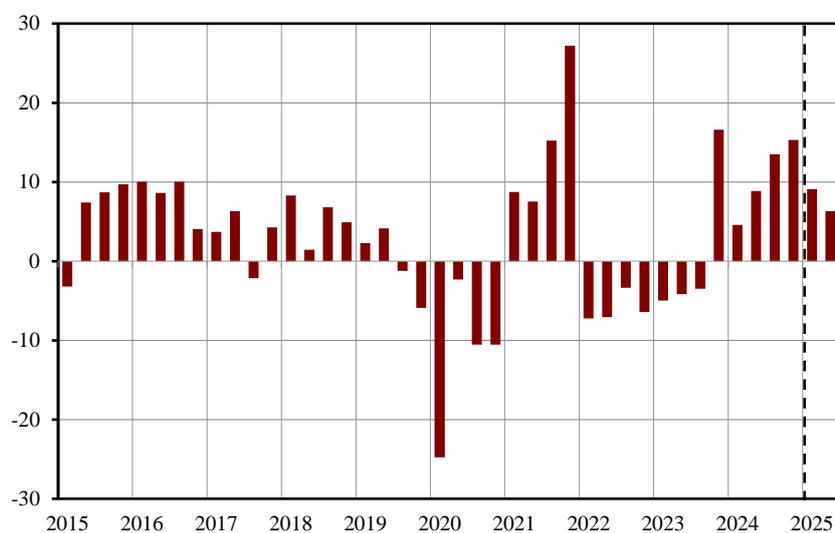
Source : HCP, estimation et prévision au-delà des pointillés.

L'investissement aurait maintenu son dynamisme au premier trimestre 2025, bien qu'à un rythme moins soutenu, affichant une progression de 7,5%, contre 15,3% au trimestre précédent. Cette performance serait principalement attribuable au renforcement de l'investissement public, en particulier dans les secteurs de

l'énergie, des mines, de l'eau et de l'infrastructure, considérés comme prioritaires face aux tensions persistantes sur les ressources hydriques et dans le cadre de l'engagement du Maroc pour l'organisation des grandes manifestations sportives. L'investissement privé se serait, pour sa part, modéré dans un contexte de ralentissement des exportations.

Formation brute de capital (FBC, en volume)

(GA en %)



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

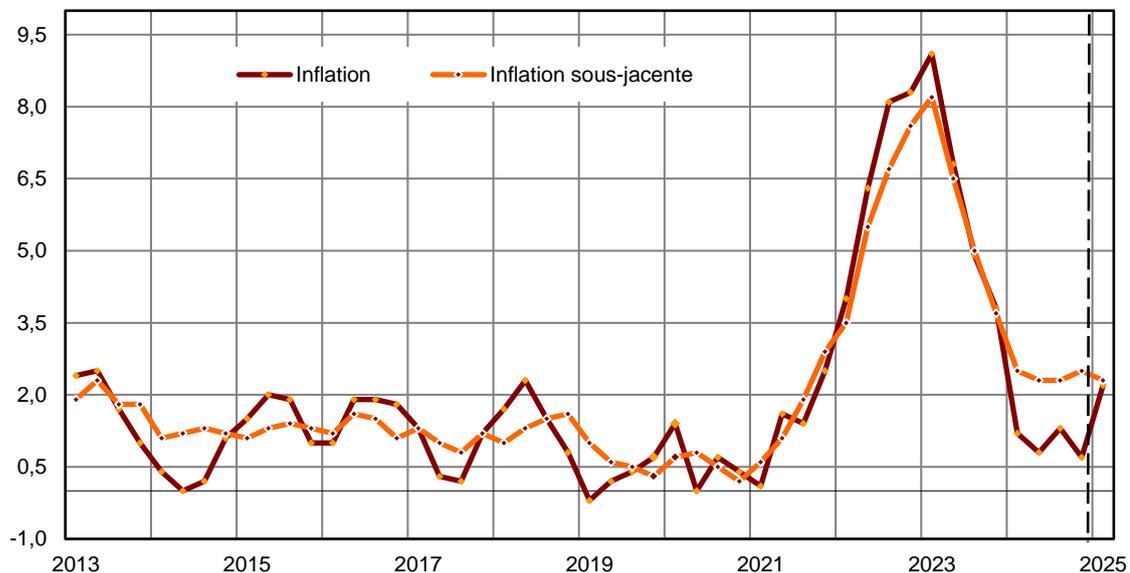
PRIX A LA CONSOMMATION

Inflexion à la hausse des prix à la consommation

Au premier trimestre 2025, la croissance des **prix à la consommation** se serait établie à +2,2% en variation annuelle, marquant une nette accélération par rapport au +0,7% enregistré au quatrième trimestre 2024. Cette reprise de l'inflation aurait, principalement, été attribuable au rebond de 3,7%, après une progression de 0,7%, des prix des produits alimentaires, ainsi qu'à l'augmentation parallèle des prix des produits non alimentaires, passant de +0,7% à +1%. Cependant, **l'inflation sous-jacente**, qui exclut les prix soumis à l'intervention de l'Etat et les prix volatils, aurait, légèrement, ralenti à +2,3% (contre +2,5%), reflétant un ralentissement des prix de sa composante manufacturière de +1,4% à +0,9%, en lien avec la régression du rythme de progression des prix d'achat des voitures.

Prix à la consommation

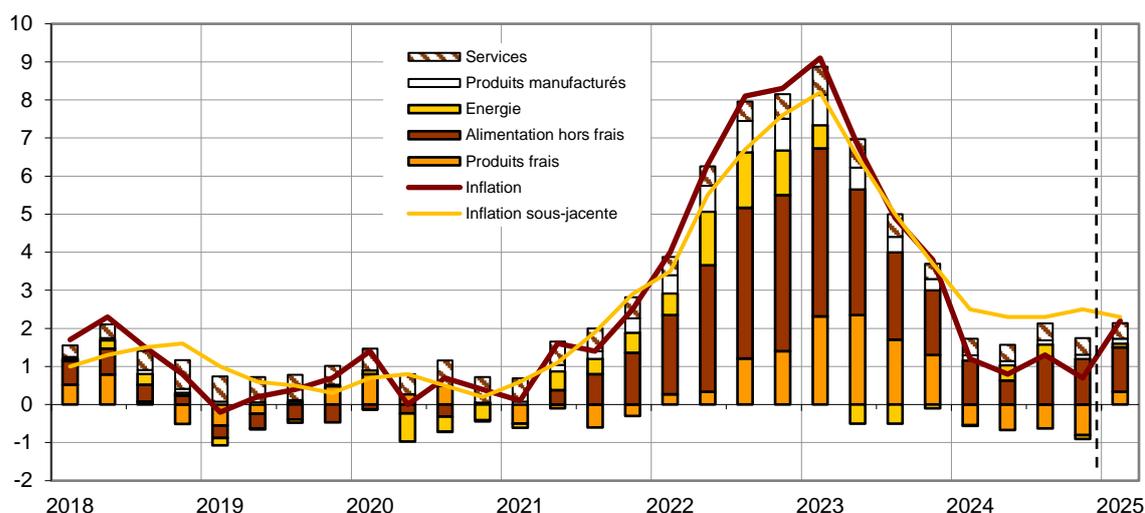
(GA en %)



Source : HCP, estimation au-delà des pointillés

La dynamique des prix des produits alimentaires aurait été attribuable, principalement, à la remontée des prix des produits frais (+4,7%), après avoir atteint des niveaux particulièrement bas par effet de base en 2024 (-9,3% au quatrième trimestre). Cette tendance aurait résulté d'une hausse des prix des légumes frais, au lieu de repli observé un trimestre plus tôt, sous l'effet combiné de facteurs structurels et conjoncturels (perturbations climatiques, chaînes de distribution, etc.). Elle aurait aussi reflété une légère accélération des prix des fruits et des poissons frais.

Hors produits frais, les prix des viandes auraient maintenu une contribution élevée à l'inflation (+1 point), bien que leur impact se soit légèrement atténué en mars dernier. Par ailleurs, d'autres catégories alimentaires auraient enregistré une accélération des prix, notamment les tabacs (à la suite de la hausse tarifaire de janvier), le café et les œufs.

Prix à la consommation (GA en %, Contributions en points de %)

Source : HCP, estimation au-delà des pointillés

Quant aux prix des produits non-alimentaires, leur évolution aurait, principalement, traduit le redressement des prix des produits énergétiques de 1%, au lieu d'une baisse de 1,1% un trimestre auparavant. Cette tendance aurait été imputable à l'atténuation de la baisse des prix des carburants, ainsi qu'aux hausses passées du tarif de vente du gaz survenues en mai 2024 qui continuent d'influencer les prix. Les autres composantes auraient continué à progresser, de manière modérée pour les prix des produits manufacturés (0,7%) et à un rythme légèrement inférieur à celui du trimestre précédent pour les frais de services (1,3%, au lieu de 1,4%).

Les perspectives d'évolution pour le deuxième trimestre 2025, augurent d'un léger allègement des tensions inflationnistes, avec une hausse des prix à la consommation de 1,3%. De même, l'inflation sous-jacente devrait diminuer à +1,9%. Cependant, ces prévisions sont entachées de nombreuses incertitudes, notamment en raison des tensions commerciales. Les nouveaux tarifs douaniers imposés par les États-Unis pourraient peser sur les prix des matières premières sur le marché mondial et induire une évolution contrastée des prix des biens importés.

Prix à la consommation

(GA en %)

Groupes de produits	Glissements annuels						Moyennes annuelles	
	I-24	II-24	III-24	IV-24	I-25	II-25	2023	2024
Produits alimentaires	1,6	-0,3	1,0	0,7	3,7	2,0	12,5	0,8
Produits non-alimentaires	0,9	1,6	1,4	0,7	1	0,6	1,7	1,2
Ensemble	1,2	0,8	1,3	0,7	2,2	1,3	6,1	0,9
Inflation sous-jacente	2,5	2,3	2,3	2,5	2,3	1,9	5,9	2,4

Source : HCP

ECHANGES EXTÉRIEURS

Au quatrième trimestre 2024, le contexte international a été caractérisé par une croissance moins soutenue du commerce mondial qu'au trimestre antérieur. Au niveau national, les échanges extérieurs ont affiché plus de vigueur que les trimestres précédents; les importations faisant preuve de plus de dynamisme et les exportations maintenant leur rythme de progression sensiblement soutenue. Toutefois, leur contribution à la croissance économique nationale aurait continué de pénaliser l'activité, soustrayant 5,2 points à la croissance globale.

Le commerce mondial clôture l'année 2024 avec une croissance positive

Le volume du commerce mondial a continué à s'améliorer au quatrième trimestre 2024 mais à un rythme moins soutenu qu'au troisième, pour clôturer l'année avec une progression de 2,4% (au lieu de +0,8% en 2023), tirée en grande partie par les échanges des économies émergentes. D'importantes disparités régionales ont été constatées dans la croissance des marchandises; les exportations asiatiques étant plus dynamiques que celles européennes. Les exportations chinoises ont tiré profit de la dynamique des ventes des véhicules électriques et de la baisse des prix, s'imposant ainsi sur les marchés avancés.

Au premier trimestre 2025, le dernier baromètre de l'OMC aurait indiqué une orientation relativement favorable du commerce mondial des marchandises en mars. Les données des enquêtes PMI et les indicateurs précurseurs du commerce mondial suggèrent que la plupart seraient proches de leur tendance de long terme ou y seraient supérieurs. Les indices des échanges mondiaux par conteneurs, du fret aérien des marchandises, ainsi que ceux des produits de l'automobile auraient dépassé leur tendance de long terme et ceux des commandes à l'exportation, des matières premières et des composants électroniques seraient, également, proches de leur niveau tendanciel. Toutefois, l'incertitude croissante en matière de politique commerciale et la hausse des droits de douane décidées par les Etats-Unis et les probables ripostes de leurs partenaires commerciaux pourraient enrayer cette dynamique et freiner les échanges mondiaux surtout à partir du deuxième trimestre 2025.

En phase avec la tendance observée du commerce mondial au quatrième trimestre 2024, la demande étrangère adressée au Maroc a continué à s'améliorer, favorisant une hausse du volume des exportations des biens et services de 9,2%, en variation annuelle. Cette évolution peut être attribuée à la croissance des ventes des industries extractives et manufacturières, notamment de la chimie, du matériel de transport et du textile. Par ailleurs, les importations de biens et services ont enregistré une hausse plus marquée, avec une augmentation de 15,6% sur la même période, soutenue par une demande accrue en biens d'équipement industriel, en biens finis de consommation et en demi-produits.

Evolution contrastée des exportations au début de 2025

Au premier trimestre 2025, le volume des exportations nationales des biens et services aurait vu son rythme de croissance se modérer, passant à 4,2% au lieu de 7,3%, tiré par les services liés au tourisme.

En valeur, les **exportations de biens** auraient vu leur dynamique se tempérer au premier trimestre 2025, après une hausse de 5,4%, en variation annuelle, au quatrième trimestre 2024. Les données disponibles à fin février 2025 ont révélé une baisse de 0,8% en variation annuelle, résultant de l'évolution contrastée des principaux produits exportés, ainsi que d'une baisse des prix à l'export de certains produits. Les ventes extérieures de l'automobile ont contribué pour -2,8 points,

pénalisées par le recul du segment de la « construction », avec le repli du volume exporté des voitures de tourisme de 27,3%, alors que celles du segment « câblage » ont continué à s'améliorer. Les expéditions des produits agricoles et agroalimentaires, avec une contribution négative d'un point, ont connu une évolution divergente: alors que les exportations des fruits frais et des agrumes se sont inscrites en hausse, celles des tomates fraîches, des légumes frais, des fraises et framboises et des conserves de poissons ont accusé une baisse.

A l'inverse, les exportations de la branche phosphatée ont concouru pour +0,9 point à l'évolution globale des exportations, tirées par les ventes des phosphates bruts, alors que celles de l'acide phosphorique et des engrais ont plus profité d'une hausse des prix à l'export au moment où leur volume exporté a baissé. Les exportations de l'industrie aéronautique, en particulier les parties d'avions et autres véhicules aériens, ont, pour leur part, contribué pour +0,6 point, confirmant la poursuite du dynamisme du secteur à l'export, en ligne avec une demande extérieure en hausse dans un contexte mondial où il est attendu de fortes livraisons d'avions en 2025. Les expéditions de l'industrie métallurgique et du travail des métaux ont, quant à elles, concouru pour +0,5 point à l'évolution des exportations, suivies par celles de l'industrie du textile et cuir, en particulier celles de la confection et des chaussures (+0,1 point).

Ralentissement prononcé des importations

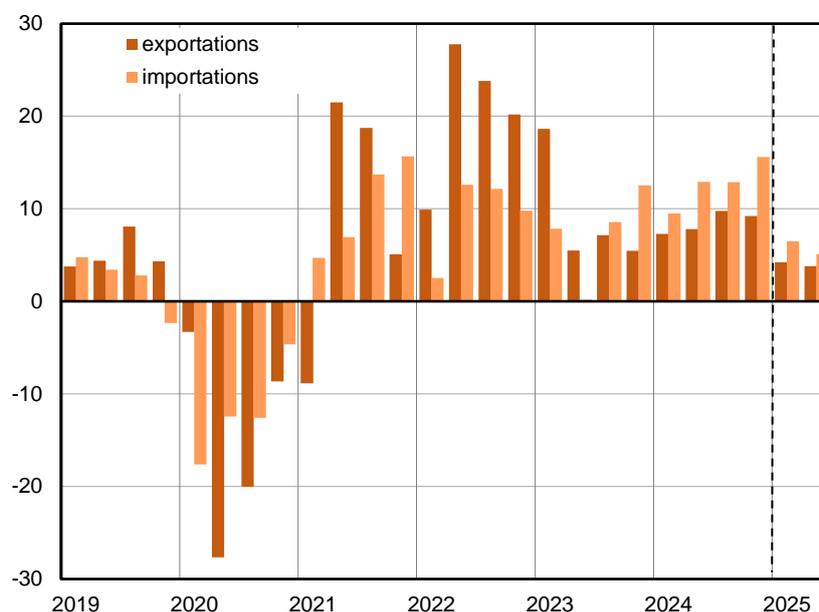
Au premier trimestre 2025, le volume des importations nationales des biens et services aurait crû moins rapidement, atteignant 6,5%. En valeur, les **importations de biens** auraient, également, continué à augmenter au cours de la même période, mais à un rythme moins soutenu qu'aux trimestres précédents. Les chiffres à fin février 2025 dénotent d'une hausse de 7,4% de leur valeur en variation annuelle, après des augmentations respectives de 10,7% et 10,9% aux troisième et quatrième trimestres 2024. Elles ont, ainsi, été sous-tendues par la hausse de la plupart des groupes de produits importés, à l'exception des produits énergétiques.

En premier lieu, les achats des biens de consommation ont contribué pour +2,3 points à la hausse des importations globales, alimentées par les acquisitions des voitures de tourisme et des médicaments. Les achats des biens d'équipement, avec une contribution de +2 points, ont été notamment tirées par les voitures utilitaires, les machines et appareils divers, suivis par les achats des produits alimentaires (+1,7 point de contribution) notamment les animaux vivants, les tourteaux, le maïs, l'orge et le café. Les importations des demi-produits, avec une contribution de +0,7 point, ont été alimentées notamment par les matières plastiques, les accessoires de tuyauterie et les fils et câbles électriques, dans un contexte marqué par le dynamisme des chantiers du secteur du BTP. A l'inverse, la facture énergétique et malgré la hausse des volumes importés des gasoils, de fuels, de gaz de pétrole et autres hydrocarbures se serait allégée, en lien avec le reflux des cours internationaux des produits énergétiques (-0,3 point de contribution).

La hausse plus marquée des importations en valeur par rapport aux exportations se serait traduite par un creusement du déficit de la balance commerciale des biens de 22,1% et aurait engendré un recul du taux de couverture de 4,9 points par rapport à la même période de 2024, pour s'établir à 59,1%.

Echanges extérieurs des biens et services du Maroc

(GA %)



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

Les échanges extérieurs du Maroc pourraient pâtir du ralentissement hypothétique du commerce mondial à partir du 2^{ème} trimestre 2025

Au deuxième trimestre 2025, les incertitudes liées à l'évolution du contexte international restent particulièrement élevées, en raison de la croissance des tensions géopolitiques et des mesures protectionnistes décidées par les Etats-Unis. Le relèvement des droits de douane opéré par les États-Unis à l'encontre de la plupart de ses grands partenaires commerciaux⁵ et l'ampleur des réponses commerciales qui en découleraient seraient de nature à provoquer un coup de frein sur les échanges commerciaux au niveau mondial. Dans ces conditions, la demande étrangère adressée au Maroc verrait sa dynamique se modérer, engendrant un ralentissement des exportations nationales. Parallèlement, les importations conserveraient leur tendance haussière mais à un rythme moins soutenu, avec d'une part la poursuite des achats des biens d'équipement et des demi-produits, sur fond de poursuite de la mise en œuvre de nombreux chantiers d'infrastructure et, d'autre part la hausse des acquisitions des biens alimentaires, notamment les céréales et les animaux vivants. L'allègement de la facture énergétique pourrait se poursuivre, sous réserve du maintien de la baisse des cours internationaux de pétrole, dans un

⁵ Des droits de douane additionnels à 34% ont été appliqués par les Etats-Unis, à compter du 2 avril 2025, sur les importations en provenance de la Chine et à plus de 100% à partir du 9 avril. Par ailleurs, une augmentation de 25% des droits de douane sur les importations en provenance du Mexique et du Canada a été mise en œuvre en mars 2025, même si certains produits, comme les composants automobiles, en sont temporairement exemptés. Le 6 mars, cette mise en œuvre a été reportée au 2 avril pour les produits conformes au pacte commercial entre les États-Unis, le Mexique et le Canada (USMCA). En outre, des droits de douane de 25% sur l'acier et l'aluminium pour l'ensemble des pays sont entrés en vigueur le 12 mars. Enfin, l'Union européenne a été concernée le 2 avril par des droits de douane de 20% sur les produits entrant sur le sol américain et de 10% en moyenne pour le reste du monde.

contexte d'offre abondante⁶ sur le marché mondial, conjuguée à une demande en stagnation. Ainsi, la contribution de la demande extérieure nette resterait négative, mais pèserait moins lourdement sur la croissance économique nationale comparativement aux trimestres antérieurs, s'établissant à -0,9 point, au lieu de -1,1 point un trimestre auparavant.

⁶ Le marché mondial du pétrole resterait excédentaire en 2025, selon l'Agence Internationale de l'énergie, sous l'effet de la hausse de l'offre des Etats-Unis, du Brésil, du Canada et de l'OPEP conjugué à une pression baissière probable suite à la mise en œuvre des tarifs douaniers par les Etats-Unis grevant la croissance économique mondiale. Le cours du baril du brent pourrait, ainsi, se situer aux alentours des 70\$ au 2^{ème} trimestre 2025.

FINANCES PUBLIQUES

Les finances publiques restent sous pression, avec un déficit budgétaire qui peine à se résorber malgré les efforts d'assainissement. Le début d'exécution du budget 2025 aurait dévoilé une dégradation temporaire des comptes du Trésor. A fin février 2025, les dépenses ordinaires se seraient accrues à un rythme plus important que les recettes ordinaires. Le **solde déficitaire global** se serait nettement creusé. La dette publique aurait encore augmenté.

Hausse des recettes ordinaires

A fin février 2025, les recettes ordinaires auraient marqué une augmentation de 9,7%, en glissement annuel. Les recettes fiscales auraient enregistré un accroissement de 18,9% et auraient contribué de 16,6 points à l'évolution des recettes budgétaires. Globalement, les impôts directs auraient enregistré une progression de 48,1%, due essentiellement à la croissance de 56,2% et 24,6% des recettes de l'IR et l'IS respectivement. Les impôts indirects auraient augmenté de 7,1%, tirés par les hausses de 7,7% et 5,3% des recettes de la TVA et de la TIC. Les droits d'enregistrement et de timbre auraient progressé de 2,8%. En revanche, les droits de douane auraient reculé de 6%. Parallèlement, les recettes non-fiscales auraient diminué de 58,5%, contribuant, de ce fait, de -6,9 points à l'évolution globale.

... mais creusement du déficit budgétaire

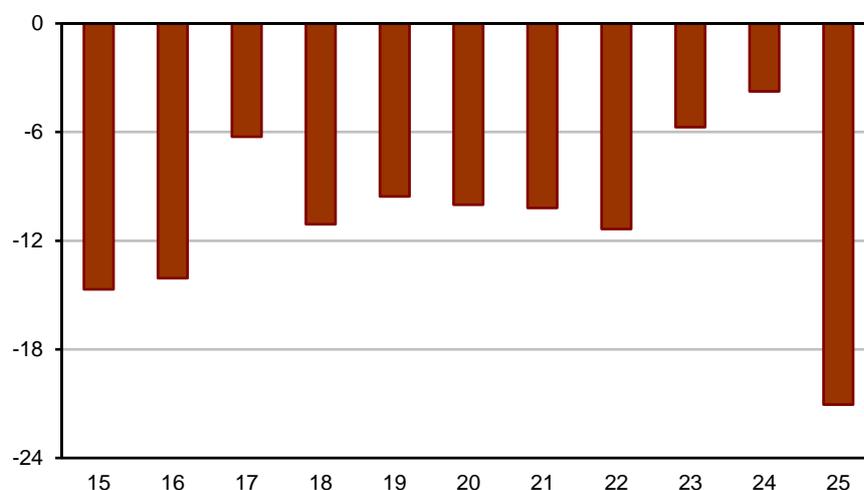
Les dépenses ordinaires auraient marqué un alourdissement de 50,5%, malgré l'absence des émissions au titre des dépenses de compensation aux deux premiers mois de l'année 2025. Les dépenses de biens et des services auraient cru de 49,6%, contribuant de 43,1 points à l'évolution globale. Les intérêts de la dette publique auraient augmenté de 37,2%. Parallèlement, l'effort de l'investissement budgétaire se serait légèrement stabilisé et les dépenses y afférentes auraient enregistré une hausse limitée à 1,3%.

Tiré par un accroissement des dépenses plus important que les recettes, le solde ordinaire serait redevenu négatif. De ce fait, le déficit budgétaire se serait nettement creusé, se situant à -21,1 milliards de dh à fin février 2025, contre -3,8 milliards de dh aux deux premiers mois du budget 2024. Cette dégradation du déficit aurait aussi été enregistrée malgré l'accroissement du solde positif des comptes spéciaux du Trésor.

Le besoin de financement du Trésor aurait atteint un niveau élevé, en dépit de la hausse des apurements de ses arriérés. Son financement net aurait plus que doublé sur le marché intérieur, à la suite de l'accroissement du volume de son recours au marché des adjudications des bons et aurait nettement reculé sur le marché extérieur. Le stock de la dette intérieure à fin février aurait augmenté de 3% en comparaison avec celui de fin 2024.

Solde budgétaire

(Janvier-février, milliards de dh)



Source : TGR, élaboration HCP

Evolution des charges et ressources du Trésor

(Hors TVA des collectivités locales, millions de dh, GA en %)

Rubriques	Niveaux			Variations	
	Février-23	Février-24	Février-25	Février-24	Février-25
Recettes ordinaires	43 351	51 557	56 574	18,9	9,7
Recettes fiscales	40 581	45 472	54 047	12,1	18,9
Recettes non-fiscales	2 770	6 085	2 527	119,7	-58,5
Dépenses ordinaires	47 126	49 657	74 756	5,4	50,5
Biens et services	41 103	43 152	64 543	5,0	49,6
Intérêts de la dette publique	4 815	5 399	7 405	12,1	37,2
Compensation	400	500	0	25,0	-100,0
Solde ordinaire	-3 775	1 900	-18 182	-150,3	-
Investissement	16 643	16 897	17 110	1,5	1,3
Solde budgétaire	-5 719	-3 754	-21 057	-34,4	460,9

Situations cumulées à partir de janvier;

Source : TGR, calculs HCP

FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

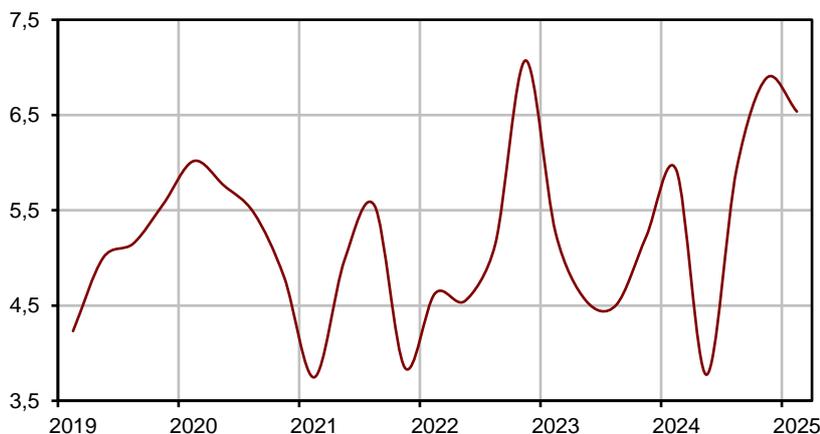
La liquidité des banques se serait, légèrement, améliorée, tout en atténuant leur besoin chronique au premier trimestre 2025. Les tensions sur le marché monétaire seraient restées contenues, du moment que la banque centrale aurait poursuivi son intervention régulière pour financer ce besoin. Bank Al-Maghrib a poursuivi sa politique monétaire accommodante, diminuant de nouveau son taux directeur de 25 points de base à 2,25%, après une baisse du même niveau un trimestre auparavant. Les taux d'intérêt des adjudications des bons du Trésor auraient, également, reculé. La masse monétaire et les crédits à l'économie auraient ralenti. Le marché boursier aurait, en parallèle, marqué une forte croissance de ses indicateurs.

Légère décélération de la masse monétaire et du crédit bancaire

Les **créances sur l'économie** auraient décéléré. Leur encours aurait augmenté de 6,5%, au premier trimestre 2025 et en glissement annuel, après +6,9% enregistré un trimestre plus tôt. Les prévisions pour le deuxième trimestre 2025 tablent sur une progression du rythme de croissance à 7,4%. Les crédits bancaires auraient ralenti à la suite de la décélération des crédits de trésorerie aux entreprises (+0,6% contre +0,7% un trimestre auparavant).

Créances sur l'économie

(GA en %)



Source : BAM, calculs HCP

La **masse monétaire** aurait ralenti au premier trimestre 2025, affichant un accroissement de 6,5%, après une augmentation de +8% un trimestre auparavant, en glissements annuels. Son évolution se stabiliserait à +6,6% au deuxième trimestre 2025. Les avoirs officiels de réserve auraient aussi ralenti en marquant une croissance de 2,3%. Les créances nettes sur l'administration centrale auraient poursuivi leur augmentation à un rythme important, traduisant une hausse de l'endettement monétaire du Trésor de 6%.

Principaux indicateurs monétaires

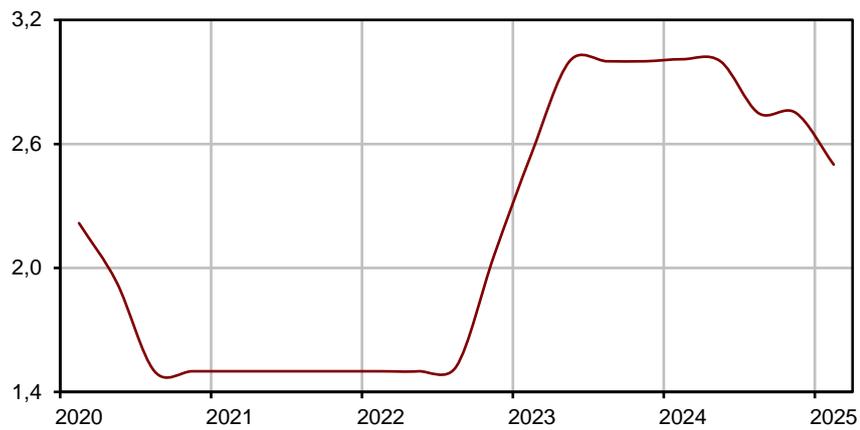
(GA en %)

Indicateurs	2023				2024				2025
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Masse monétaire	7,3	7,6	7,5	4,0	4,4	4,6	6,6	8,0	6,5
Contreparties dont :									
- Avoirs officiels de réserve	8,6	5,1	4,2	6,4	0,2	5,8	3,6	4,5	2,3
- Créances nettes sur l'AC	9,7	14,2	9,3	-4,7	0,0	5,5	8,6	6,9	6,0
- Créances sur l'économie	5,5	4,6	4,5	5,3	5,9	3,8	5,9	6,9	6,5

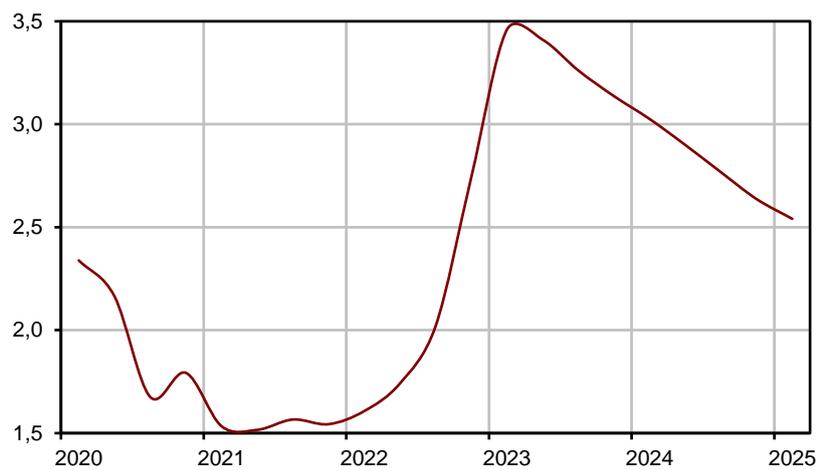
Source : BAM, calculs HCP

Le besoin de la liquidité des banques se serait atténué en-dessous du pic enregistré en fin d'année 2024, à la suite du reflux de la circulation fiduciaire, à l'issue de l'opération de régularisation fiscale des personnes physiques dans le cadre de l'opération de l'amnistie fiscale lancée par le gouvernement. Les liquidités bancaires se seraient renforcées notamment vers la fin de l'année 2024, diminuant les besoins de leur refinancement à partir du début de l'année 2025 et atténuant ainsi cette pression structurelle. Toutefois, le besoin de la liquidité repartirait à la hausse et devrait se creuser davantage pour les prochains trimestres.

Bank Al-Maghrib a poursuivi son cycle d'assouplissement monétaire pour le troisième trimestre consécutif depuis juin 2024. Il a réduit son taux de 25 points de base à 2,25% au premier trimestre 2025, après deux baisses du même niveau en 2024. Les taux d'intérêt sur le marché interbancaire se seraient stabilisés au niveau du taux directeur, marquant un recul de 53 points de base de leur niveau moyen en variation annuelle. Parallèlement, les taux auraient nettement décru sur le marché des adjudications des bons du Trésor, avec des baisses de 44 points, 58 points et 62 points de base respectivement pour les taux de maturité 1 an, 5 ans et 10 ans. D'autre part, les replis du taux directeur en 2024 auraient eu les mêmes effets baissiers sur les taux créditeurs. Les taux moyens pondérés des dépôts à 12 mois et à 6 mois auraient reculé de 14 et 13 points de base respectivement, en comparaison avec leur niveau une année auparavant. Parallèlement, les taux débiteurs auraient poursuivi, en moyenne pondérée et en variation annuelle, leur baisse au dernier trimestre 2024, pour se situer à 5,08%, soit 28 points de base de moins. Cette évolution aurait été le fruit notamment du repli de 37 points et 19 points de base des taux appliqués aux crédits à la trésorerie des entreprises et à la consommation des ménages.

Taux interbancaire moyen trimestriel**(en %)**

Source : BAM, élaboration HCP

Taux moyen trimestriel des adjudications des bons du Trésor à 1 an**(en %)**

Source : BAM, élaboration HCP

Principaux taux d'intérêt

(en %)

Types	2023				2024				2025
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Taux directeur⁽¹⁾									
. Avances à 7 jours	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	2,75	2,75	2,50	2,25
Taux interbancaires⁽²⁾	2,56	3,00	3,00	3,00	3,00	2,99	2,75	2,71	2,47
Taux des adjudications des bons du Trésor⁽²⁾									
. 1 an	3,46	3,41	3,26	3,14	2,98	-	2,74	2,58	2,54
. 5 ans	3,98	4,16	3,82	3,72	3,42	3,43	3,11	2,94	2,83
. 10 ans	4,38	4,55	4,20	4,14	3,79	3,75	3,48	3,25	3,17
Taux créditeurs⁽¹⁾									
. Dépôts à 6 mois	2,38	2,45	2,51	2,47	2,54	2,56	2,77	2,45	2,41
. Dépôts à 12 mois	2,69	2,97	2,63	2,86	2,86	3,06	2,60	2,88	2,74

Source : BAM, calculs HCP

(1) : taux en fin de période, (2) : taux moyens

Appréciation de la valeur du dirham

Sur le marché de change, le dirham aurait subi, au premier trimestre 2025, une appréciation vis-à-vis de l'euro et du dollar américain.

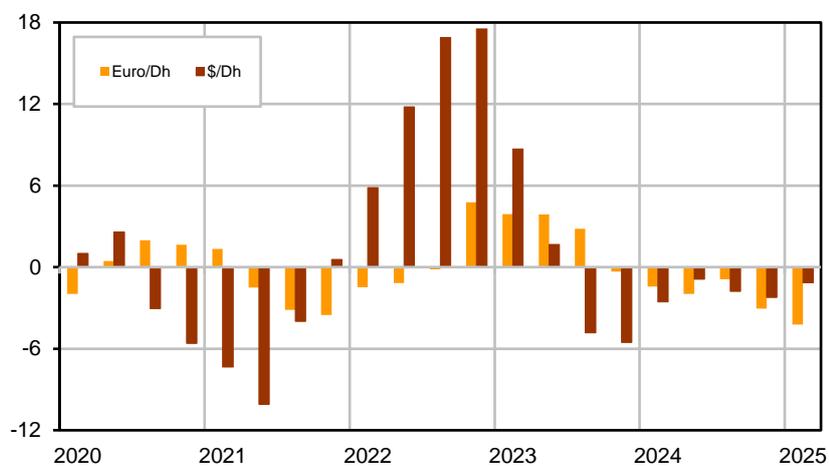
Après avoir gagné 3% de sa valeur moyenne, par rapport à l'euro, au quatrième trimestre 2024, en glissement annuel, le dirham se serait apprécié de 4,2% au premier trimestre 2025. La parité dirham/euro se serait établie à 10,43 dirhams, contre 10,89 dirhams une année plus tôt.

Vis-à-vis du dollar, la variation du cours bilatéral du dirham aurait été moins importante. Le dollar se serait échangé de 10,03 dirhams au premier trimestre 2024, à 9,91 dirhams au premier trimestre 2025. La valeur du dirham se serait, ainsi, appréciée de 1,1%.

Le calcul du taux de change effectif nominal du dirham, établi par le HCP, qui représente sa valeur nominale sur la base du panier des devises d'indexation de la monnaie nationale, a permis de dégager une appréciation globale du dirham, soit un gain de 2,9 points au premier trimestre 2025 par rapport à une année plus tôt.

Taux de change bilatéral moyen du dirham

(GA en %)



Source : BAM, calculs HCP

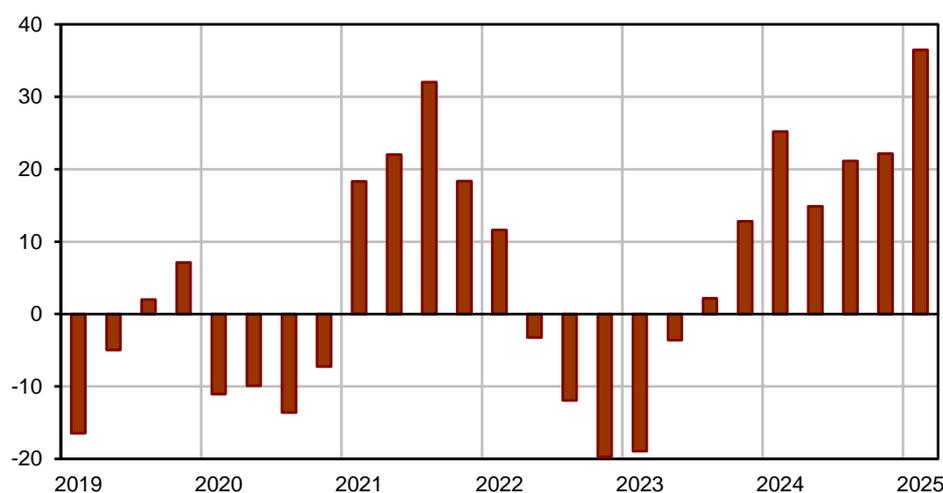
BOURSE DES VALEURS

Forte progression des indicateurs boursiers

Le **marché des actions** aurait affiché une performance remarquable au premier trimestre 2025. Il aurait prolongé sa croissance au début de l'année, à un rythme accéléré, après une nette consolidation en 2024. Les investisseurs auraient continué de renouveler leur perception positive envers le marché des actions, tout en renforçant leur confiance en bourse, et ce depuis la reprise du marché à partir du troisième trimestre 2023. La hausse des indices boursiers se serait manifestée par la progression des cours de plusieurs sociétés cotées, dans un environnement caractérisé par une légère reprise des tensions inflationnistes au niveau national et un nouvel assouplissement monétaire à travers la baisse du taux d'intérêt directeur en mars 2025. L'indice MASI aurait progressé de 36,5%, en glissement annuel, au premier trimestre 2025, après une hausse de 22,2% un trimestre auparavant.

Indice MASI

(GA en %)



Source : SBVC, élaboration HCP

La bonne performance du marché boursier traduirait, principalement, l'accroissement des cours boursiers d'une partie importante des secteurs cotés. Le secteur des services de transport aurait marqué la plus forte hausse au premier trimestre 2025, soit +168,7%, suivi du secteur des mines (+150,5%), de la promotion immobilière (+145,3%) et des holdings (+116,8%). En revanche, deux secteurs seulement auraient connu des replis. Le secteur des boissons aurait enregistré la plus forte baisse, soit -18,9%, suivi des sociétés de placement immobilier (-2,9%).

Indicateurs boursiers

(GA en %)

	2023				2024				2025
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
MASI dont :	-18,9	-3,6	2,2	12,8	25,2	14,9	21,1	22,2	36,5
Services de transport	-19,2	-3,0	12,1	26,1	30,4	22,8	75,5	96,8	168,7
Mines	16,4	-7,2	-20,0	-32,9	-28,7	15,0	41,0	67,4	150,5
Promotion immobilière	-21,6	23,6	94,2	132,4	250,2	219,8	158,2	197,5	145,3
Holdings	-16,3	4,5	27,6	51,8	44,6	60,0	68,1	55,9	116,8
Electricité	-10,3	-8,1	-9,0	-8,0	25,0	31,0	39,8	32,7	92,5
Santé	-	-	-	-	135,5	100,3	123,6	113,6	87,9
Transport	-1,0	7,0	2,3	1,6	6,0	19,5	13,5	85,5	85,8
Ingénieries et biens d'équipement industriels	-30,5	-12,0	-32,8	-14,8	-8,3	-1,4	43,4	16,8	50,3
Bâtiment	-29,4	-2,9	3,4	32,7	45,9	20,1	28,9	28,1	33,5
Loisirs et hôtels	19,6	41,1	81,0	81,7	85,2	45,5	4,7	8,2	32,7
Banques	-14,4	1,9	9,0	14,4	28,8	17,0	17,9	22,8	23,0
Télécommunications	-34,3	-20,0	-11,6	-2,2	17,6	-4,9	-6,9	-11,7	22,5
Sylviculture et papier	3,3	4,3	-31,3	-21,1	-20,6	-21,9	-7,5	-4,5	20,5
Assurances	-18,2	-4,4	2,4	9,2	14,3	6,6	15,2	10,0	18,7
Chimie	-41,2	-35,8	-37,9	-20,9	12,5	-0,6	1,0	21,7	16,2
Sociétés de placement immobilier	-	-	-	-	15,2	9,0	9,0	5,7	-2,9
Boissons	-17,3	5,7	15,1	-3,4	14,7	-9,6	-4,5	-3,1	-18,9
Capitalisation boursière	-18,8	-4,1	1,0	11,6	23,9	15,7	21,7	20,2	37,8

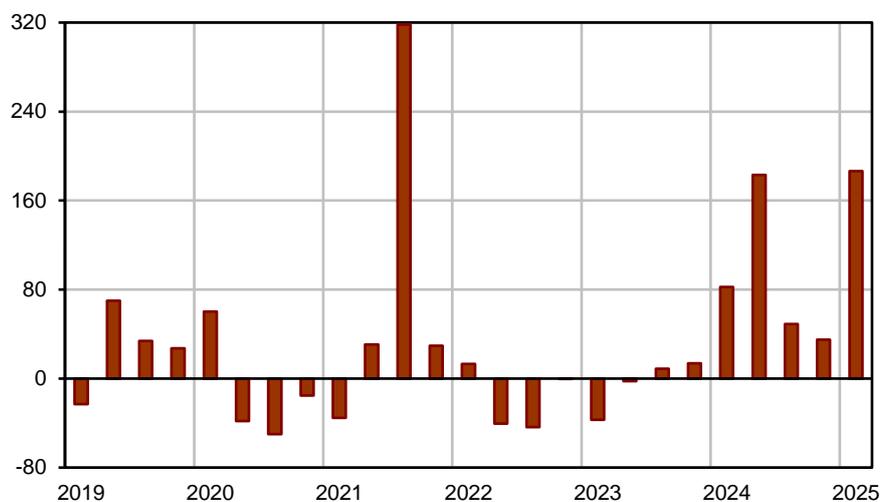
Source : SBVC, calculs HCP

,, Et nette hausse du volume des transactions

Le marché boursier aurait continué d'afficher des positions globalement acheteuses de la part des investisseurs, marquant leur volonté pour la prise de risque. La liquidité du marché aurait poursuivi sa tendance haussière, à un rythme important, après une reprise de sa croissance à partir du troisième trimestre 2023. Globalement, les investisseurs auraient continué de manifester leur confiance au marché des actions au début 2025. Le volume des transactions sur ce marché aurait augmenté de 186,5% en glissement annuel, au premier trimestre 2025. Le marché central aurait participé à hauteur de 94,8% du volume global ; les transactions y afférentes se seraient accrues de 178,2%, en variation annuelle. Parallèlement, le chiffre d'affaires sur le marché des blocs aurait été multiplié par 6, mais n'aurait engendré que 5,2% du chiffre d'affaires global.

Volume des transactions

(GA en %)



Source : SBVC, élaboration HCP.

Dans ce contexte de progression de la performance de la place financière de Casablanca, la capitalisation boursière se serait nettement appréciée au premier trimestre 2025. Elle se serait située à 925,3 milliards de dh, enregistrant, ainsi, une croissance de 37,8% en variation annuelle, soit un gain de 253,7 milliards de dh environs.

Chiffre d'affaires

(GA en %)

	2023				2024				2025
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I
Marché central	-44,7	7,2	35,3	30,7	116,6	88,2	71,9	68,8	178,2
Marché des blocs	77,1	-92,0	-49,5	4,7	-76,0	12 323,3	-86,1	12,2	534,6
Total	-37,0	-2,2	8,9	13,9	82,4	182,9	49,1	35,1	186,5

Source : SBVC, calculs HCP

TABLEAU DE BORD ET ANNEXES

TABLEAU DE BORD
 (glissement annuel en %)

جدول قيادي
 (التغير السنوي ب%)

Secteurs et indicateurs de croissance		2024				الأنشطة القطاعية ومؤشرات النمو	
		I	II	III	IV		
PIB (base 2014)	Valeur ajoutée agricole	-5,0	-4,5	-5,2	-4,9	القيمة المضافة للنشاط الفلاحي	الناتج الداخلي الإجمالي، أساس 2014
	Valeur ajoutée non-agricole	3,2	3,2	5,2	4,4	القيمة المضافة للأنشطة غير الفلاحية	
	PIB global	2,5	2,3	4,3	3,7	الناتج الداخلي الإجمالي	
Indicateurs sectoriels	Ventes de ciment	-0,4	2,8	18,9	16,5	مبيعات الاسمنت	مؤشرات قطاعية
	Indice de production électrique	3,2	-6,6	3,5	1,5	مؤشر إنتاج الكهرباء	
	Indice de production industrielle	2,0	5,8	9,2	5,4	مؤشر إنتاج الصناعة	
Prix à la consommation (base 2017)	Indice général	1,2	0,8	1,3	0,7	المؤشر العام	أثمان الاستهلاك (أساس 2017)
	Produits alimentaires	1,6	-0,3	1,0	0,7	المواد الغذائية	
	Produits non-alimentaires	0,9	1,6	1,4	0,7	المواد غير الغذائية	
Echanges Extérieurs	Exportations de biens en valeur	2,6	2,7	9,0	5,4	الصادرات	المبادلات الخارجية
	Importations de biens en valeur	-4,0	8,1	10,7	10,9	الواردات	
	Déficit commercial	-14,0	17,1	12,8	19,8	العجز التجاري	
	Taux de couverture (en points)	6,9	-5,0	-1,5	-5,0	نسبة التغطية (بالنقط)	
	Recettes voyages	-3,8	9,8	17,2	3,9	المدخلات السياحية	
	Transferts des MRE	0,4	3,3	8,8	-4,8	تحويلات المغاربة القاطنين في الخارج	
Finances publiques	Recettes ordinaires	11,7	13,0	12,5	8,7	المدخلات العادية	المالية العمومية
	Dépenses ordinaires	-4,2	-1,4	2,8	2,7	النفقات العادية	
	Investissement budgétaire	2,8	10,0	5,6	0,3	الاستثمارات العمومية	
	Solde budgétaire	169,7	-27,1	-24,4	-14,0	رصيد الحسابات	
Monnaie, intérêt et change	Masse monétaire	4,4	4,6	6,6	8,0	الكتلة النقدية	النقد و نسبة الفائدة و سعر الصرف
	Avoirs officiels de réserve	0,2	5,8	3,6	4,5	الموجودات الخارجية الصافية	
	Créances nettes sur l'AC	0,0	5,5	8,6	6,9	الديون الصافية على الحكومة المركزية	
	Créances sur l'économie	5,9	3,8	5,9	6,9	الديون على الاقتصاد	
	Taux d'intérêt interbancaire en %	0,44	-0,01	-0,25	-0,29	نسبة الفائدة بين البنوك ب %	
	Taux des adjudications des bons du Trésor d'un an en %	-0,47	-	-0,52	-0,56	نسبة فائدة سندات الخزينة لسنة واحدة ب %	
	Taux de change dirham / euro	-1,4	-2,0	-0,9	-3,0	سعر الصرف درهم / أورو	
Taux de change dirham / dollar	-2,6	-0,9	-1,8	-2,2	سعر الصرف درهم / دولار		
Bourse des valeurs	MASI	25,2	14,9	21,1	22,2	مؤشر مازي	بورصة القيم
	Capitalisation boursière	23,9	15,7	21,7	20,2	رسملة البورصة	
	Volume des transactions	82,4	182,9	49,1	35,1	حجم المعاملات	

TABLEAUX ANNEXES

2023				2024			
II	III	IV	I	II	III	IV	

ENVIRONNEMENT INTERNATIONAL

Taux de croissance du PIB (glissements trimestriels en %)

Etats-Unis	0,6	1,1	0,8	0,4	0,7	0,8	0,6
Zone euro	0,1	0,0	0,1	0,3	0,2	0,4	0,2
Allemagne	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,3	-0,1	-0,2
France	0,7	0,1	0,5	0,1	0,3	0,4	-0,1
Italie	-0,3	0,0	0,2	0,3	0,1	0,0	0,1
Royaume-Uni	0,0	-0,1	-0,2	0,9	0,5	0,0	0,1
Espagne	0,2	0,7	0,7	1,0	0,8	0,8	0,8

Indice des prix à la consommation (glissements annuels en %)

Etats-Unis	4,0	3,5	3,2	3,2	3,2	2,6	2,7
Zone euro	6,2	5,0	2,8	2,6	2,5	2,2	2,2
Allemagne	6,5	5,6	3,5	2,5	2,3	1,5	2,3
France	5,2	4,7	3,7	2,8	2,2	1,7	1,8
Italie	7,4	5,6	1,0	0,9	0,8	1,0	1,1
Royaume-Uni	7,7	6,3	4,4	3,9	2,9	2,9	3,4
Espagne	6,2	4,9	2,7	2,6	2,5	2,1	2,2

Source : OCDE

	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24*
--	-------	-------	-------	-------	--------

AGRICULTURE

Céréales	32000	103000	35000	56000	31200
Légumineuses	1863	3841	1956	1513	-
Cultures maraîchères	71905	74018	74721	75088	-

Source : Ministère de l'Agriculture, du Développement Rural et des Pêches Maritimes,
* 3 principales céréales

2023				2024			
II	III	IV	I	II	III	IV	

INDICE DE PRODUCTION ENERGETIQUE ET MINIERE (Base 100 : 2015)

Electricité	135,4	144,2	132,4	126,4	126,4	149,3	140,4
Mines	96,0	112,8	137,6	123,8	123,8	138,1	150,2
Minerais métalliques	89,2	105,1	117,3	89,7	89,7	105,3	117,5

Source : HCP

INDUSTRIE

Indices de la production industrielle

(Base 100 : 2017)

	2023				2024		
	II	III	IV	I	II	III	IV
Industries alimentaires	120,0	134,1	123,0	133,3	111,7	146,2	126,0
Fabrication de produits à base de tabac	64,4	97,6	131,1	87 ,2	81,0	107,6	138,4
Fabrication de textile	78,0	79,8	88,7	94 ,9	71,1	75,6	86,7
Industrie de l'habillement	103,4	81,6	92,8	108,8	96,9	91,2	90,1
Industrie du cuir et de la chaussure (à l'exception de l'habillement en cuir)	67,7	80,8	69,8	72,0	74,9	71,4	64,7
Travail du bois et fabrication d'articles en bois et en liège, à l'exception des meubles	41,0	108,8	102,0	67,7	38,4	73,7	116,3
Industrie du papier et du carton	116 ,3	100,7	117,9	138,0	114,2	112,9	127,4
Imprimerie et production d'enregistrements	142,6	103,3	144,3	138,0	133,2	182,1	137,9
Produits chimiques	129,0	132,3	156,0	126,7	153,2	156,4	166,3
Fabrication de produits en caoutchouc et en plastique	147,4	123,7	132,7	125,1	157,7	125,3	131,0
Fabrication d'autres produits minéraux non métalliques	86,8	94,3	166,7	96,3	89,6	99,3	142,5
Fabrication de produits métalliques, à l'exception des machines et des équipements	69,8	75,5	114,3	106,4	65,0	85,3	114,6
Fabrication de machines et équipements N.C.A.	109,0	116,0	136,3	81,9	97,5	136,8	144,0
Fabrication d'équipements électriques	139,8	109,3	150,0	122,1	124,9	112,3	167,8
Fabrication de produits informatiques, électroniques et optiques	90,3	101,5	134,0	76,4	113,7	118,5	168,4
Industrie automobile	128,8	110,2	196,4	128,8	158,1	128,9	202,7
Fabrication d'autres matériels de transport	107,2	102,3	166,7	219,2	126,5	113,8	166,7
Fabrication des meubles	91,8	117,6	105,2	76,0	95,1	123,2	103,6
Industrie (Hors raffinage de pétrole)	107,0	111,9	132,4	114,2	113,2	122,2	139

Source : HCP

	2023			2024			
	II	III	IV	I	II	III	IV

INDICE DES PRIX A LA CONSOMMATION

(Base 100 : 2017)

Produits alimentaires	130,2	129,4	129,4	127,9	129,8	130,7	130,3
Produits alimentaires et boissons non alcoolisées	129,9	129,1	129,2	127,4	129,4	129,9	129,9
Pain et céréales	121,1	120,6	120,3	120,3	119,9	119,7	119,4
Viande	129,7	127,3	127,3	131,4	135,3	142,4	144,1
Poissons et fruits de mer	115,8	111,8	110,2	117,2	123,0	128,5	120,9
Lait, fromage et œufs	122,7	121,9	124,3	125,2	121,9	120,9	124,0
Huiles et graisses	148,6	149,1	153,9	154,0	151,1	149,1	153,4
Fruits	150,5	164,7	137,0	132,3	145,9	148,4	131,4
Légumes	148,0	137,9	150,6	129,2	132,7	124,2	128,6
Sucre, confiture, miel, chocolat et confiserie	103,9	104,1	104,3	104,6	105,2	105,8	105,9
Produits alimentaires N.C.A	106,4	107,0	108,8	111,6	113,0	113,9	114,8
Café, thé et cacao	106,6	107,1	107,9	108,2	108,2	108,9	110,4
Boissons alcoolisées, tabac et stupéfiants	136,7	136,8	136,8	139,9	140,0	140,1	140,2
Produits non-alimentaires	109,8	110,5	111,2	110,9	111,6	112,0	112,0
Articles d'habillement et chaussures	113,8	114,0	114,7	115,4	116,1	116,1	116,6
Logement, gaz, eau, électricité et autres	104,5	104,8	105,0	105,2	107,0	108,7	108,8
Meubles, articles de ménages et entretien	111,0	111,5	112,0	112,0	112,1	112,2	112,3
Santé	102,4	102,5	102,6	101,0	101,2	101,2	101,2
Transports	117,4	119,7	122,0	120,4	120,5	120,3	117,7
Communication	104,3	104,2	104,2	104,1	104,1	104,1	104,1
Loisirs et culture	105,9	105,6	105,4	105,3	105,7	105,6	105,4
Enseignement	116,7	117,3	119,1	119,1	119,1	119,1	121,8
Restaurants et hôtels	112,8	114,8	115,1	115,7	116,3	118,5	119,3
Biens et services divers	112,5	112,9	113,2	114,0	114,9	115,3	115,8
Général	117,8	117,9	118,4	117,6	118,7	119,4	119,2

Source : HCP

ECHANGES EXTERIEURS*

	I-24	II-24	III-24	IV-24
Exportations (en millions de dh)				
Produits alimentaires, boissons et tabacs	23 732	18 628	14 219	22 109
Produits énergétiques et lubrifiants	1 042	973	1 057	1 230
Produits bruts d'origine animale et végétale	1 979	1 471	1 368	1 502
Produits bruts d'origine minérale	3 338	4 317	4 453	4 626
Demi-produits	22 220	25 631	26 602	29 608
Produits finis d'équipement agricole	51	45	42	58
Produits finis d'équipement industriel	22 165	22 875	20 358	22 300
Produits finis de consommation	38 589	38 414	35 351	40 138
Or industriel	9	88	86	109
Total	113 125	112 441	103 537	121 680
Importations				
Produits alimentaires, boissons et tabacs	21 882	23 385	22 451	23 858
Produits énergétiques et lubrifiants	28 064	29 187	28 407	28 182
Produits bruts d'origine animale et végétale	4 404	4 713	3 996	4 859
Produits bruts d'origine minérale	2 790	4 316	3 579	4 476
Demi-produits	37 575	42 247	39 812	44 420
Produits finis d'équipement agricole	293	333	346	395
Produits finis d'équipement industriel	40 949	43 689	44 910	52 098
Produits finis de consommation	39 354	42 009	44 836	48 491
Or industriel	124	219	226	372
Total	175 436	190 098	188 562	207 151
Solde commercial des biens	-62 311	-77 657	-85 026	-85 471
Taux de couverture (en %)	64,5	59,1	54,9	58,7
Recettes voyages	24 040	25 161	38 015	25 273
Transferts des MRE	27665	29071	34060	26918

Source : Office des Changes, *données provisoires

	2023				2024		
	II	III	IV	I	II	III	IV

FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Agrégats de monnaie et de placements liquides (en 10⁶ de dh)

Masse monétaire	1 731 759	1 736 142	1 751 823	1 770 671	1 811 036	1 851 225	1 892 039
Contreparties							
- Avoirs officiels de réserve	346 163	355 170	359 412	361 958	366 148	368 002	375 499
- Créances nettes sur l'AC	335 962	323 467	317 344	329 409	354 542	351 149	339 309
- Créances sur l'économie	1 283 541	1 295 324	1 325 834	1 327 131	1 331 978	1 372 169	1 417 193
Placements liquides	792 833	835 366	874 151	905 672	909 112	958 914	999 921
Liquidité de l'économie	2 524 592	2 571 508	2 625 973	2 676 343	2 720 148	2 810 138	2 891 960

Crédits des banques de dépôts aux entreprises et aux particuliers (en 10⁶ de dh)

Crédits de trésorerie	252 691	245 908	256 588	249 451	244 630	259 464	258 366
Crédits à l'équipement	191 193	194 041	205 766	209 378	213 923	217 364	242 664
Crédits immobiliers	304 230	303 108	303 935	304 901	307 964	308 688	310 922
Crédits à la consommation	58 170	57 866	57 775	57 983	58 514	58 490	58 548

Cours moyen des devises par rapport au dirham

Euro (E)	11,00	10,85	10,94	10,89	10,78	10,75	10,60
Dollar américain (\$)	10,10	9,97	10,16	10,03	10,01	9,79	9,94
Livre Sterling (£)	12,65	12,62	12,62	12,72	12,64	12,73	12,74

Source: BAM

	2023				2024		
	II	III	IV	I	II	III	IV

BOURSE DES VALEURS

Indicateurs de la Bourse des Valeurs

Volume des transactions (en 10 ⁶ de dh)	8 809,35	8 668,52	29 621,24	11 612,45	24 925,04	12 922,01	40 017,14
- Marché central	8 741,17	7 414,30	11 980,45	11 341,90	16 454,82	12 747,67	20 221,15
- Marché des blocs	68,18	1 254,21	17 640,79	270,56	8 470,21	174,34	19 795,99
MASI	11 579,76	11 865,32	12 092,88	13 009,23	13 301,37	14 372,84	14 773,19
Capitalisation boursière (en 10 ⁶ de dh)	598 449,35	609 592,42	626 078,29	671 595,46	692 367,71	741 945,67	752 436,95

Source : SBVC

FINANCES PUBLIQUES

Charges et recettes du Trésor (en 10⁶ de dh)

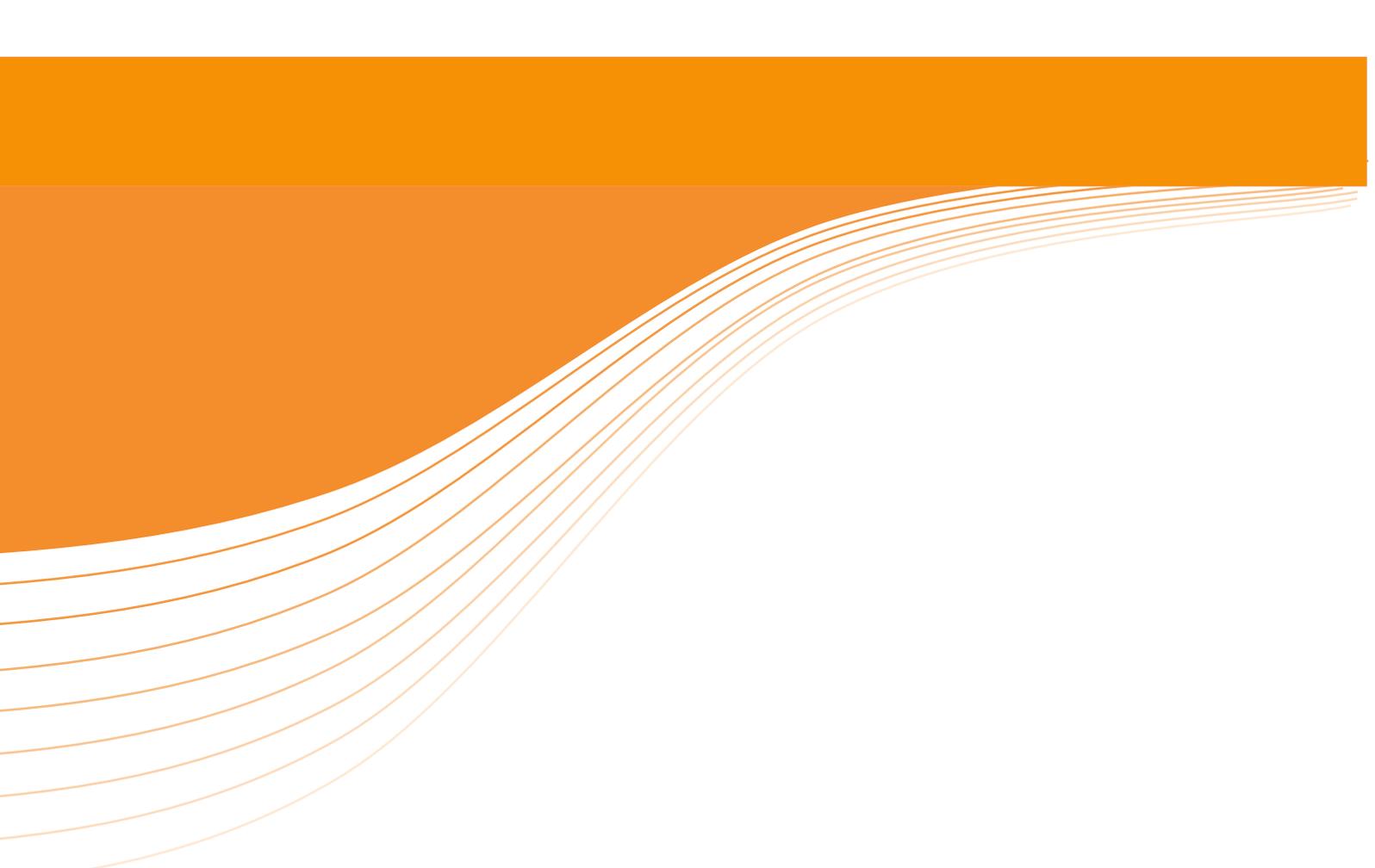
Recettes ordinaires	155 175	235 394	338 262	94 860	175 328	264 784	367 791
Dépenses ordinaires	158 347	229 248	324 602	75 726	156 073	235 715	333 269
Solde ordinaire	-3 172	6 146	13 660	19 134	19 255	29 069	34 522
Investissement budgétaire	44 599	69 108	119 180	24 138	49 070	72 981	119 552
Solde budgétaire	-27 964	-35 184	-74 882	16 841	-20 397	-26 613	-64 367
Solde de financement	-38 371	-45 872	-73 330	3 728	-30 479	-36 051	-55 690

Situations cumulées à partir de janvier ;
Source : TGR

SIGNES ET ABREVIATIONS

SIGNES ET ABREVIATIONS

-	Données non disponibles
///	Non quantifiable du fait de la nature des informations
BAM	Bank Al-Maghrib
BTP	Bâtiment et travaux publics
CN	Comptabilité Nationale
CVS	Corrigé des variations saisonnières
DS	Direction de la Statistique
DTFE	Direction du Trésor et des Finances Extérieures
FBC	Formation brute de capital
GT	Glissement trimestriel
GA	Glissement annuel
Ha	Hectare
HCP	Haut-commissariat au Plan
I, II, III, IV	Trimestres
IPC	Indice des prix à la consommation
IGR	Impôt général sur le revenu
IMME	Industries métalliques, mécaniques, électriques et électroniques
IPI	Indice de la production industrielle
IS	Impôt sur les sociétés
MADEX	Most Active Shares Index
MASI	Moroccan All Shares Index
MEMEE	Ministère de l'énergie, des mines, de l'eau et de l'environnement
MRE	Marocains résidant à l'étranger
OC	Office des Changes
OCP	Office Chérifien des Phosphates
OMPIC	Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale
ONDA	Office National des Aéroports
ONEE	Office National de l'Electricité et de l'Eau potable
ONHYM	Office National des Hydrocarbures et des Mines
OPCVM	Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
PME	Petites et moyennes entreprises
qx	Quintal
SBVC	Société de Bourse des Valeurs de Casablanca
t	Tonne



INSTITUT NATIONAL D'ANALYSE DE LA CONJONCTURE

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

Tél : 05 37 57 69 04

www.hcp.ma

