



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 69 / 2023

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGRIB
DU 19 DÉCEMBRE 2023

Dépôt légal : 2023/0033

BANK AL-MAGHRIB
Administration Centrale
277, Avenue Mohammed V - B.P. 445 - Rabat
Tél. : (212) 5 37 57 41 04 / 05
Fax : (212) 5 37 57 41 11
E-mail : dee@bkam.ma
www.bkam.ma

 @BankAlMaghrib

SOMMAIRE

PRÉAMBULE

COMMUNIQUÉ DE PRESSE	7
APERÇU GÉNÉRAL	10
1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX	16
1.1 Activité économique et emploi	16
1.2 Conditions monétaires et financières	17
1.3 Prix des matières premières et inflation	19
2. COMPTES EXTÉRIEURS	22
2.1 Balance commerciale	22
2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes	24
2.3 Compte financier	25
3. MONNAIE, CRÉDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS	26
3.1 Conditions monétaires	26
3.2 Prix des actifs	30
4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE	33
4.1 Recettes ordinaires	33
4.2 Dépenses	34
4.3 Déficit et financement du Trésor	36
5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL	38
5.1 Demande intérieure	38
5.2 Demande extérieure	39
5.3 Offre globale	39
5.4 Marché du travail et capacités de production	40
6. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION	43
6.1 Évolution de l'inflation	43
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation	46
6.3 Anticipations de l'inflation	46
6.4 Prix à la production	47
7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME	48
Synthèse	48
7.1 Hypothèses sous-jacentes	51
7.2 Projections macroéconomiques	55
7.3 Balance des risques	60
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	61
LISTE DES GRAPHIQUES	63
LISTE DES TABLEAUX	64

بنك المغرب
بنك المغرب خير

PRÉAMBULE

Selon les dispositions de l'article 6 de la loi n° 40-17 portant Statut de Bank Al-Maghrib, promulguée par le Dahir n° 1-19-82 du 17 chaoual 1440 (21 juin 2019), « la Banque définit et conduit en toute transparence la politique monétaire dans le cadre de la politique économique et financière du gouvernement. L'objectif principal de la Banque est de maintenir la stabilité des prix. »

Cette stabilité permet de préserver le pouvoir d'achat des citoyens et de favoriser l'investissement et la croissance. La stabilité des prix ne fait pas référence à une inflation nulle, mais au maintien de celle-ci à un niveau modéré et stable à moyen terme. Pour la réalisation de ces objectifs, la Banque intervient sur le marché monétaire en utilisant les instruments appropriés, principalement le taux directeur et celui de la réserve obligatoire.

Les décisions de la politique monétaire se transmettent à l'économie notamment à travers leurs effets sur les taux d'intérêt sur les différents marchés, les anticipations des agents économiques et les prix des actifs, dont la variation affecte la demande globale de biens et services et, in fine, l'inflation. Etant donné que ces effets ne se matérialisent qu'après un certain délai, les prévisions revêtent une importance cruciale dans la formulation et la prise de décision en matière de politique monétaire. Celles-ci sont élaborées par la Banque pour un horizon de huit trimestres sur la base d'un dispositif d'analyse et de prévision intégré, articulé autour d'un modèle central de politique monétaire qui est lui-même alimenté et complété par plusieurs modèles satellites. Le modèle central de prévision est de type new-keynésien semi-structurel, qui s'appuie à la fois sur les fondements théoriques sous-jacents aux modèles d'équilibre général et sur l'ajustement aux données caractérisant les modèles empiriques.

Dans un souci de transparence en matière de décision de politique monétaire, la Banque publie à l'issue des réunions de son Conseil un communiqué de presse et le Wali tient un point de presse où il revient sur la décision et explique ses fondements. En outre, la Banque prépare et publie sur son site web le Rapport trimestriel sur la Politique Monétaire (RPM) qui présente l'ensemble des analyses sous-tendant ses décisions. En plus de l'aperçu général qui synthétise les évolutions économiques, monétaires et financières récentes ainsi que les projections macroéconomiques, le RPM est structuré en deux parties. La première décrit les évolutions économiques récentes et est constituée de six chapitres, à savoir : (i) les développements internationaux ; (ii) les comptes extérieurs ; (iii) la monnaie, le crédit et le marché des actifs ; (iv) l'orientation de la politique budgétaire ; (v) la demande, l'offre et le marché du travail ; et (vi) l'inflation. La seconde partie est consacrée à la présentation des perspectives à moyen terme de l'économie nationale, des risques qui les entourent ainsi que des principales hypothèses sous-jacentes.

Membres du Conseil de Bank Al-Maghrib (Article 26 du Statut de la Banque)

Le Wali, Président

Le Directeur Général

Le Directeur du Trésor et des Finances Extérieures, Représentant du Ministère chargé des Finances

Mme Mouna CHERKAOUI

M. Mohammed DAIRI

Mme Najat EL MEKKAOUI

M. Larabi JAÏDI

M. Mustapha MOUSSAOUI

M. Fathallah OUALALOU

Assiste également aux réunions du Conseil, comme le stipule l'Article 41, le Commissaire du Gouvernement.

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

RÉUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 19 décembre 2023

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 19 décembre sa dernière réunion trimestrielle au titre de l'année 2023.
2. Lors de cette session, il a analysé l'évolution de la conjoncture nationale et internationale ainsi que les projections macroéconomiques à moyen terme de la Banque. Il a relevé, sur le plan international, une nette atténuation des pressions inflationnistes sous l'effet des resserrements monétaires sans précédent et de la baisse des prix de l'énergie, mais également une décélération de la croissance économique qui continue de pâtir des tensions géopolitiques et de la montée des incertitudes. Au niveau national, le bilan du séisme d'Al Haouz a été lourd sur le plan humain mais ses répercussions sur l'activité économique devraient être faibles selon les différentes évaluations réalisées à ce sujet y compris celle effectuée par Bank Al-Maghrib. En revanche, la concrétisation des nombreux chantiers d'envergure prévus ou en cours de mise en œuvre laisse espérer une nouvelle dynamique de l'investissement et de l'activité économique à moyen et long termes.
3. S'agissant en particulier de l'inflation domestique, le Conseil a noté un ralentissement sensible qui devrait se poursuivre à moyen terme. En effet, depuis le pic de 10,1% atteint en février dernier, l'inflation a décéléré progressivement pour revenir à 4,3% en octobre et terminerait l'année avec une moyenne de 6,1% contre 6,6% en 2022. Tenant compte de la dissipation prévue des pressions inflationnistes d'origine externe, des effets directs des mesures fiscales de la loi de finances 2024 et du processus de décompensation graduelle prévu par la programmation budgétaire triennale 2024-2026, et sous l'hypothèse d'une quasi-stabilité des prix des produits alimentaires à prix volatils, l'inflation devrait enregistrer une nette baisse pour se situer autour de 2,4% en 2024 et en 2025. Sa composante sous-jacente connaîtrait une évolution similaire, passant de 6,6% en 2022 à 5,6% en 2023 puis s'atténuerait à 2,4% en 2024 et à 2,3% en 2025.
4. Le Conseil a également relevé que les anticipations d'inflation à moyen terme telles qu'elles ressortent de l'enquête trimestrielle de BAM ont continué de diminuer au quatrième trimestre de 2023 et que la transmission cumulée de ses trois dernières décisions de relèvement du taux directeur aux conditions monétaires et à l'économie réelle se poursuit.
5. Au regard de l'ensemble de ces données, le Conseil a jugé que le niveau actuel de 3% du taux directeur reste approprié et favorise le retour de l'inflation à des niveaux en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Il a décidé en conséquence de le maintenir inchangé tout en continuant de suivre de près l'évolution de la conjoncture économique et des pressions inflationnistes, tant au niveau national qu'international.
6. Sur les marchés des matières premières, les cours du pétrole restent marqués par une forte volatilité en lien avec les risques qui pèsent sur l'approvisionnement et avec les décisions de l'OPEP+. Après avoir atteint 98,9 dollars le baril en 2022, le prix du Brent serait en baisse à 83,1 dollars en moyenne cette année, puis se situerait à 87,3 dollars en 2024 et à 86,6 dollars en 2025. Hors énergie, les prix poursuivraient leur tendance baissière, reflétant notamment les replis des cours des produits

agricoles et des métaux et minerais. Pour ce qui est du phosphate et dérivés, les projections de la Banque mondiale d'octobre dernier tablent sur une diminution, en lien en partie avec celle des prix des intrants, en particulier ceux du gaz naturel.

Ainsi, les cours diminueraient graduellement, revenant de 772 dollars la tonne en 2022 à 400 dollars en 2025 pour le DAP, alors que le prix du phosphate brut ressortirait en hausse de 27,8% en 2023 à 340 dollars la tonne puis reculerait progressivement pour s'établir à 250 dollars en 2025.

7. Dans ce contexte, l'atténuation des pressions inflationnistes se poursuivrait à moyen terme. Aux Etats-Unis, tirée notamment par le repli des cours des matières premières et la décélération de la hausse des prix des services d'habitation, l'inflation ralentirait de 8% en 2022 à 4,1% en 2023 puis à 2,7% en 2024 et à 2,2% en 2025. Dans la zone euro, elle devrait également baisser graduellement passant de 8,4% en 2022 à 5,5% en 2023, à 2,5% en 2024 et à 1,7% en 2025.
8. Pour ce qui est des décisions des banques centrales des principales économies avancées, à l'issue de sa réunion des 12 et 13 décembre, la FED a maintenu, pour la troisième fois de suite, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [5,25%-5,50%] et ce, dans un contexte de modération des créations d'emplois et d'atténuation de l'inflation qui reste toutefois à des niveaux élevés. De son côté, la BCE, lors de sa réunion du 14 courant, a également gardé, pour la deuxième fois d'affilée, inchangés ses trois taux d'intérêt directeurs, indiquant que l'inflation devrait reculer graduellement au cours de 2024, avant de se rapprocher de l'objectif de 2% en 2025. Elle a décidé par ailleurs de mettre un terme aux réinvestissements dans le cadre de son programme PEPP fin 2024, ceux au titre de l'APP ayant pris fin depuis juillet 2023.
9. S'agissant des perspectives économiques mondiales, elles restent globalement défavorables. En effet, au niveau des grandes économies avancées, la croissance ressortirait à 2,4% aux Etats-Unis cette année, mais devrait décélérer à mesure que l'effet de l'impulsion budgétaire s'estompe et que celui des conditions monétaires et financières restrictives se diffuse, revenant à 1,1% en 2024 avant de s'améliorer légèrement à 1,7% en 2025. Dans la zone euro, la croissance se limiterait à 1% en 2023 et à 0,9% en 2024, puis s'accélérait à 1,9% en 2025, soutenue notamment par la reprise de la consommation et de l'investissement avec l'assouplissement monétaire prévu. Dans les principaux pays émergents, l'économie chinoise croîtrait de 5,2% en 2023 et à un rythme en deçà de 5% à moyen terme, alors qu'en Inde, le PIB progresserait de 6,7% en volume cette année, de 5,9% en 2024 et de 6,3% en 2025, porté par les investissements publics et la demande intérieure.
10. Au niveau national, tenant compte d'une production céréalière de 55,1 millions de quintaux au titre de la campagne précédente, la valeur ajoutée agricole devrait s'améliorer de 5% en 2023. Elle augmenterait ensuite de 5,9% en 2024 et de 2% en 2025, sous l'hypothèse de productions céréalières moyennes de 70 millions de quintaux et de la poursuite de la performance tendancielle des autres cultures. Pour les activités non agricoles, le rythme d'accroissement de leur valeur ajoutée devrait ressortir à 2,5% cette année, à 2,7% en 2024 avant de s'accélérer à 3,7% en 2025, tiré par la reprise prévue dans les secteurs de l'industrie et du BTP. Au total, après un taux de 1,3% enregistré en 2022, la croissance de l'économie nationale devrait s'établir à 2,7% cette année et s'améliorer graduellement à 3,2% en 2024 puis à 3,4% en 2025.
11. Sur le plan des comptes extérieurs, après la forte dynamique des deux dernières années, les échanges de biens devraient accuser une légère baisse en 2023 avant de reprendre leur hausse. En effet, après une contraction prévue de 2,6% cette année, les importations s'accroîtraient de 4,2% en 2024 et de 8,2% en 2025, résultat principalement des hausses des achats de demi-produits et de la facture

énergétique qui se situeraient en 2025 à 179 milliards de dirhams et 136 milliards respectivement. En parallèle, les exportations seraient en quasi-stagnation en 2023, recouvrant notamment une progression soutenue des expéditions du secteur automobile et un repli sensible des ventes de phosphate et dérivés. Elles augmenteraient ensuite à un rythme autour de 7% annuellement, portées essentiellement par les ventes du secteur automobile qui atteindraient 190 milliards de dirhams en 2025, tandis que celles de phosphate et dérivés connaîtraient un léger redressement pour se situer à 72,2 milliards la même année. Pour leur part, les recettes voyages poursuivraient leur amélioration avec une progression de 13,2% en 2023 à 106 milliards de dirhams, une quasi-stabilité en 2024 et une augmentation de 6,5% en 2025 à 112,4 milliards et ce, à la faveur de l'accélération prévue de l'activité économique dans la zone euro, principal marché émetteur vers le Maroc. S'agissant des transferts des MRE, ils devraient s'établir à 112,8 milliards de dirhams en 2023, contre 110,7 milliards en 2022, et atteindre 120 milliards en 2025. Dans ces conditions, le déficit du compte courant ressortirait en allègement à 1,6% du PIB cette année et se creuserait à 2,5% en 2024 puis à 3,8% en 2025. Concernant les recettes des IDE, elles connaîtraient une baisse en 2023 pour avoisiner l'équivalent de 2,3% du PIB, avant de retrouver leur niveau tendanciel de 3% au cours des deux prochaines années. Au total, et tenant compte notamment des financements extérieurs réalisés et prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib se situeraient à 360,9 milliards de dirhams à la fin de cette année et de 2024 avant d'atteindre 372,1 milliards à fin 2025. Ils représenteraient ainsi l'équivalent de 5 mois et 16 jours d'importations de biens et services en 2023 et près de 5 mois et 6 jours au cours des deux années suivantes.

12. Pour ce qui est des conditions monétaires, les taux débiteurs ont connu une nouvelle hausse trimestrielle de 10 points de base à 5,36% au troisième trimestre 2023, cumulant ainsi une augmentation de 112 points de base depuis le début du resserrement de la politique monétaire. Pour sa part, le besoin de liquidité des banques continuerait de se creuser pour s'établir à 92,6 milliards de dirhams à fin 2023 et atteindre 137,7 milliards en 2025, tiré par la progression de la monnaie fiduciaire. Tenant compte de ces évolutions, des perspectives de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, le crédit au secteur non financier devrait connaître une sensible décélération avec un rythme revenant de 7,9% en 2022 à 2,6% en 2023, avant de s'accroître à 4,6% en 2024 et à 4,7% en 2025. S'agissant du taux de change effectif réel, après une baisse de 3,9% en 2022, il afficherait une hausse de 0,8% en 2023, et poursuivrait son appréciation avec des taux de 1,1% en 2024 et de 0,6% en 2025, en lien essentiellement avec l'appréciation de sa valeur en termes nominaux.
13. Sur le volet des finances publiques, l'exécution budgétaire à fin novembre 2023 fait ressortir une amélioration de 2,2% des recettes ordinaires, portée par l'augmentation des revenus fiscaux. En parallèle, les dépenses globales ont augmenté de 4%, reflétant en particulier la hausse de celles des biens et services et d'investissement. Tenant compte de ces réalisations, des données de la loi de finances 2024 et de la programmation budgétaire triennale 2024-2026, le déficit budgétaire devrait se situer, selon les projections macroéconomiques de BAM, à 4,8% du PIB en 2023, à 4,5% en 2024 et à 3,9% en 2025.
14. Enfin, le Conseil a adopté le plan stratégique de Bank Al-Maghrib pour la période 2024-2028, approuvé le budget de la Banque pour l'exercice 2024, validé la stratégie de gestion des réserves de change ainsi que le programme d'audit interne et a arrêté les dates de ses réunions ordinaires au titre de la même année au 19 mars, 25 juin, 24 septembre et 17 décembre.

APERÇU GÉNÉRAL

Après une relative résilience, l'économie mondiale commence à montrer des signes d'essoufflement dans un contexte marqué par des tensions géopolitiques, liées notamment à l'enlisement de la guerre en Ukraine et au conflit israélo-palestinien, et par la poursuite du durcissement des conditions financières.

Les dernières données relatives au troisième trimestre de 2023 font ressortir une stagnation de **l'activité économique** dans la zone euro, après une croissance de 0,6% au deuxième trimestre, avec une contraction de 0,4% en Allemagne, et des décélérations à 0,6% en France, à 1,8% en Espagne et à 0,1% en Italie. En revanche aux Etats-Unis, la croissance s'est accélérée à 3%, après 2,4% un trimestre auparavant, reflétant l'augmentation de la consommation des ménages, de l'investissement, des exportations et des dépenses publiques.

Dans les principaux pays émergents, la croissance économique a décéléré au troisième trimestre, à 4,9% après 6,3% au deuxième trimestre en Chine, sous l'effet essentiellement des répercussions négatives de la crise du secteur de l'immobilier et de 7,8% à 7,4% en Inde. En revanche, elle a progressé de 4,9% à 5,6% en Russie.

Sur les **marchés du travail**, le taux de chômage a baissé à 3,7% en novembre contre 3,9% un mois auparavant aux Etats-Unis, avec des créations d'emplois de 199 mille postes au lieu de 150 mille. Dans la zone euro, les données d'octobre indiquent une stabilisation de ce taux à 6,5%, avec toutefois des évolutions contrastées d'un pays à l'autre.

Au niveau des **marchés financiers**, à l'exception du FTSE 100 qui a marqué un repli mensuel de 0,5%, les indices boursiers des principales économies avancées se sont globalement inscrits en hausse au cours du mois de novembre, avec des accroissements de 4,2% pour l'Eurostoxx 50 et le Dow Jones Industrials et de 5% pour le Nikkei 225. Ces évolutions se sont accompagnées d'une diminution de l'aversion au risque aussi bien sur les marchés américains qu'européens, le VIX étant passé de 18,9 en octobre à 14 en novembre et le VSTOXX de 20,2 à 15,2 sur la même période. Au niveau des pays émergents, le MSCI EM a augmenté de 3,6% en moyenne entre octobre et novembre, traduisant principalement des hausses de 5,8% pour le Brésil, et de 1,4% pour la Chine et pour l'Inde.

Pour ce qui est des **rendements souverains**, ils se sont globalement orientés à la baisse en novembre pour les économies avancées. En effet, le taux à 10 ans a reculé, d'un mois à l'autre, de 30 points de base (pb) à 4,5% pour les Etats-Unis, de 23 pb à 2,6% pour l'Allemagne, de 28 pb à 3,1% pour la France, de 29 pb à 3,7% pour l'Espagne et de 45 pb à 4,3% pour l'Italie. S'agissant des économies émergentes, ce taux est resté stable à 11,8% pour le Brésil et a enregistré des replis de 5 pb à 7,3% pour l'Inde et de 4 pb à 2,7% pour la Chine. A l'inverse, il a augmenté de 80 pb à 26,8% pour la Turquie.

Sur les **marchés de change**, entre octobre et novembre, l'euro s'est orienté à la hausse, avec des appréciations de 2,4% face au dollar, de 0,3% face à la livre sterling et de 2,5% face au yen japonais. Concernant les monnaies des principales économies émergentes, elles ont affiché des évolutions contrastées face au dollar, avec notamment des appréciations de 1,2% pour le renminbi chinois et de 3,2% pour le real brésilien, une dépréciation de 2,8% pour la lire turque, tandis que la roupie indienne est restée quasiment stable.

Sur les **marchés des matières premières**, le cours du Brent a poursuivi son recul, marquant une nouvelle baisse mensuelle de 8,7% en novembre à 83,18 dollars le baril en moyenne. Malgré les risques de perturbation de l'approvisionnement liés aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient, les incertitudes sur les perspectives de l'économie mondiale et sur la demande tirent les prix vers le bas. Hors énergie, les prix ont augmenté de 1,7% en novembre en glissement mensuel, résultat notamment d'une hausse

de 1,6% des cours des produits agricoles et de 2,7% de ceux des métaux et minerais. Pour ce qui est des phosphates et dérivés, leurs cours ont évolué différemment d'un mois à l'autre, avec une légère hausse du prix du DAP de 0,2% à 535,6 USD/t en novembre et une baisse de celui du TSP de 1,2% à 462,6 USD/t, alors que le cours du phosphate brut est resté stable à 347,5 USD/t.

Dans ces conditions, les **tensions inflationnistes** ont poursuivi leur baisse, aussi bien dans les principales économies avancées qu'au niveau de celles émergentes. Le taux d'inflation dans la zone euro a ralenti de 2,9% en octobre à 2,4% en novembre, traduisant notamment une décélération à 2,3% en Allemagne, à 3,8% en France, à 3,2% en Espagne et à 0,7% en Italie. De même, aux Etats-Unis, l'inflation a décéléré de 3,2% à 3,1%, suite notamment au recul des prix des produits énergétiques. Dans les autres économies avancées, l'inflation a marqué un recul mensuel de 6,7% à 4,6% en octobre au Royaume-Uni, tandis qu'elle s'est raffermie à 3,3% au Japon.

Concernant l'**orientation des politiques monétaires**, la FED a décidé, à l'issue de sa réunion des 12 et 13 décembre, de maintenir la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [5,25%-5,50%] dans un contexte de modération des créations d'emploi et de décélération de l'inflation qui reste toutefois à des niveaux élevés. De son côté, la BCE lors de sa réunion du 14 courant, a également gardé inchangés ses trois taux d'intérêt directeurs, indiquant que l'inflation devrait reculer graduellement au cours de 2024, avant de se rapprocher de l'objectif de 2 % en 2025. Elle a décidé par ailleurs de mettre un terme aux réinvestissements dans le cadre de son programme PEPP fin 2024, ceux au titre de l'APP ayant pris fin depuis juillet 2023.

Au **niveau national**, le contexte reste marqué depuis le 8 septembre par les conséquences et les implications du séisme d'Al Haouz. Son bilan est lourd sur le plan humain mais sur le volet économique il serait faible. Le programme de reconstruction prévu avec un montant de 120 milliards de dirhams et les nombreux chantiers d'envergure en cours ou programmés devraient impulser une nouvelle dynamique à l'investissement et à l'activité économique en général.

Pour ce qui est de l'**évolution de la conjoncture à court terme**, les dernières données relatives au deuxième trimestre font ressortir une légère accélération, en glissement annuel, de la croissance à 2,3%, après 2,2% au même trimestre de 2022. Cette évolution est le résultat d'une hausse de 6,3%, au lieu d'un recul de 13,5%, de la valeur ajoutée agricole et d'un ralentissement de 4% à 2,1% de celle des secteurs non agricoles. Du côté de la demande, la croissance est tirée par les échanges extérieurs dont la contribution a été de 2,5 points de pourcentage après 3,9 points, tandis que celle de la demande intérieure est demeurée négative de 0,2 point.

Sur le **marché du travail**, la situation s'est sensiblement dégradée entre le troisième trimestre 2022 et la même période de 2023, avec une perte de 297 mille postes, après celle de 58 mille un an auparavant. Cette évolution recouvre des baisses de 297 mille emplois dans l'agriculture, de 15 mille dans les services et de 2 mille dans le BTP alors que l'industrie a connu une création de 14 mille emplois. Tenant compte d'une sortie nette de 49 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a reculé de 44% à 43,2%, et le taux de chômage s'est accru de 11,4% à 13,5% au niveau national, de 15% à 17% dans les villes et de 5,2% à 7% dans les campagnes.

Au plan des **échanges extérieurs**, les données relatives aux dix premiers mois de l'année font ressortir une atténuation du déficit commercial de 6,1% en glissement annuel, résultat de reculs de 3,9% des importations et de 2,4% des exportations. En conséquence, le taux de couverture s'est amélioré à 59,2% après 58,3% à fin octobre 2022. La contraction des importations reflète principalement des replis de 22% de la facture énergétique et de 12,6% des acquisitions de demi-produits. Pour ce qui est des exportations, leur évolution a été tirée essentiellement par une baisse de 43,4% des ventes de phosphate et dérivés,

alors que celles du secteur automobile ont affiché une progression de 30,5%. En parallèle, les recettes voyages ont atteint 88,5 milliards de dirhams, contre 73,3 milliards à fin octobre 2022, et les transferts des MRE ont poursuivi leur performance, enregistrant un accroissement de 6,1%. Quant aux principales opérations financières, les recettes d'IDE ont diminué de 22,3%, tandis que les investissements directs marocains à l'étranger ont connu une expansion de 41,6%.

Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib se sont situés à 354,8 milliards de dirhams à fin octobre 2023, représentant l'équivalent de 5 mois et 15 jours d'importations de biens et services.

Au niveau des **conditions monétaires**, le besoin de liquidité des banques s'est accentué, passant en moyenne hebdomadaire de 73,5 milliards de dirhams au deuxième trimestre 2023 à 88,8 milliards au troisième trimestre et à 97,1 milliards en moyenne en octobre et novembre. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté le montant de ses injections de 87,7 milliards à 101,2 milliards, puis à 110,7 milliards respectivement. Les conditions monétaires ont été également caractérisées par une appréciation de 1,89% du taux de change effectif réel et une augmentation trimestrielle des taux débiteurs de 10 points de base à 5,36% au troisième trimestre 2023, cumulant ainsi une hausse de 112 pb depuis l'amorce du resserrement monétaire en septembre 2022. S'agissant du crédit bancaire au secteur non financier, il s'est accru de 2,7% au troisième trimestre 2023, après 5% au deuxième, résultat d'un repli de 0,4% après une progression de 3,6% des prêts aux entreprises privées et d'un ralentissement du rythme de progression de 3,1% à 2,4% pour ceux aux ménages.

Sur le plan budgétaire, la situation des charges et ressources du Trésor arrêtée à fin novembre 2023 fait ressortir un déficit de 51,4 milliards de dirhams, en creusement de 3,5 milliards comparativement à la même période de 2022. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 2,2%, reflétant une progression de 4,3% des rentrées fiscales et un repli de 11,6% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires ont enregistré une hausse de 1,5%, recouvrant essentiellement des accroissements de 6% des dépenses de biens et services et de 12,1% de celles en intérêts de la dette ainsi qu'une baisse de 29,8% des charges de compensation. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 12,2 milliards, au lieu de 9,9 milliards un an auparavant. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont augmenté de 13,6% à 85,3 milliards, portant ainsi les dépenses globales à 379,2 milliards, en alourdissement de 4%. Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 7,7 milliards, le déficit de caisse s'est creusé à 59,1 milliards contre 49,6 milliards un an auparavant. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures nettes de 28,7 milliards et des financements extérieurs d'un montant net de 30,5 milliards. Ainsi, l'encours de la dette publique directe se serait accru de 7,4% par rapport à son niveau à fin décembre 2022.

Sur la place boursière de Casablanca, le MASI a enregistré une baisse de 2% en novembre, ramenant sa performance depuis le début de l'année à 9,9%. Cette évolution reflète les diminutions de 13,6% pour le secteur des mines, de 7,2% pour celui des distributeurs et de 1,5% pour les banques. En revanche, les indices des secteurs de l'immobilier et des assurances ont progressé de 4,3% et 1,6% respectivement. S'agissant du volume des transactions, il s'est chiffré à 10,2 milliards en novembre et la capitalisation boursière s'est élevée à 604,1 milliards, en accroissement de 7,7% depuis le début de l'année.

Sur le **marché immobilier**, l'indice des prix des actifs a augmenté de 0,7% au troisième trimestre 2023. Cette évolution traduit des hausses des prix de 0,8% pour le résidentiel, de 1,3% pour les biens à usage professionnel et de 0,3% pour les prix des terrains. Pour sa part, le nombre de transactions a diminué de 4,5% globalement, reflétant des replis de 4,7% pour les biens résidentiels et de 14,7% pour les biens à usage professionnel, le foncier ayant, en revanche, augmenté de 2,8%.

Dans ce contexte, **l'inflation** a poursuivi sa décélération au troisième trimestre 2023, refluant à 4,9% en moyenne après 6,8% un trimestre auparavant. Son ralentissement s'est prolongé à 4,9% en septembre et à 4,3% en octobre. Ainsi, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont vu leur rythme d'accroissement revenir de 15,4% en moyenne au troisième trimestre à 11,7% en octobre. De même les tarifs réglementés ont légèrement décéléré à 0,8% au lieu de 0,9%. En revanche, le repli des prix des carburants et lubrifiants s'est fortement atténué, passant de 12,3% à 0,7% alors que l'inflation sous-jacente a ralenti à 4% contre 4,7% au troisième trimestre. Pour ce qui est des anticipations d'inflation, celles à l'horizon de 8 trimestres ont baissé à 3,3% au quatrième trimestre 2023 au lieu de 3,9% dans l'édition précédente, et celles à l'horizon de 12 trimestres ont reculé à 3,2% après 3,5%.

En termes de perspectives, malgré la relative résilience dans certains pays, la croissance de l'économie mondiale devrait poursuivre sa décélération, revenant de 3,1% cette année à 2,4% en 2024, avant de s'améliorer à 2,8% en 2025. Aux Etats-Unis, l'économie devrait croître de 2,4% cette année, mais son rythme ralentirait néanmoins à 1,1% en 2024, à mesure que l'impulsion budgétaire s'estompe et que l'effet des conditions monétaires et financières restrictives se poursuive. Toutefois, en 2025, la croissance devrait s'améliorer à 1,7%. Dans la zone euro, le resserrement des conditions monétaires et financières continue également de peser sur l'activité, en particulier dans le secteur manufacturier et celui des services. La croissance se limiterait à 1% en 2023 et à 0,9% en 2024, avant de s'améliorer à 1,9% en 2025, soutenue notamment par la reprise de la consommation et de l'investissement. Au Royaume-Uni, l'économie subit l'impact des niveaux élevés du taux d'intérêt et du coût de la vie, la croissance serait limitée à 0,5% en 2023 et à 0,4% en 2024, avant de s'accélérer à 1,9% en 2025, avec l'assouplissement prévu de la politique monétaire.

Dans les principaux pays émergents, l'impact des mesures de relance publique en Chine devient tangible. Le PIB en volume devrait croître de 5,2% cette année mais décélérerait à moins de 5% à moyen terme, passant à 4,5% en 2024 puis à 4,8% en 2025. Pour sa part, l'économie indienne afficherait une croissance de 6,7% en 2023, soutenue principalement par la vigueur des investissements publics et le renforcement de la demande intérieure. Elle devrait revenir à 5,9% en 2024 avant de s'accélérer à 6,3% en 2025. En Russie, l'économie s'accroîtrait de 3,3% cette année tirée par la hausse des dépenses publiques. La croissance devrait néanmoins se limiter à 1,4% en 2024, avant d'enregistrer une contraction de 0,2% en 2025, en raison essentielle de la dissipation de l'effet de l'impulsion budgétaire et du resserrement des conditions monétaires.

Sur les marchés des **matières premières**, la forte volatilité des cours de l'énergie devrait se poursuivre, alimentée notamment par l'enlisement de la guerre en Ukraine et l'incertitude liée au conflit au Moyen-Orient. Pour le **pétrole** en particulier, les prix sont révisés à la hausse à 83,1 dollars le baril en 2023 et à 87,3 dollars en 2024, avant une légère baisse à 86,6 dollars en moyenne en 2025. Pour ce qui est des **phosphates et dérivés**, les dernières projections de la Banque mondiale indiquent que les prix devraient globalement s'inscrire en repli, en lien en partie avec le recul des prix des intrants, notamment ceux du gaz. Ainsi, les cours diminueraient de 772 USD/t en 2022 à 540 USD/t en 2023 pour le DAP et de 716 USD/t à 480 USD/t pour le TSP. Cette tendance se confirmerait au cours des deux années suivantes, avec des baisses des prix à 450 USD/t puis à 400 USD/t pour le DAP et à 400 USD/t puis à 350 USD/t pour le TSP. S'agissant des **denrées alimentaires**, l'indice FAO devrait reculer en moyenne de 14,7% en 2023, puis de 0,6% en 2024, avant d'augmenter de 3,5% en 2025.

Dans ces conditions, les **pressions inflationnistes** devraient poursuivre leur atténuation sur l'horizon de prévision, l'inflation mondiale devant revenir de 7,3% en 2022 à 4,8% en 2023, à 3,6% en 2024 puis à 2,9% en 2025. Aux Etats-Unis, après un pic de 8% en 2022, l'inflation ralentirait à 4,1% en 2023, à 2,7% en 2024 puis à 2,2% en 2025, tirée notamment par la baisse des cours internationaux des matières premières et

la décélération attendue de la hausse des prix des services d'habitation. De même, dans la zone euro, elle devrait décélérer à 5,5% en 2023, à 2,5% en 2024 et à 1,7% en 2025, avec la persistance de l'effet du resserrement monétaire et la dissipation de la pression sur les cours internationaux des matières premières.

Au niveau national, après la forte dynamique des deux dernières années, les importations ressortiraient en contraction de 2,6% en 2023, tirée par des reculs de la facture énergétique et des achats de demi-produits. En parallèle, les exportations devraient quasiment se stabiliser, intégrant notamment un repli des ventes du phosphate et dérivés et une hausse des expéditions du secteur automobile. A moyen terme, les exportations augmenteraient de 6,8% en 2024 puis de 7,3% en 2025, reflétant essentiellement la performance attendue des expéditions du secteur automobile dont la valeur devrait atteindre 168,8 milliards de dirhams en 2024 et 190 milliards en 2025 et ce, après 145,2 milliards en 2023. A l'inverse, les ventes de phosphate et dérivés devraient accuser une baisse, revenant de 115,5 milliards de dirhams en 2022, à 71,4 milliards en 2023 et à 68,8 milliards en 2024 avant une augmentation à 72,2 milliards en 2025, sous l'effet combiné d'une hausse des quantités expédiées et d'une atténuation du repli des prix. S'agissant des importations, elles devraient s'accroître de 4,2% en 2024, résultat notamment d'un alourdissement de la facture énergétique à 132,6 milliards de dirhams et d'une hausse des acquisitions de demi-produits. En 2025, leur rythme de progression s'accélérait à 8,2%, reflétant notamment des accroissements des achats de demi-produits et de biens de consommation. S'agissant des recettes voyages, elles devraient atteindre 106 milliards en 2023, en amélioration de 13,2% d'une année à l'autre, se stabiliser en 2024 avant d'augmenter de 6,5% à 112,4 milliards en 2025, favorisée par l'accélération prévue de la croissance dans la zone euro, principal marché émetteur vers le Maroc. En parallèle, les transferts des MRE, dont l'évolution reste entourée de fortes incertitudes, devraient demeurer à des niveaux élevés se situant à 112,8 milliards en 2023, en hausse annuelle de 1,9%, avant d'atteindre 115 milliards en 2024 et 120 milliards en 2025.

Dans ces conditions, le déficit du compte courant terminerait l'année à 1,6% du PIB, après 3,5% en 2022, avant de se creuser à 2,5% puis à 3,8% au cours des deux prochaines années. Concernant les recettes d'IDE, elles avoisineraient 33,2 milliards de dirhams au terme de cette année, soit l'équivalent de 2,3% du PIB, avant d'augmenter à l'équivalent de 3% du PIB en 2024 et en 2025.

Au total, et sous l'hypothèse notamment de la concrétisation des financements extérieurs prévisionnels du Trésor, les avoirs officiels de réserves termineraient l'année à 360,9 milliards de dirhams, avant de se stabiliser en 2024 et s'améliorer à 372,1 milliards à fin 2025. Ils représenteraient ainsi l'équivalent de 5 mois et 16 jours d'importations de biens et services en 2023 et près de 5 mois et 6 jours sur les deux années suivantes.

Concernant les **conditions monétaires**, après une dépréciation de 3,9% en 2022, le taux de change effectif réel devrait s'apprécier de 0,8% en 2023, résultat d'une inflation domestique supérieure à celle des pays partenaires et concurrents commerciaux, le taux effectif nominal devant rester stable. Cette appréciation devrait se poursuivre à moyen terme, avec des taux de 1,1% en 2024 et de 0,6% en 2025, en lien essentiellement avec l'appréciation de sa valeur en termes nominaux. Pour sa part, le déficit de liquidité bancaire devrait continuer de se creuser pour s'établir à 92,6 milliards de dirhams à fin 2023, à 121,3 milliards en 2024 et à 137,7 milliards en 2025, tiré par la persistance de la forte progression de la monnaie fiduciaire de 10% en 2023 et de 6,5% en moyenne en 2024 et en 2025. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte des projections macroéconomiques et des anticipations du système bancaire, il progresserait de 2,6% en 2023, un rythme qui devrait s'accélérer à 4,6% en 2024 et à 4,7% en 2025.

Au plan des **finances publiques**, au regard notamment des réalisations budgétaires à fin novembre 2023, de la programmation budgétaire triennale 2024-2026, de la loi de finances 2024, et des nouvelles projections macroéconomiques de BAM, le déficit budgétaire devrait se situer à 4,8% du PIB en 2023 en révision à la baisse par rapport à l'exercice de septembre, avant de s'atténuer à 4,5% du PIB en 2024 et à 3,9% en 2025.

Pour ce qui est de **l'activité économique**, après un bond à 8% en 2021 et une décélération à 1,3% en 2022, la croissance de l'économie nationale devrait s'améliorer à 2,7% cette année, traduisant des accroissements de 2,5% de la valeur ajoutée non agricole et de 5% de celle du secteur agricole, tenant compte notamment d'une récolte céréalière de 55,1 millions de quintaux (MQx) au titre de la campagne agricole 2022-2023. Pour 2024, la croissance devrait s'accélérer à 3,2% puis se consoliderait à 3,4% en 2025, reflétant des progressions de 5,9% et 2% respectivement de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à des campagnes agricoles céréalières moyennes de 70 MQx, et de 2,7% en 2024 puis de 3,7% en 2025 de celle des secteurs non agricoles.

Dans ces conditions, après une forte accélération à 6,6% en 2022 et un taux prévu à 6,1% en moyenne cette année, **l'inflation** décélérerait à 2,4% en 2024 et en 2025. Sa composante sous-jacente connaîtrait une évolution similaire revenant de 6,6% en 2022, à 5,6% en 2023 puis s'atténuerait à 2,4% en 2024 et à 2,3% en 2025.

Les risques pesant sur les perspectives demeurent élevés avec une balance orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation. En effet, la persistance des répercussions de la guerre en Ukraine et le risque d'élargissement du conflit israélo-palestinien pourraient engendrer une décélération plus prononcée de l'activité économique mondiale et une perturbation des approvisionnements en énergie qui se traduirait par une hausse des cours des matières premières.

Au plan national, les risques sur l'activité sont liés principalement au déroulement de la campagne agricole et l'aggravation du stress hydrique. En revanche, les efforts pour dynamiser l'investissement et les chantiers d'envergure lancés par le Royaume renforcent l'optimisme quant à un rythme plus prononcé de l'activité économique à moyen et long termes. Quant à l'inflation, malgré la décélération plus rapide que prévu à l'international, les risques entourant ses perspectives sont maintenus à la hausse. En effet, la survenance de sécheresses et l'aggravation du stress hydrique pourraient induire un renchérissement plus important des denrées alimentaires et par conséquent le maintien de l'inflation à un niveau élevé.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Après une relative résilience, l'économie mondiale commence à montrer des signes d'essoufflement dans un contexte marqué par des tensions géopolitiques qui se sont accrues avec l'escalade du conflit israélo-palestinien et la poursuite du durcissement des conditions financières. L'économie américaine continue de faire exception, soutenue par la vigueur de la demande et la situation favorable sur le marché de l'emploi, avec des taux de chômage qui se maintiennent à des niveaux bas. Pour leur part, les marchés financiers ont connu en novembre une diminution de l'aversion au risque, qui s'est accompagnée d'une hausse quasi générale des principaux indices boursiers des économies avancées et émergentes. Pour ce qui est des matières premières, le cours du Brent a poursuivi sa baisse en novembre, en raison notamment des incertitudes autour des perspectives de l'économie mondiale. Dans ces conditions, les pressions inflationnistes se sont globalement atténuées dans les principales économies avancées et émergentes.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Les données relatives au troisième trimestre de 2023 font ressortir une nouvelle accélération de la croissance aux États-Unis à 3% en glissement annuel, après un taux de 2,4% un trimestre auparavant, reflétant l'augmentation des dépenses de consommation des ménages, de l'investissement, des exportations et des dépenses publiques. En revanche, dans la zone euro, le rythme de l'activité a connu un ralentissement de 0,6% au deuxième trimestre à une stagnation au troisième trimestre. Par pays, le PIB a accusé une contraction de 0,4% après une croissance de 0,1% en Allemagne, et des décélérations ont été enregistrées en France de 1,2% à 0,6%, en Espagne de 2% à 1,8% et en Italie de 0,3% à 0,1%.

De même, le rythme de l'activité économique est resté faible au Royaume-Uni, la croissance ayant stagné à 0,6% au troisième trimestre, tandis qu'au Japon, il a ralenti de 2,3% à 1,6%.

Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel (en %)

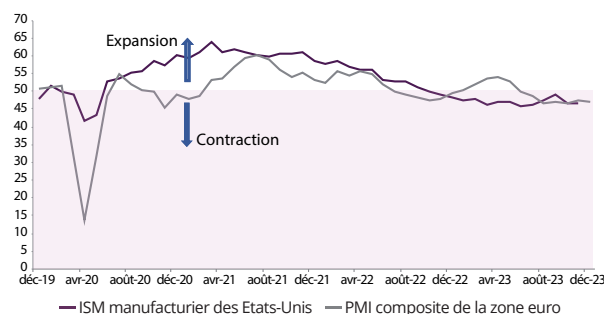
	2021		2022		2023				
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Pays avancés									
Etats-Unis	4,7	5,4	3,6	1,9	1,7	0,7	1,7	2,4	3,0
Zone Euro	4,7	5,2	5,4	4,1	2,5	1,9	1,3	0,6	0,0
France	3,3	4,5	4,3	3,8	1,3	0,8	1,0	1,2	0,6
Allemagne	2,4	1,6	4,0	1,6	1,2	0,8	-0,2	0,1	-0,4
Italie	6,7	8,0	6,4	5,1	2,6	1,6	2,1	0,3	0,1
Espagne	5,1	7,0	6,8	7,2	5,4	3,8	4,1	2,0	1,8
Royaume-Uni	9,5	9,7	11,4	3,9	2,1	0,7	0,5	0,6	0,6
Japon	2,1	1,3	0,5	1,2	1,5	0,6	2,5	2,3	1,6
Pays émergents									
Chine	5,2	4,3	4,8	0,4	3,9	2,9	4,5	6,3	4,9
Inde	9,3	4,7	3,9	12,0	5,4	4,7	6,5	7,8	7,4
Brésil	4,2	1,5	1,5	3,5	4,3	2,7	4,2	3,5	2,0
Turquie	8,0	9,7	7,8	7,6	4,1	3,3	3,9	3,8	5,9
Russie	5,0	5,8	3,0	-4,5	-3,5	-2,7	-1,8	4,9	5,6

Source: Thomson Reuters Eikon et Eurostat.

S'agissant des principaux pays émergents, la croissance s'est tassée en Chine au troisième trimestre, affichant un taux de 4,9% en glissement annuel après 6,3% au deuxième trimestre, sous l'effet essentiellement des répercussions négatives de l'enlisement de la crise du secteur de l'immobilier. En Inde, elle est passée de 7,8% au deuxième trimestre à 7,4% au troisième. De même, l'économie brésilienne a affiché une décélération à 2% au troisième trimestre après 3,5% un trimestre auparavant. En revanche, l'activité économique s'est raffermie en Russie, affichant un taux de croissance de 5,6% au troisième trimestre contre 4,9% un trimestre auparavant.

Pour ce qui est des évolutions des indicateurs avancés de l'activité, l'indice PMI composite de la zone euro a baissé à 47 en décembre, après 47,6 le mois précédent, traduisant notamment un repli de ceux du secteur des services et de la production manufacturière. Quant à l'ISM manufacturier américain, il s'est stabilisé à 46,7 entre octobre et novembre.

Graphique 1.1 : Evolution de quelques indicateurs avancés de l'activité aux Etats-Unis et dans la zone euro



Source : Thomson Reuters Eikon.

1.1.2 Marché de l'emploi

Au niveau des marchés du travail, le taux de chômage a baissé aux Etats-Unis à 3,7% en novembre contre 3,9% en octobre, avec des créations d'emplois de 199 mille postes au lieu de 150 mille un mois auparavant. Dans la zone

euro, ce taux a stagné à 6,5% en octobre, avec notamment une stabilisation à 12% en Espagne, à 3,1% en Allemagne et à 7,3% en France, ainsi qu'une hausse à 7,8% en Italie. Au Royaume-Uni, il est resté stable à 4,2% à fin octobre.

Tableau 1.2 : Evolution du taux de chômage (en%)

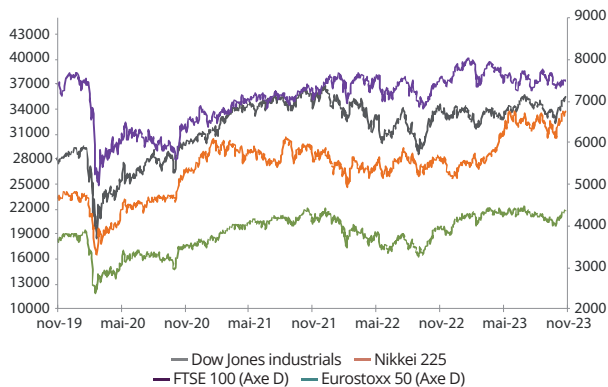
(en %)	2021	2022	2023		
			Sep.	Oct.	Nov.
Etats-Unis	5,4	3,7	3,8	3,9	3,7
Zone euro	7,7	6,7	6,5	6,5	N.D
France	7,9	7,3	7,3	7,3	N.D
Allemagne	3,7	3,1	3,1	3,1	N.D
Italie	9,6	8,1	7,6	7,8	N.D
Espagne	14,8	12,9	12,0	12,0	N.D
Royaume-Uni	4,5	3,7	4,2	4,2	N.D

Source : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

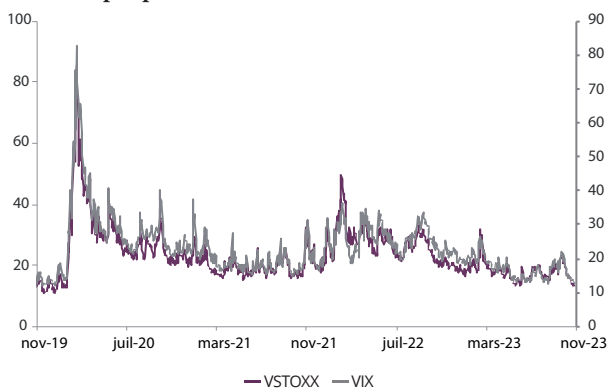
Au cours du mois de novembre, à l'exception du FTSE 100 qui a marqué un repli de 0,5% par rapport au mois précédent, les indices boursiers des principales économies avancées se sont globalement inscrits en hausse, avec des accroissements de 4,2% pour l'Eurostoxx 50 et le Dow Jones Industrials et de 5% pour le Nikkei 225. Ces évolutions ont été accompagnées d'une diminution de l'aversion au risque aussi bien sur les marchés américains qu'européens, le VIX étant passé de 18,9 en octobre à 14 en novembre et le VSTOXX de 20,2 à 15,2 sur la même période. Au niveau des pays émergents, le MSCI EM a augmenté de 3,6% entre octobre et novembre, traduisant principalement des hausses de 5,8% pour le Brésil et de 1,4% pour la Chine et pour l'Inde.

Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Thomson Reuters Eikon.

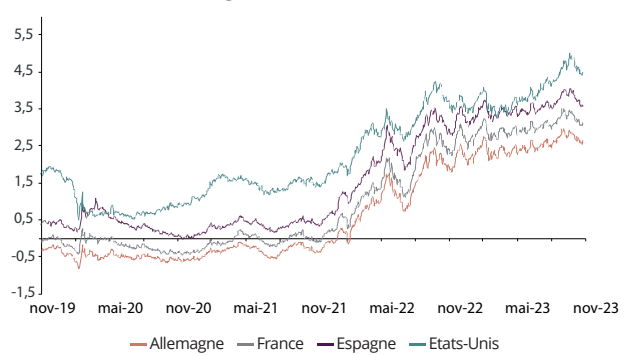
Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Source : Thomson Reuters Eikon.

Concernant les rendements sur les marchés obligataires souverains, leurs évolutions en novembre ont été globalement orientées à la baisse pour les économies avancées. En effet, le taux à 10 ans a reculé, d'un mois à l'autre, de 30 points de base (pb) à 4,5% pour les Etats-Unis, de 23 pb à 2,6% pour l'Allemagne, de 28 pb à 3,1% pour la France, de 29 pb à 3,7% pour l'Espagne et de 45 pb à 4,3% pour l'Italie. S'agissant des économies émergentes, ce taux est resté stable à 11,8% pour le Brésil et a enregistré des replis de 5 pb à 7,3% pour l'Inde et de 4 pb à 2,7% pour la Chine. A l'inverse, il a augmenté de 80 pb à 26,8% pour la Turquie.

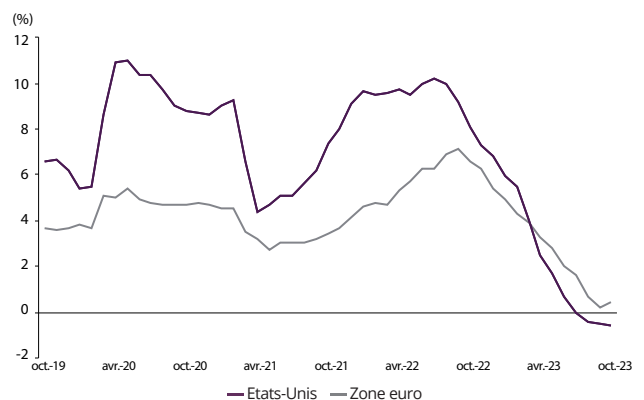
Graphique 1.4 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés monétaires, le Libor dollar à 3 mois a reculé entre octobre et novembre de 2 pb à 5,6%, tandis que l'Euribor de même maturité est resté stable à 4% sur la même période. Concernant le crédit bancaire, sa baisse s'est légèrement accentuée aux Etats-Unis de -0,5% en septembre à -0,6% en octobre, tandis que sa croissance est passée de 0,2% à 0,4% sur la même période dans la zone euro.

Graphique 1.5 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)

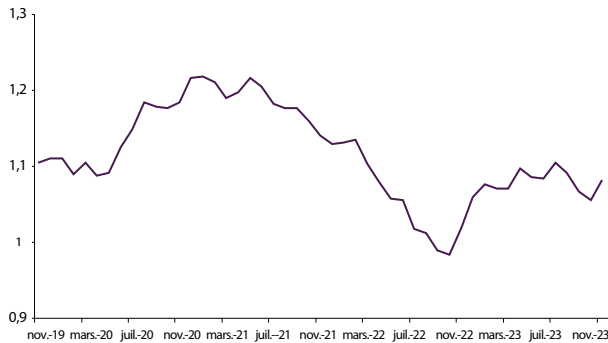


Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés de change, entre octobre et novembre, l'euro a affiché des évolutions positives, avec des renforcements de 2,4% face au dollar, de 0,3% face à la livre sterling et de 2,5% face au yen

japonais. Concernant les monnaies des principales économies émergentes, elles ont affiché des résultats contrastés face au dollar, avec notamment des appréciations de 1,2% pour le renminbi chinois et de 3,2% pour le real brésilien, une dépréciation de 2,8% pour la lire turque, tandis que la roupie indienne est restée quasi stable.

Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar



Source : Thomson Reuters Eikon.

S'agissant des décisions de politiques monétaires, après une longue période de resserrement, la tendance ces derniers mois est vers la pause dans les économies avancées et vers l'assouplissement dans certains pays émergents qui étaient précurseurs en matière d'initiation du resserrement. Ainsi, la FED a décidé, à l'issue de sa réunion des 12 et 13 décembre, de maintenir la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [5,25%-5,50%] dans un contexte de modération des créations d'emploi et de décélération de l'inflation qui reste toutefois à des niveaux élevés.

La BCE a également décidé, à l'issue de sa réunion du 14 décembre, de garder inchangés ses trois taux d'intérêt directeurs, tout en indiquant que l'inflation devrait reculer graduellement au cours de 2024, avant de se rapprocher de l'objectif de 2% en 2025. Pour ce qui est de son Programme d'achat d'actifs (APP), elle a souligné qu'il se contracte à un rythme mesuré et prévisible, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance. S'agissant

du Programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), elle entend, au cours du premier semestre 2024, poursuivre le réinvestissement intégral des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de ce programme, puis réduire le portefeuille de ce dernier de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne au second semestre de l'année, avant de mettre un terme aux réinvestissements fin 2024.

Pour sa part, la Banque d'Angleterre a décidé, le 14 décembre, de maintenir son taux directeur inchangé à 5,25%, indiquant que la politique monétaire devra probablement être restrictive pendant une période prolongée, et qu'un nouveau resserrement serait nécessaire en cas de signes de pressions inflationnistes plus persistantes.

Quant aux pays émergents, la Banque centrale du Brésil a réduit, le 13 décembre, de 50 pb son taux directeur à 11,75%, tout en précisant anticiper de nouvelles réductions dont l'ampleur dépendra de l'évolution de la dynamique inflationniste. Pour sa part, la Banque centrale de Russie a décidé, le 15 décembre, de relever de 100 pb son taux directeur à 16%, signalant que les pressions inflationnistes demeurent élevées. De son côté, la Banque de réserve de l'Inde a maintenu, le 8 décembre, son taux directeur inchangé à 6,5%, afin de s'assurer que l'inflation reste dans la fourchette cible de 2% à 6% sans entraver la croissance.

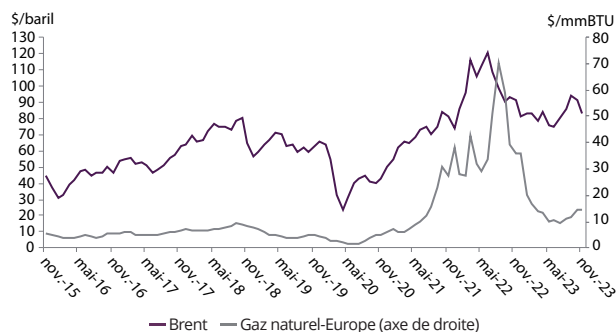
1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur le marché du pétrole, le cours du Brent a poursuivi son recul, marquant une nouvelle baisse mensuelle de 8,7% en novembre à 83,18 dollars le baril. Malgré les risques de perturbations de l'approvisionnement liées aux tensions géopolitiques au Moyen-Orient, les incertitudes sur les perspectives de l'économie mondiale et sur

la demande tirent les prix vers le bas. De même, le prix du gaz naturel sur le marché européen a enregistré un léger repli mensuel de 0,6% en novembre, à 14,49 dollars le mmBTU, et ressort en nette contraction de 59,5% en glissement annuel.

Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent et du Gaz naturel-Europe

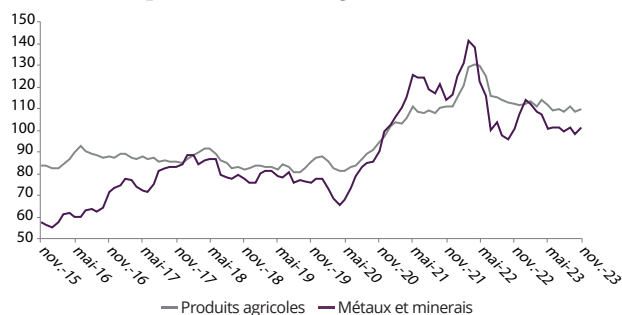


Source : Banque Mondiale.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Hors énergie, l'indice des prix de la Banque mondiale a augmenté de 1,7% en novembre en glissement mensuel, résultat notamment d'une hausse de 1,6% des cours des produits agricoles et de 2,7% de ceux des métaux et minerais. En glissement annuel, les prix ont baissé de 2,7%, traduisant une régression de 2% de ceux des produits agricoles.

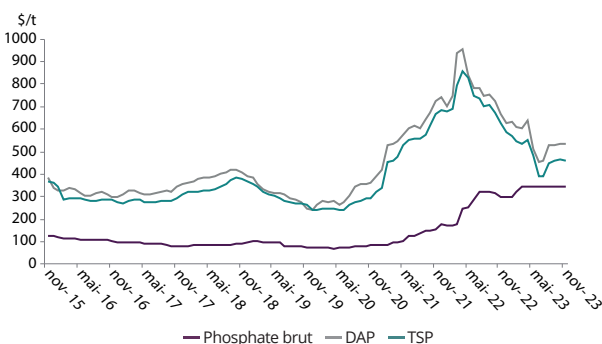
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie (2010=100)



Source : Banque Mondiale.

Pour ce qui est des phosphates et dérivés, leurs cours ont évolué différemment d'un mois à l'autre, avec une légère hausse du prix du DAP de 0,2% à 535,6 \$/t en novembre et une baisse de celui du TSP de 1,2% à 462,6 \$/t, alors que le cours du phosphate brut est resté stable à 347,5 \$/t. En glissement annuel, les prix ressortent en hausse de 15,8% pour le phosphate brut, et en diminution de 19,5% pour le DAP et de 26% pour le TSP.

Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés



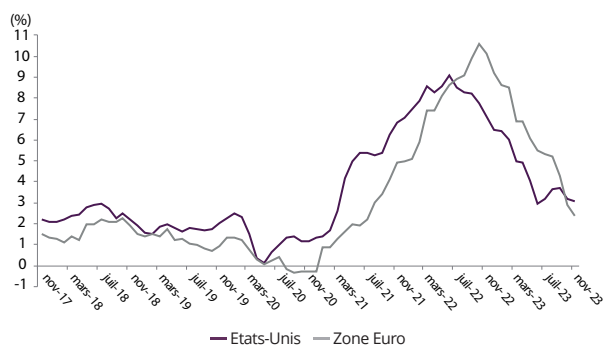
Source : Banque Mondiale.

1.3.3 Inflation

Les pressions inflationnistes ont poursuivi leur baisse, aussi bien dans les principales économies avancées qu'au niveau de celles émergentes. En effet, le taux d'inflation dans la zone euro a ralenti de 2,9% à 2,4% entre octobre et novembre, traduisant notamment une décélération de 3% à 2,3% en Allemagne, de 4,5% à 3,8% en France, de 3,5% à 3,2% en Espagne et de 1,8% à 0,7% en Italie. De même, aux Etats-Unis l'inflation s'est inscrite en décélération revenant de 3,2% en octobre à 3,1% en novembre, suite notamment au recul des prix des produits énergétiques. Dans les autres économies avancées, les données d'octobre indiquent que l'inflation a diminué de 6,7% à 4,6% au Royaume-Uni, tandis qu'elle s'est affermie au Japon passant de 3% à 3,3%.

Au niveau des principaux pays émergents, les prix à la consommation en Chine ont enregistré une baisse de 0,5% en novembre, après celle de 0,2% en octobre, soit le repli le plus marqué depuis trois ans, et n'ont augmenté au Brésil que de 4,7% en novembre après 4,8% un mois auparavant. Inversement, l'inflation s'est accélérée de 6,7% à 7,5% en novembre en Russie et de 4,9% à 5,6% en Inde.

Graphique 1.10 : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro



Sources : Thomson Reuters Eikon.

Tableau 1.3 : Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés, en glissement annuel (en%)

	2021	2022	2023		
			Sept.	Oct.	Nov.
Etats-Unis	4,7	8,0	3,7	3,2	3,1
Zone Euro	2,6	8,4	4,3	2,9	2,4
Allemagne	3,2	8,7	4,3	3,0	2,3
France	2,1	5,9	5,7	4,5	3,8
Espagne	3,0	8,3	3,3	3,5	3,2
Italie	1,9	8,7	5,6	1,8	0,7
Royaume-Uni	2,6	9,1	6,7	4,6	N.D
Japon	-0,2	2,5	3,0	3,3	N.D

Sources : Thomson Reuters, Eurostat & FMI.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

A fin octobre 2023, les échanges extérieurs de biens ont poursuivi leur tendance baissière, avec des reculs de 3,9% des importations à 591,5 milliards de dirhams, et de 2,4% des exportations à 350,1 milliards. Le déficit commercial s'est, en conséquence, atténué de 6,1% à 241,4 milliards et le taux de couverture s'est établi à 59,2% après 58,3% à fin octobre 2022. Les recettes voyages ont atteint 88,5 milliards de dirhams au titre des dix premiers mois de l'année 2023, contre 73,3 milliards un an auparavant, et les transferts des MRE se sont élevés à 96,4 milliards, en accroissement de 6,1%. Quant aux principales opérations financières, les recettes d'IDE ont diminué de 22,3% à 25,7 milliards, alors que les investissements directs marocains à l'étranger ont marqué une expansion de 41,6% à 21,7 milliards. Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib se sont situés à 354,8 milliards de dirhams, représentant l'équivalent d'une couverture de 5 mois et 15 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

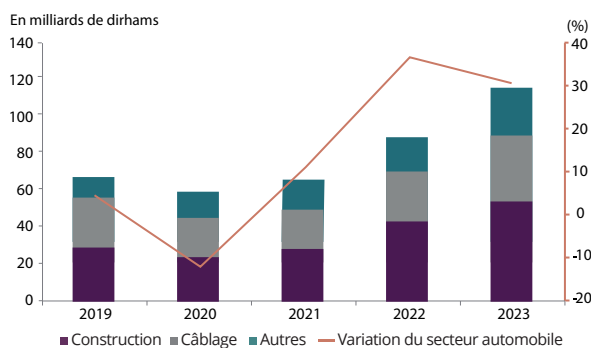
2.1.1 Exportations

Le recul des exportations intègre des évolutions différenciées par secteur. Les exportations de phosphate et dérivés ont accusé une contraction de 43,4% à 57,6 milliards, reflétant principalement celle de 41,1% des ventes des « engrais naturels et chimiques » sous l'effet d'une diminution de 44,3% de leurs prix à l'export. Quant aux expéditions du secteur de l'« agriculture et agroalimentaire », elles ont légèrement reculé à 68,5 milliards, résultat des baisses de 1,6% des exportations agricoles et de 1,1% de celles de l'industrie alimentaire. En parallèle, les ventes de la branche de l'aéronautique se sont quasiment stabilisées à 17,7 milliards, recouvrant un repli de 6,5% des exportations du segment de l'assemblage et de 12,8% de celles du « système d'interconnexion de câblage électrique ».

A l'inverse, les expéditions de l'automobile ont affiché une progression de 30,5% à 116,4 milliards de dirhams, traduisant des accroissements de 25,1% pour le segment de la construction et de 36,3% pour celui du câblage. De même, les exportations du secteur de l'« électronique et

électricité » ont enregistré une amélioration de 28,4% à 19,3 milliards, avec des accroissements de 33,9% pour les « fils et câbles » et de 21,3% pour les « composants électroniques ». Pour ce qui est des ventes de la branche du « textile et cuir », leur rythme de progression a poursuivi sa décélération, entamée depuis mai dernier. Il a atteint 5,5%, tiré notamment par les exportations des « vêtements confectionnés » qui ont affiché une amélioration de 7,1%.

Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile à fin octobre



Source : Office des Changes.

Tableau 2.1 : Evolution des exportations par secteur (en milliards de dirhams)

Secteurs/Segments	Janvier - octobre		Variations	
	2023	2022	En valeur	En %
Exportations	350 139	358 716	-8 577	-2,4
Phosphates et dérivés	57 626	101 790	-44 164	-43,4
Agriculture et Agro-alimentaire	68 454	68 963	-509	-0,7
Agriculture, sylviculture et chasse	29 571	30 057	-486	-1,6
Industrie alimentaire	36 427	36 828	-401	-1,1
Aéronautique	17 651	17 735	-84	-0,5
Assemblage	11 257	12 037	-780	-6,5
EWIS*	6 330	5 613	717	12,8
Automobile	116 387	89 180	27 207	30,5
Construction	54 255	43 382	10 873	25,1
Câblage	36 166	26 525	9 641	36,3
Interieur véhicules et sièges	7 938	6 023	1 915	31,8
Electronique et Electricité	19 336	15 057	4 279	28,4
Fils et câbles	7 829	5 850	1 979	33,8
Composants électroniques (transistors)	6 596	5 440	1 156	21,3
Appareils pour coup. ou connex. des circuits électr.	2 175	1 599	576	36,0
Textile et Cuir	39 566	37 494	2 072	5,5
Vêtements confectionnés	25 506	23 822	1 684	7,1
Articles de bonneterie	7 647	7 201	446	6,2
Chaussures	2 760	2 873	-113	-3,9
Autres industries	26 668	23 944	2 724	11,4
Métallurgie et travail des métaux	9 180	7 387	1 793	24,3
Industrie pharmaceutique	1 372	1 144	228	19,9
Industrie du plastique et du caoutchouc	1 863	1 899	-36	-1,9
Autres extractions minières	4 451	4 553	-102	-2,2
Minerai de cuivre	1 269	1 345	-76	-5,7
Sulfate de baryum	1 036	935	101	10,8

* Système d'interconnexion de câblage électrique (Electrical Wiring Interconnection System, EWIS).

Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

La contraction des importations a concerné l'ensemble des produits à l'exception des biens de consommation et d'équipement. En effet, la facture énergétique s'est allégée de 22% à 100,6 milliards, traduisant des baisses de 26,1% des achats de « gas-oils et fuel-oils » et de 32,8% de ceux des « houilles ; cokes et combustibles solides similaires », sous l'effet combiné des replis de leurs prix et des quantités importées. De même, les importations de demi-produits et de produits bruts ont accusé des diminutions respectives de 12,6% et 23,9%, tirées essentiellement par celles des approvisionnements en ammoniac et en soufre brut. Pour leur part, les achats de produits alimentaires se sont quasiment stabilisés à 73 milliards, recouvrant notamment un recul de 26,8% des approvisionnements en blé et une forte progression des acquisitions d'animaux vivants qui sont passées de 467 millions à 2,3 milliards de dirhams.

Quant aux acquisitions de biens d'équipements, elles ont connu des hausses de 14,6% à 132,4 milliards, avec en particulier des accroissements de 39,7% pour les « appareils pour la coupure ou connexion des circuits électriques » et de 24,3% pour les « fils et câbles ». De même, les importations de biens de consommation se sont accrues de 12,1% à 131,8 milliards, reflétant notamment des augmentations de 21,3% des achats de voitures de tourisme et de 27,9% de leurs parties et pièces.

Tableau 2.2 : Evolution des importations par groupement d'utilisation de produits (en milliards de dirhams)

Groupements d'utilisation	Janvier - octobre		Variations	
	2023	2022	en valeur	en %
Importations	591 514	615 798	-24 284	-3,9
Produits énergétiques	100 621	129 066	-28 445	-22,0
Gas-oils et fuel-oils	47 183	63 830	-16 647	-26,1
Houilles; coques et combustibles solides similaires	14 339	21 345	-7 006	-32,8
Energie électrique	1 919	3 560	-1 641	-46,1
Demi produits	123 799	141 600	-17 801	-12,6
Ammoniac	6 713	17 449	-10 736	-61,5
Produits chimiques	10 974	14 638	-3 664	-25,0
Papiers et cartons	5 962	8 293	-2 331	-28,1
Produits bruts	29 144	38 276	-9 132	-23,9
Soufres bruts et non raffinés	6 579	17 268	-10 689	-61,9
Ferraille, déchets et autres minerais	5 530	2 697	2 833	-
Produits alimentaires	73 272	73 556	-284	-0,4
Blé	16 344	22 334	-5 990	-26,8
Animaux vivants	2 323	467	1 856	-
Tourteaux	7 613	6 146	1 467	23,9
Sucre brut ou raffiné	7 498	6 268	1 230	19,6
Produits finis de consommation	131 761	117 516	14 245	12,1
Parties et pièces pour voitures de tourisme	25 999	20 322	5 677	27,9
Voitures de tourisme	18 462	15 221	3 241	21,3
Ouvrages divers en matières plastiques	7 428	6 201	1 227	19,8
Biens d'équipement	132 423	115 602	16 821	14,6
Appareils pour coup. ou connex. des circuits électr.	11 966	8 567	3 399	39,7
Fils, câbles et autres conducteurs isolés pour l'électricité	11 429	9 196	2 233	24,3
Avions et autres véhicules aériens ou spatiaux	2 241	36	2 205	-

Source : Office des Changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

Le solde excédentaire de la balance des services s'est amélioré de 26,3% à 114 milliards, résultat des accroissements de 19% à 214,9 milliards des exportations et de 11,8% à 100,9 milliards des importations.

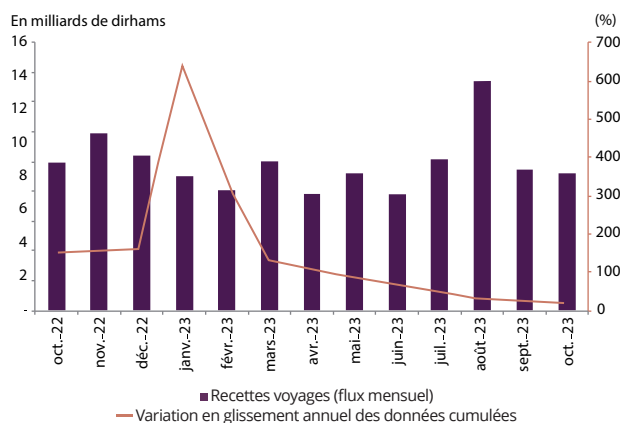
Tableau 2.3 : Evolution de la balance des services (en milliards de dirhams)

	Janvier - octobre		Variation	
	2023	2022	en valeur	en %
Importations	100 888	90 278	10 610	11,8
Exportations	214 906	180 587	34 319	19,0
Solde	114 018	90 309	23 709	26,3

Source : Office des Changes.

S'agissant des recettes voyages, leur flux mensuel a enregistré en octobre sa quatrième baisse consécutive. Leur rythme de progression sur les dix premiers mois de l'année a ainsi ralenti, en glissement annuel, à 20,7%, soit un cumul de 88,5 milliards de dirhams. Les dépenses au même titre se sont également accrues de 29,1% à 20,4 milliards de dirhams.

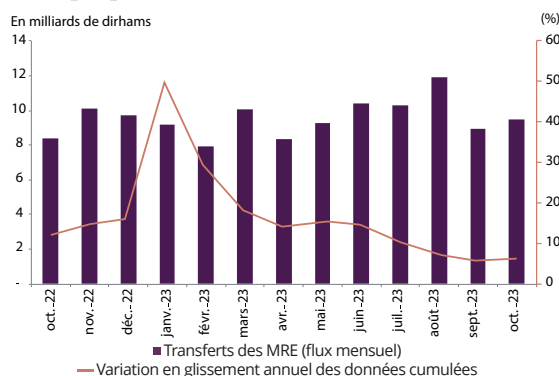
Graphique 2.2 : Evolution des recettes voyages



Source : Office des Changes.

Concernant les transferts des MRE, leur flux mensuel a affiché une hausse de 13,3%, en glissement annuel, après trois baisses consécutives. Leur cumul sur les dix premiers mois a ainsi atteint 96,4 milliards de dirhams, en amélioration de 6,1% par rapport à la même période de 2022.

Graphique 2.3 : Evolution des transferts des MRE



Source : Office des Changes.

2.3 Compte financier

Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux net d'IDE a diminué de 44,8% à 12,3 milliards, résultat d'une baisse de 22,3% des recettes et d'une augmentation de 23,7% des cessions. Quant aux investissements directs marocains à l'étranger, leur flux net a connu une hausse de 2,8 milliards à 8 milliards, reflétant celle de 6,4 milliards des investissements.

A fin octobre 2023, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est établi à 354,8 milliards de dirhams, représentant ainsi l'équivalent de 5 mois et 15 jours d'importations de biens et services.

Tableau 2.4 : Evolution des investissements directs (en milliards de dirhams)

	Janvier - octobre		Variation	
	2023	2022	en valeur	en %
Investissements directs étrangers	12 294	22 252	-9 958	-44,8
Recettes	25 748	33 130	-7 382	-22,3
Dépenses	13 454	10 878	2 576	23,7
Investissements directs marocains à l'étranger	8 027	5 192	2 835	54,6
Dépenses	21 651	15 287	6 364	41,6
Recettes	13 624	10 095	3 529	35,0

Source : Office des Changes.

3. MONNAIE, CRÉDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du troisième trimestre 2023, les conditions monétaires ont été marquées par une appréciation du taux de change effectif réel et une hausse des taux débiteurs. Pour ce qui est du crédit bancaire, sa composante destinée au secteur non financier s'est accrue de 2,7% en glissement annuel au lieu de 5% un trimestre auparavant, en lien en particulier avec le repli du rythme des prêts accordés aux entreprises privées. Les dernières données disponibles relatives au mois d'octobre indiquent une croissance annuelle du crédit au secteur non financier de 2,7% et de celle des prêts destinés aux sociétés financières de 19,8%. Concernant les autres contreparties de la masse monétaire, les créances nettes sur l'administration centrale ont enregistré une hausse de 6,9% au troisième trimestre après 11,7% et les avoirs officiels de réserves ont augmenté de 5,5% au lieu de 7,5%. Au total, la masse monétaire a progressé de 7,1% après 7,8% un trimestre auparavant.

Sur le marché immobilier, l'indice des prix des actifs a connu une hausse de 0,7% au troisième trimestre 2023, reflétant des accroissements des prix de 0,8% pour le résidentiel, de 1,3% pour les biens à usage professionnel et de 0,3% pour les prix des terrains. Pour sa part, le nombre de transactions a reculé de 4,5% globalement, de 4,7% pour le résidentiel et de 14,7% pour les actifs à usage professionnel, le foncier ayant, en revanche, augmenté de 2,8%.

Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI s'est apprécié au troisième trimestre de l'année de 2,5% et le volume des transactions a diminué, d'un trimestre à l'autre, de 1% à 8,9 milliards. Dans ces conditions la capitalisation boursière a progressé depuis le début de l'année de 8,6% à 609,6 milliards de dirhams.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Au cours du troisième trimestre 2023, le besoin en liquidité des banques s'est accentué à 88,8 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, contre 73,5 milliards un trimestre auparavant, traduisant une expansion de la monnaie fiduciaire.

Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté ses injections de 87,7 milliards à 101,2 milliards, dont 35,2 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 42,3 milliards à travers les opérations de pensions livrées, 23,7 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME.

Dans ce contexte, la durée moyenne résiduelle des interventions de la Banque est passée de 47,6 jours à 48,3 jours et le taux interbancaire est demeuré aligné sur le taux directeur, se situant à 3% en moyenne.

Les dernières données disponibles indiquent une nouvelle accentuation du déficit de liquidité bancaire à 97,1 milliards en moyenne en octobre et novembre 2023.

Au niveau du marché des bons du Trésor, les taux se sont détendus au cours du troisième trimestre, plus particulièrement ceux à moyen et long termes, aussi bien sur le marché primaire que secondaire. Cette évolution traduirait la baisse des besoins du Trésor et le repli de l'inflation.

Graphique 3.1 : Taux interbancaire (données quotidiennes)

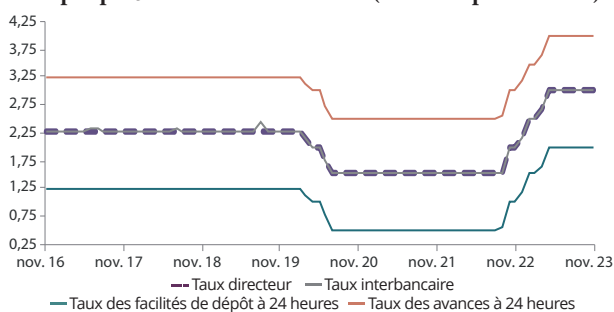
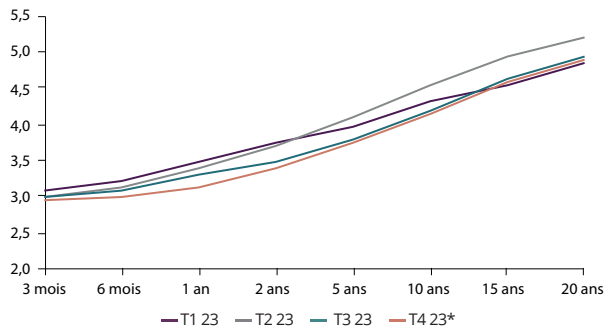


Tableau 3.1 : Taux des bons du Trésor sur le marché primaire (en %)

	2022		2023			
	T3	T4	T1	T2	T3	Oct.
26 semaines	1,90	3,07	3,22	3,15	3,07	-
2 ans	2,33	2,44	3,80	3,79	3,49	3,46
5 ans	2,64	-	3,98	4,16	3,82	3,83
10 ans	-	3,20	4,38	4,55	4,20	4,19
15 ans	-	-	4,97	4,93	4,64	4,59

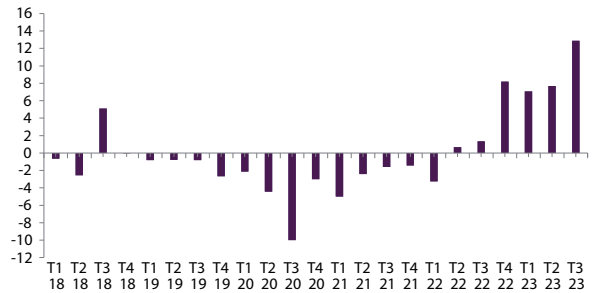
Graphique 3.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire (en %)

*moyenne observée en octobre et novembre 2023.

Dans le même sens, sur le marché de la dette privée, les taux assortissant les émissions des certificats de dépôt ont légèrement baissé au troisième trimestre de 2023. Pour ce qui est des taux créditeurs, les dépôts à 6 mois ont connu des augmentations trimestrielles de 7 points de base à 2,51% en moyenne, tandis que ceux à un an ont baissé de 34 points de base à 2,63%. En ce qui concerne le taux minimum de rémunération des comptes sur carnet, il a été fixé pour le deuxième semestre de l'année 2023 à 2,98%, en progression de 147 pb par rapport au semestre précédent.

Dans ces conditions, le coût de financement des banques¹ s'est accru de 13 points de base d'un trimestre à l'autre, cumulant ainsi une progression totale de 36 points depuis le début du resserrement de la politique monétaire.

¹ Le coût de financement des banques est calculé comme une moyenne pondérée des coûts de leurs ressources.

Graphique 3.3 : Coût de financement des banques (variation trimestrielle en points de base)

Les dernières données disponibles relatives au mois d'octobre indiquent une baisse mensuelle des taux des dépôts à 6 mois de 8 points de base à 2,44% et une hausse de 38 points de base à 2,88% pour ceux à 12 mois.

S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au troisième trimestre 2023 indiquent une hausse trimestrielle du taux moyen global de 10 points à 5,36%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les prêts aux entreprises ont augmenté de 10 points à 5,32%, reflétant notamment des accroissements de 3 points à 5,31% pour les facilités de trésorerie et de 28 points à 5,71% pour la promotion immobilière. Pour les prêts aux particuliers, les taux appliqués se sont accrus de 10 points à 4,74% pour l'habitat et ont baissé de 2 points à 7,25% pour la consommation.

Tableau 3.2 : Taux créditeurs (en %)

	2022				2023			
	T1	T2	T3	T4	T2	T3	oct.	Juil.
6 mois	2,10	2,05	2,07	2,24	2,38	2,45	2,51	2,44
12 mois	2,48	2,47	2,39	2,57	2,69	2,97	2,63	2,88

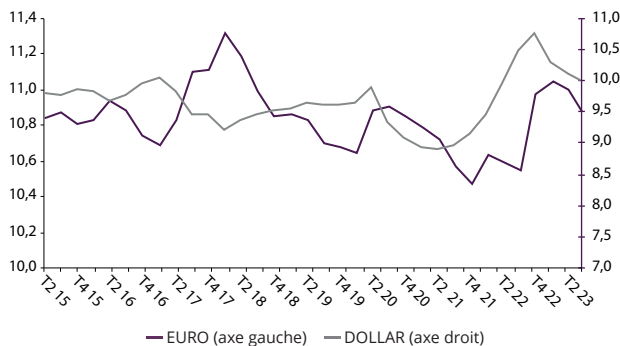
Tableau 3.3 : Taux débiteurs (en %)

	2022				2023		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Taux global	4,28	4,29	4,24	4,50	5,03	5,26	5,36
Particuliers	5,23	5,14	5,33	5,72	5,63	5,93	5,94
Crédits immobiliers	4,21	4,19	4,19	4,32	4,36	4,64	4,74
Crédits à la	6,50	6,32	6,39	6,40	6,95	7,27	7,25
Consommation	4,00	4,03	4,04	4,30	4,98	5,22	5,32
Crédits de trésorerie	3,83	3,84	3,93	4,19	4,98	5,28	5,31
Crédits à l'équipement	4,31	4,60	4,14	4,38	4,81	4,72	5,09
Crédits immobiliers	5,53	5,83	5,41	5,61	5,37	5,43	5,71

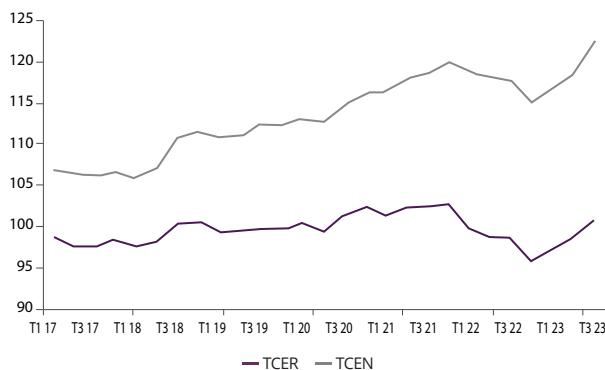
3.1.2 Marché des changes

Durant le troisième trimestre 2023, l'euro s'est légèrement déprécié de 0,04% par rapport au dollar américain. Dans ce contexte, le dirham s'est apprécié de 1,43% vis-à-vis de l'euro et de 1,40% face au dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, la monnaie nationale s'est appréciée en particulier de 31,37% par rapport à la livre turque et de 4,83% face au yuan chinois. Au total, le taux de change effectif a augmenté de 3,46% en termes nominaux et de 1,89% en termes réels.

Graphique 3.4 : Taux de change du dirham



Graphique 3.5 : Taux de change effectifs nominal et réel (Base 100 en 2010)



Sources : calcul de BAM et du FMI.

En ce qui concerne les transactions en devises, le volume moyen des opérations au comptant des banques avec la clientèle a enregistré, au cours du troisième trimestre 2023, des replis annuels de 33,6% à 28,2 milliards de dirhams pour les

ventes et de 30,7% à 26,2 milliards pour les achats. Concernant les opérations à terme, elles ont connu des baisses de 39,3% à 18,1 milliards pour les achats et de 60,2% à 2,7 milliards pour les ventes.

3.1.3 Situation monétaire

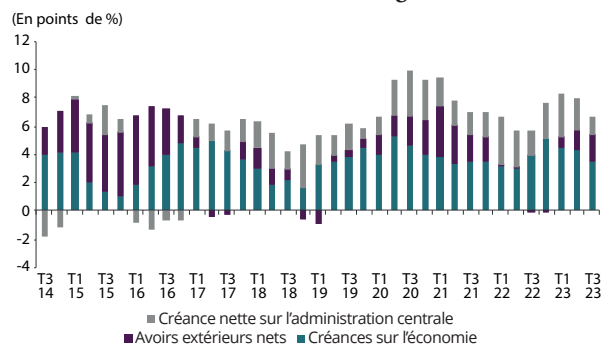
L'agrégat M3 a affiché une augmentation annuelle de 7,1% au troisième trimestre 2023 contre 7,8% un trimestre auparavant. Cette évolution traduit un ralentissement du rythme de progression des dépôts à vue de 9% à 8,3% en lien notamment avec la décélération Du rythme de la hausse de ceux des ménages de 8,3% à 7,5%.

De même, la croissance de la circulation fiduciaire a connu un ralentissement de 13,7% à 11,9% et celle des titres des OPCVM monétaires est revenue de 28,3% à 23,6%. Aussi, le repli des dépôts à terme s'est accentué, passant de 4,4% à 5,7%, reflétant l'atténuation de la baisse de ceux des entreprises privées de 8,8% à 1,7%.

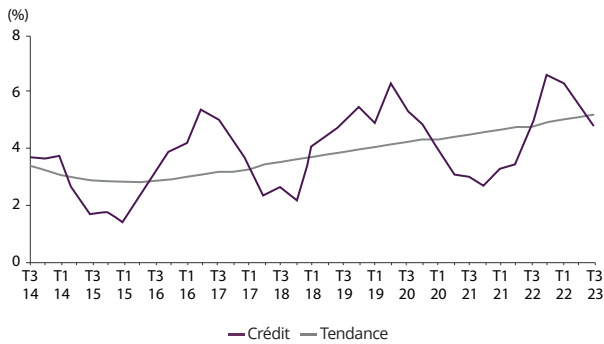
A l'inverse, les dépôts en devises ont connu une atténuation de leur repli de 13,4% à 11,9%.

Par principales contreparties, l'évolution de la masse monétaire recouvre une décélération du rythme d'accroissement des avoirs officiels de réserve de 7,5% à 5,5%, et des décélération de ceux des créances nettes sur l'administration centrale de 11,7% à 6,9% et du crédit bancaire de 5,6% à 4,8%.

Graphique 3.6 : Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire en glissement annuel



**Graphique 3.7 : Crédit bancaire
(variation en glissement annuel)**



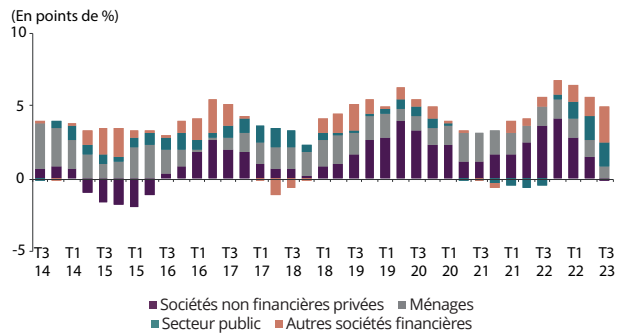
En particulier, le crédit au secteur non financier s'est accru de 2,7%, après 5% au deuxième trimestre 2023, résultat d'un repli des prêts accordés aux entreprises privées de 0,4% après une progression de 3,6% et du ralentissement du rythme de progression de ceux octroyés aux ménages de 3,1% à 2,4%.

L'évolution du crédit aux sociétés non financières privées reflète notamment un repli de la croissance des facilités de trésorerie de 9,4%. Concernant les prêts aux particuliers, leur accroissement est revenu de 2,8% à 2,5%, avec des ralentissements de 2,6% à 2,3% pour les crédits à l'habitat et de 2,3% à 1% pour ceux à la consommation. Quant aux crédits aux entrepreneurs individuels, ils ont vu leur rythme de progression passer de 6,1% à 2%, reflétant en particulier la décélération de la croissance des facilités de trésorerie de 10,8% à 6,8% et le repli de celle des prêts immobiliers de 6,6% après une hausse de 8,9%. De même, le rythme de progression des prêts aux entreprises publiques a décéléré à 32,4% après 35% un trimestre auparavant.

Par branche d'activité, les données relatives au troisième trimestre 2023 indiquent des progressions des encours des crédits à destination des « industries extractives » de 60,2%, à la branche « électricité, eau et gaz » de 19,1% et aux « industries chimiques et para-chimiques » de 4,9%. En revanche, ceux des entreprises des « industries métallurgiques, mécaniques, électriques et électroniques » et du « commerce,

réparations automobiles et d'articles domestiques » ont accusé des replis de 12,7% et 4,2% respectivement.

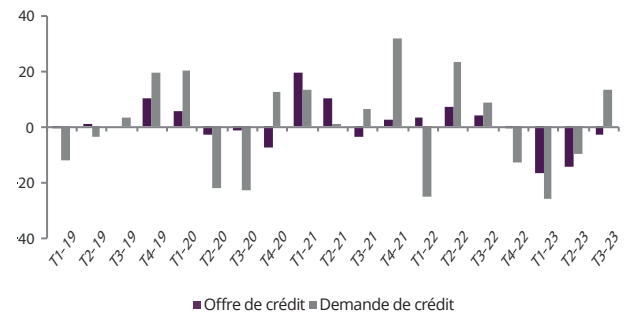
Graphique 3.8 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit



Source : BAM.

Pour ce qui est des créances en souffrance, elles ont augmenté de 6,6% et leur ratio à l'encours du crédit bancaire est resté stable à 8,8%. Elles se sont accrues de 8,6% pour les entreprises non financières privées et de 4,2% pour les ménages avec des ratios aux encours de 12,6% et 10% respectivement.

**Graphique 3.9 : Offre et demande de crédit
(Indice de diffusion)**



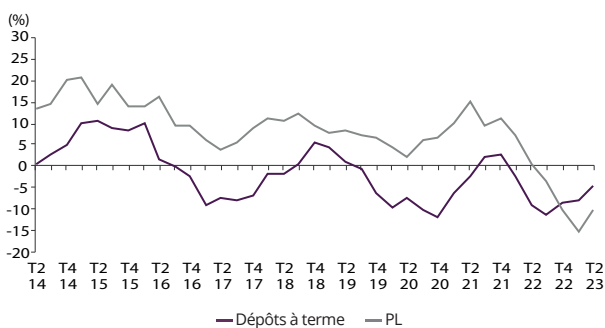
Source : BAM.

Pour ce qui est des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils ont progressé de 8,3% au troisième trimestre 2023. Cette évolution reflète notamment des accroissements de 6,9% des crédits accordés par les sociétés de financement, de 39,9% de ceux distribués par les banques off-shores et de 3,1% des prêts consentis par les associations de microcrédit.

Les dernières données disponibles relatives au mois d'octobre indiquent une croissance annuelle du crédit bancaire de 4,9%, reflétant des hausses de 2,7% des prêts accordés au secteur non financier et de 19,8% des prêts destinés aux sociétés financières.

Concernant les agrégats de placements liquides, ils ont connu une augmentation de 0,5% après un repli de 10,1% observé un trimestre auparavant. Cette évolution reflète des atténuations des baisses des titres des OPCVM obligataires de 20% à 3,5% et des titres des OPCVM actions et diversifiés de 13,9% à 4,8% ainsi qu'une hausse des Bons du Trésor de 4,3% après un recul de 2,5%.

Graphique 3.10 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme



3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

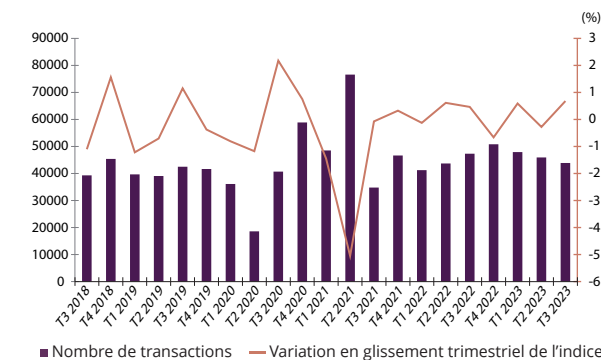
Au troisième trimestre de 2023, l'indice des prix des actifs immobiliers a enregistré une hausse de 0,7%, traduisant des progressions des prix de 0,8% pour le résidentiel, de 1,3% pour les biens à usage professionnel et de 0,3% pour les terrains. Pour sa part, le nombre de transactions a diminué de 4,5% globalement, recouvrant des baisses de 4,7% pour les biens résidentiels et de 14,7% pour les biens à usage professionnel, ainsi qu'un accroissement de 2,8% pour les terrains.

Au niveau des principales villes, excepté Casablanca, Marrakech et Meknès où ils ont baissé de 0,4%, 0,5% et 0,8% respectivement, les prix ont

enregistré des hausses avec des taux allant de 0,1% à Fès à 2,5% à Tanger.

S'agissant des ventes, elles ont reculé de 18% à Rabat, de 13,1% à Casablanca, de 10,5% à Agadir, de 9,9% à Marrakech et de 9,8% à Meknès. A l'inverse, elles ont progressé de 25,8% à Oujda, de 10,6% à Tanger, de 3,5% à Kénitra, de 2% à El Jadida et de 1,9% à Fès.

Graphique 3.11 : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières



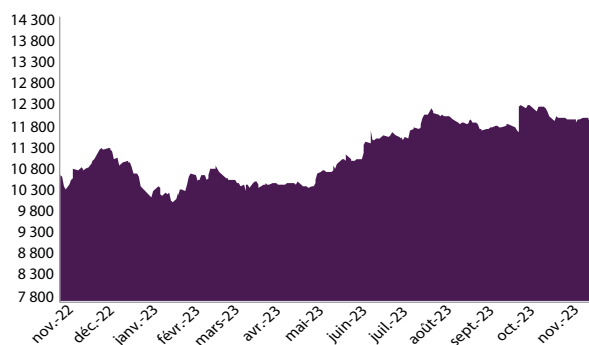
Sources : BAM et ANCFCC.

3.2.2 Actifs financiers

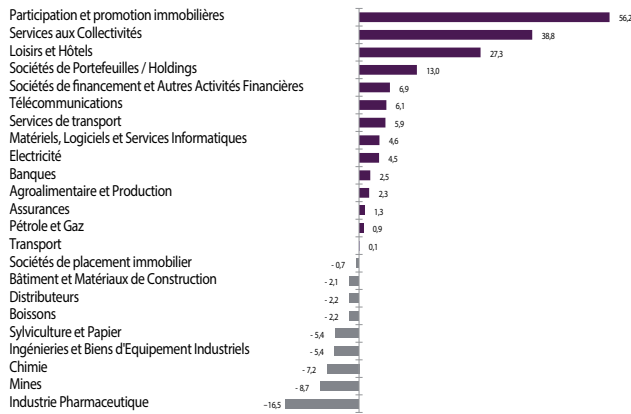
3.2.2.1 Actions

Au cours du troisième trimestre de 2023, le MASI s'est apprécié de 2,5%. Cette évolution reflète principalement les progressions des indices sectoriels de l'immobilier de 56,2%, de la santé de 38,8% et des banques de 2,5%. A l'inverse ceux relatifs aux secteurs des « bâtiments et matériaux de construction » et des mines ont diminué de 2,1% et 8,7% respectivement.

Graphique 3.12 : Evolution de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

Graphique 3.13 : Evolution des indices sectoriels au troisième trimestre 2023 (en %)

Source : Bourse de Casablanca.

Pour ce qui est du volume des échanges, il s'est établi à 8,9 milliards de dirhams, en baisse de 1% d'un trimestre à l'autre. Par compartiment, le chiffre d'affaires a atteint au troisième trimestre 7,5 milliards après 8,8 milliards sur le marché central et 1,3 milliard contre 95,8 millions sur le marché de blocs. Dans ce contexte, la capitalisation boursière s'est accrue depuis le début de l'année de 8,6% à 609,6 milliards de dirhams.

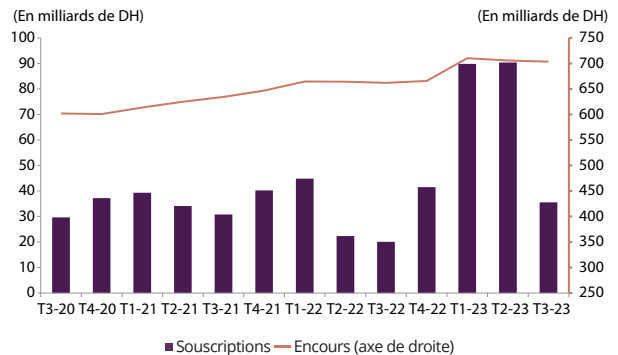
Les dernières données disponibles font ressortir une baisse mensuelle du MASI de 2% en novembre, après une hausse de 1,3% en octobre, ramenant sa performance depuis le début de l'année à 9,9%. Cette évolution reflète les diminutions des indices des secteurs des mines de 13,6%, des distributeurs de 7,2% et des banques de 1,5%. En revanche, ceux relatifs aux secteurs de l'immobilier et des assurances ont progressé de 4,3% et 1,6% respectivement. S'agissant du volume des transactions, il est passé de 3,8 milliards de dirhams en octobre à 10,2 milliards en novembre, dont 7,2 milliards sur le marché des blocs et la capitalisation boursière s'est élevée à 604,1 milliards, en accroissement de 7,7% depuis le début de l'année.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les émissions du Trésor sur le marché intérieur sont revenues de 90,3 milliards à 35,6 milliards

de dirhams au troisième trimestre 2023. Ces dernières ont porté à hauteur de 53% sur des maturités longues, de 40% sur celles courtes et de 7% sur celles moyennes. Tenant compte des remboursements d'un montant de 37,7 milliards, l'encours des bons du Trésor a atteint 703,4 milliards, en hausse de 5,7% depuis le début de l'année.

Les dernières données disponibles font ressortir une hausse des émissions de bons de Trésor à 19,7 milliards de dirhams en octobre 2023 contre 11,9 milliards en septembre. Elles ont porté à hauteur de 48% sur des maturités longues, de 29% sur celles moyennes et de 23% sur celles courtes. Compte tenu des remboursements d'un montant de 16,8 milliards, l'encours des bons du Trésor a atteint 706,3 milliards, en accroissement de 6,1% depuis le début de l'année.

Graphique 3.14 : Evolution des levées des bons du Trésor (en milliards de dirhams)

Source : BAM.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions ont baissé de 7,6% à 20,5 milliards de dirhams au troisième trimestre 2023. Les banques ont levé un montant de 11,8 milliards contre 16,6 milliards le trimestre précédent et les sociétés non financières 6,2 milliards au lieu de 4,6 milliards.

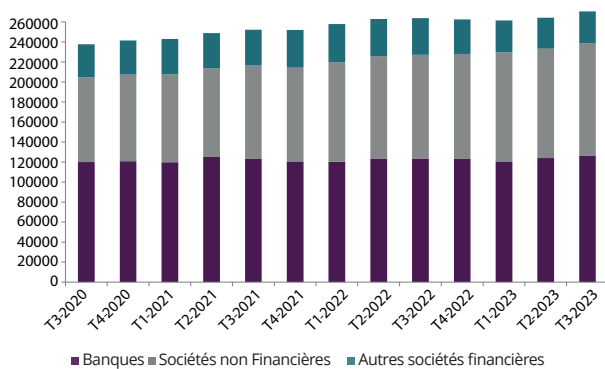
Par instrument, les émissions des titres de créances négociables ont diminué, d'un trimestre à l'autre, de 13,1% à 18,2 milliards dont 11,3 milliards sous forme de certificats de dépôts, 1,9 milliard de bons

de sociétés de financement et 5 milliards de billets de trésorerie. Pour leur part, les émissions des obligations ont progressé passant de 1,3 milliard à 2,3 milliards dont 52,2% effectuées par les sociétés non financières.

Les dernières données disponibles montrent que les émissions de dette privée se sont établies à 5,8 milliards en octobre contre 6,6 milliards en septembre et compte tenu des remboursements, l'encours de cette dette a atteint 265,8 milliards de dirhams, en hausse de 1,2% depuis le début de l'année.

plus du double pour les fonds obligataires à court terme, de 14,4% pour les OPCVM actions, de 9,9% pour les fonds monétaires, de 6,1% pour ceux obligataires à moyen et long termes et de 4,7% pour les OPCVM diversifiés. En revanche, l'actif net des OPCVM a diminué de 8% pour les fonds contractuels.

Graphique 3.15 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur (en millions de dirhams)



Source : Maroclear et calculs BAM.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Durant le troisième trimestre 2023, les souscriptions aux titres des OPCVM ont progressé de 3% à 281,7 milliards et les rachats de 5,3% à 259,7 milliards, soit une collecte nette de 22 milliards de dirhams. S'agissant des indices de performance, elles ont connu une progression trimestrielle de 3,6% pour les fonds actions, de 2,2% pour les diversifiés, de 1,2% pour les obligataires à moyen et long termes et de 0,8% pour les obligataires à court terme et les monétaires.

Les dernières données du mois de novembre¹ indiquent une progression de 16% de l'actif net des OPCVM depuis le début de l'année à 581 milliards de dirhams, incluant des hausses des encours de

¹ Données arrêtées au 24 novembre 2023.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exécution budgétaire à fin novembre 2023 s'est soldée par un déficit de 51,4 milliards de dirhams, en accentuation de 3,5 milliards comparativement à la même période de 2022. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 2,2% à 306,1 milliards, recouvrant une hausse de 4,3% des rentrées fiscales et un repli de 11,6% de celles non fiscales. Parallèlement, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 1,5% à 293,8 milliards, traduisant des augmentations de 6% de celles des biens et services et de 12,1% des charges en intérêts de la dette, tandis que celles de compensation se sont allégées de 29,8%. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 12,2 milliards, au lieu de 9,9 milliards un an auparavant. Pour leur part, exécutées à hauteur de 93,6%, les dépenses d'investissement ont progressé de 13,6% à 85,3 milliards, portant ainsi les dépenses globales à 379,2 milliards, en alourdissement de 4%. Par ailleurs, le solde positif des comptes spéciaux du Trésor s'est élevé à 21,7 milliards, en accroissement de 4,5 milliards, tenant compte d'un excédent de 18,9 milliards du fonds spécial pour la gestion des effets du tremblement de terre et de 7 milliards correspondant au produit de la Contribution sociale de solidarité sur les bénéfiques et revenus, contre 6,6 milliards un an auparavant.

Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 7,7 milliards, le déficit de caisse s'est creusé à 59,1 milliards, au lieu de 49,6 milliards un an auparavant. Ce besoin a été couvert par des financements extérieurs d'un montant net de 30,5 milliards et par des ressources intérieures nettes de 28,7 milliards. Ainsi, l'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 7,4% par rapport à son niveau à fin décembre 2022. S'agissant des conditions de financement du Trésor, elles se sont resserrées comparativement à la même période en 2022.

4.1 Recettes ordinaires

Au terme des onze mois de 2023, les recettes ordinaires ont progressé de 2,2% à 306,1 milliards, reflétant une amélioration de 4,3% des rentrées fiscales et un repli de 11,6% de celles non fiscales.

S'agissant des recettes des impôts directs, réalisées à hauteur de 89,8% par rapport aux prévisions de la loi de finances (LF), elles ont affiché une hausse de 3,8% à 101,6 milliards, liée essentiellement au rebond de 6,4% à 46,4 milliards des rentrées de l'IR. Cet accroissement incorpore des augmentations de 1,9 milliard des recettes de l'IR sur salaires, de 730 millions de celles de l'IR sur les particuliers et de 369 millions sur les profits fonciers. Pour leur part, les rentrées de l'IS ont progressé de 0,4% à 51,9 milliards, traduisant des améliorations de 782 millions des recettes de l'IS sur les produits de placements à revenu fixe et de 304 millions de celles issues du contrôle fiscal, ainsi que des baisses de 1,1 milliard du complément de régularisation et de

222 millions des recettes au titre des trois premiers acomptes.

Pour ce qui est des impôts indirects, ils ont généré 132,1 milliards en hausse de 2,9%, reflétant les accroissements de 3,3% à 103,1 milliards des rentrées de la TVA et de 1,6% à 29 milliards de celles de la TIC. Celles-ci recouvrent notamment une progression de 4,7% à 11,8 milliards pour la TIC sur les tabacs et un repli de 0,9% à 14,6 milliards pour celle sur les produits énergétiques. L'amélioration de la TVA reflète celle de sa composante intérieure avec la collecte d'un montant de 34,3 milliards, en augmentation de 22%, tenant compte notamment d'une diminution de 1,6 milliard à 11,9 milliards des remboursements de crédit de TVA. Celle à l'importation est en revanche ressortie en recul de 4% à 68,8 milliards, en relation notamment avec les mesures prises en faveur du secteur agricole ainsi que la baisse des importations.

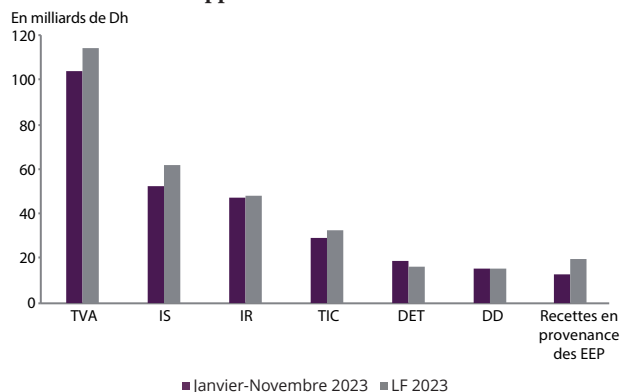
**Tableau 4.1 : Recettes ordinaires
(en milliards de dirhams)***

	Janv.- nov. 2022	Janv.- nov. 2023	Var. en %	LF 2023	Réalisation par rapport à la LF (en %)
Recettes ordinaires	299,4	306,1	2,2	341,7	89,6
Recettes fiscales	255,5	266,5	4,3	289,3	92,1
- Impôts directs	97,8	101,6	3,8	113,2	89,8
Dont IS	51,8	51,9	0,4	60,9	85,3
IR	43,6	46,4	6,4	47,9	96,8
- Impôts indirects	128,3	132,1	2,9	145,1	91,0
TVA*	99,8	103,1	3,3	113,3	91,0
TIC	28,5	29,0	1,6	31,8	91,1
- Droits de douane	12,8	14,7	15,1	15,0	98,2
- Enregistrement et timbre	16,6	18,1	9,2	15,9	113,5
Recettes non fiscales	40,6	35,9	-11,6	49,1	73,1
- Recettes en provenance des EEP	11,8	12,3	4,5	19,5	63,2
- Autres recettes	28,9	23,6	-18,1	29,7	79,6
Mécanismes de financement spécifiques	21,0	12,4	-41,0	25,0	49,5
Recettes des CST	3,2	3,6	12,2	3,3	109,2

* Compte tenu des 30% de la TVA transférée aux Collectivités Territoriales (CT).
Sources : Données MEF (DTFE) et retraitement TVA par BAM.

Pour leur part, les rentrées des droits de douane et des droits d'enregistrement et de timbre se sont accrues respectivement de 15,1% à 14,7 milliards et de 9,2% à 18,1 milliards.

Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances



Sources : Données MEF (DTFE) et retraitement TVA par BAM.

Note :

- TVA : Taxe sur la valeur ajoutée
- IR : Impôt sur le revenu
- DET : Droits d'enregistrement et de timbre
- EEP : Etablissements et entreprises publics
- IS : Impôt sur les sociétés
- TIC : Taxe intérieure de consommation
- DD : Droits de douane

De leur côté, les recettes non fiscales ont régressé de 11,6% à 35,9 milliards de dirhams, marquées principalement par les encaissements de 12,4 milliards au titre des recettes des mécanismes de financement spécifiques, en diminution de 8,6 milliards, de 12,3 milliards des recettes provenant des établissements et entreprises publics (EEP), au lieu de 11,8 milliards à fin novembre 2022. Ces dernières proviennent principalement de l'OCP à hauteur de 7,4 milliards, de l'ANCFCC pour 2,5 milliards et de Bank Al-Maghrib pour 848 millions. Pour leur part, les dons des pays du CCG ont atteint 695 millions de dirhams, contre 380 millions un an auparavant.

4.2 Dépenses

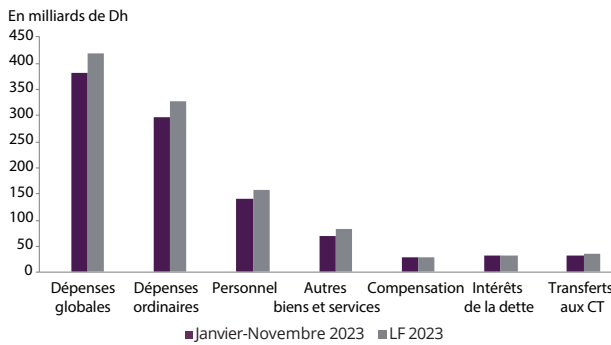
Les dépenses globales se sont établies à 379,2 milliards à fin novembre 2023, en alourdissement de 4%, traduisant des accroissements de 1,5% à 293,8 milliards de celles ordinaires et de 13,6% à 85,3 milliards de celles d'investissement. Les dépenses de biens et services se sont élevées à 205,2 milliards, en hausse de 6%, résultat des augmentations de 3,3% à 137,8 milliards de la masse salariale et de 12% à 67,4 milliards des dépenses au titre des autres biens et services. Celles-ci tiennent compte notamment des progressions de 20,7% à 36,8 milliards des transferts aux EEP et de 72,5% à 8,8 milliards des versements aux comptes spéciaux du Trésor. L'évolution de la masse salariale incorpore, pour la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel, des augmentations de 1,2% de sa composante structurelle et de 9% à 7,6 milliards des rappels.

Tableau 4.2 : Exécution des dépenses publiques (en milliards de dirhams)*

	Janv.- nov. 2022	Janv.- nov. 2023	Var. en %	LF 2023	Réalisation par rapport à la LF (en %)
Dépenses globales	364,5	379,2	4,0	416,6	91,0
Dépenses ordinaires	289,4	293,8	1,5	325,5	90,3
Biens et services	193,6	205,2	6,0	234,9	87,3
Personnel	133,4	137,8	3,3	155,8	88,4
Autres biens et services	60,1	67,4	12,0	79,1	85,2
Intérêts de la dette	27,3	30,7	12,1	30,0	102,3
Compensation	38,6	27,1	-29,8	26,6	101,8
Transferts aux CT	29,9	30,9	3,3	34,0	91,0
Investissement	75,1	85,3	13,6	91,1	93,6

* Compte tenu des 30% de la TVA transférée aux Collectivités Territoriales (CT). Sources : Données MEF (DTFE) et retraitement TVA par BAM.

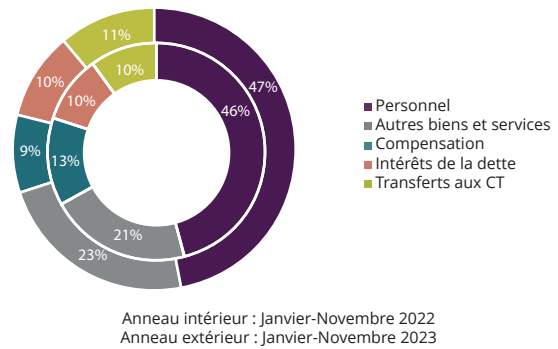
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



Sources : Données MEF (DTFE) et retraitement TVA par BAM.

S'agissant des charges en intérêts de la dette, elles se sont accrues de 12,1% à 30,7 milliards, résultat d'un accroissement de 89,3% à 7,4 milliards de celles sur la dette extérieure, sous l'effet de la hausse de l'encours et des taux d'intérêt internationaux et d'une baisse de 0,7% à 23,3 milliards de celles sur la dette intérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires

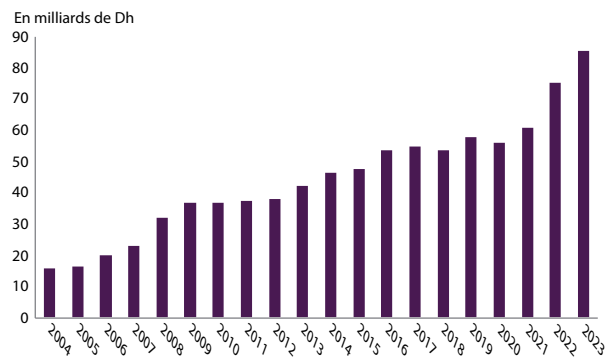


Sources : Données MEF (DTFE) et retraitement TVA par BAM.

Pour leur part, les charges de compensation se sont allégées de 29,8% à 27,1 milliards de dirhams, avec un taux d'exécution de 101,8%. Cette atténuation s'explique notamment par la diminution de 5 milliards à 15,3 milliards de la charge au titre du gaz butane, en lien notamment avec le recul des cours à l'international. Pour le reste, 5,8 milliards ont été consacrés au soutien du sucre, 3,7 milliards à la farine nationale et 2 milliards accordés aux professionnels du secteur du transport.

Les dépenses d'investissement ont, quant à elles, progressé de 13,6% à 85,3 milliards, tenant compte notamment d'un versement de 31,1 milliards aux Comptes Spéciaux du Trésor, contre 25 milliards un an auparavant. Ces dépenses ont été exécutées à hauteur de 93,6% par rapport aux prévisions d'émissions de la LF.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin novembre

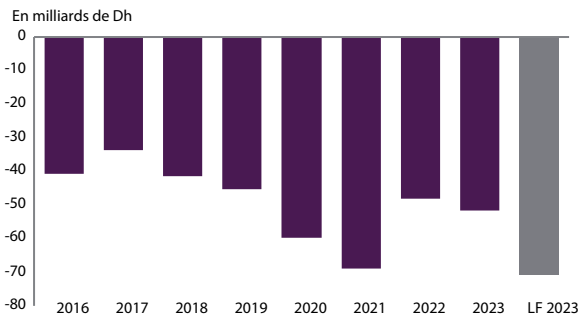


Source : MEF (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

Tenant compte de l'évolution des recettes et des dépenses ainsi que du solde des comptes spéciaux du Trésor, l'exécution budgétaire à fin novembre s'est soldée par un déficit de 51,4 milliards de dirhams, contre 47,9 milliards à fin novembre 2022. Considérant la réduction du stock des opérations en instance d'un montant de 7,7 milliards, contre 1,7 milliard, le déficit de caisse ressort à 59,1 milliards, en creusement de 9,5 milliards.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin novembre



Source : MEF (DTFE).

Le besoin de financement du Trésor a été couvert par des ressources intérieures nettes de 28,7 milliards et par un flux net extérieur de 30,5 milliards de dirhams. Les tirages extérieurs bruts se sont élevés à 39,9 milliards, dont 25,8 milliards mobilisés sur le marché financier international et 7,6 milliards auprès de la Banque mondiale.

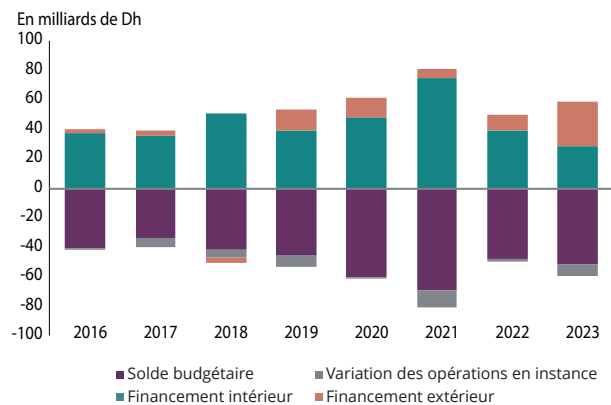
Tableau 4.3 : Financement du déficit (en milliards de dirhams)

	Janv.- nov. 2022	Janv.- nov. 2023	LF 2023
Solde ordinaire	9,9	12,2	16,3
Solde des CST	17,2	21,7	4,2
Solde primaire	-20,6	-20,7	-40,7
Solde budgétaire	-47,9	-51,4	-70,7
Variation des opérations en instance	-1,7	-7,7	
Besoin de financement	-49,6	-59,1	-70,7
Financement intérieur	39,3	28,7	13,1
Financement extérieur	10,3	30,5	52,5
Cession des participations de l'Etat	0,0	0,0	5,0

Sources : Données MEF (DTFE).

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a porté sur un montant net de 35,6 milliards contre 7,8 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont concerné notamment les bons à 15 ans pour un montant de 29 milliards, les bons à 2 ans à hauteur de 26,8 milliards, les bons à 10 ans à hauteur de 17,9 milliards et ceux à 52 semaines pour 16,3 milliards. En parallèle, les remboursements nets ont été observés au niveau des bons à 5 ans pour un montant net de 39,5 milliards, les bons à 13 semaines à hauteur de 11,3 milliards et ceux à 26 semaines pour 4 milliards.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin novembre*



* Les recettes des cessions de participations de l'Etat, limitées et discontinues dans le temps, ont été intégrées dans le financement intérieur.
Source : MEF (DTFE).

S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, les données arrêtées à fin novembre indiquent une hausse des taux moyens pondérés par rapport à la même période en 2022. Pour les maturités longues, les augmentations ont atteint 218 points de base (pb) à 5,46% pour les bons à 30 ans, 204 pb à 4,74% pour ceux à 15 ans et 164 pb à 4,33% pour ceux à 10 ans. De même, pour les maturités moyennes et courtes, les taux ont enregistré des accroissements de 169 pb à 3,96% pour les bons à 5 ans, de 162 pb à 3,66% pour ceux à 2 ans, de 149 pb à 3,33% pour les bons à 52 semaines et de 137 pb à 3,12% pour les bons à 26 semaines.

**Tableau 4.4 : Endettement du Trésor
(en milliards de dirhams)**

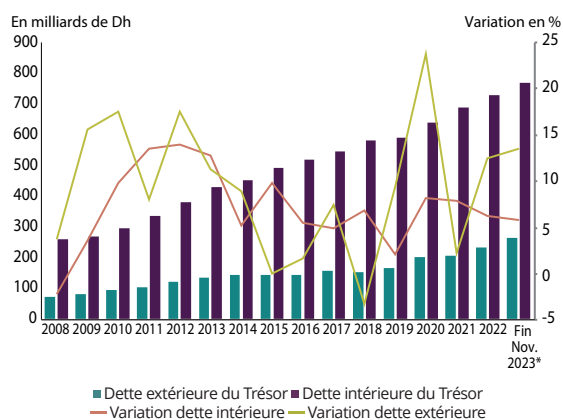
	2018	2019	2020	2021	2022	Fin Nov. 2023*
Dettes extérieures du Trésor	148,0	161,6	199,7	203,8	228,9	259,3
Var en %	-3,4	9,2	23,6	2,0	12,3	13,3
Dettes intérieures du Trésor	574,6	585,7	632,9	681,5	722,9	763,3
Var en %	6,6	1,9	8,1	7,7	6,1	5,6
Encours de la dette directe	722,6	747,3	832,6	885,3	951,8	1022,6
Var en %	4,4	3,4	11,4	6,3	7,5	7,4

* Pour la dette à fin novembre 2023, elle est estimée sur la base des flux de financement générateurs de dettes.

Source : MEF (DTFE).

Pour ce qui est de la dette publique directe, son encours aurait progressé de 7,4% à fin novembre 2023 comparativement à son niveau à fin décembre 2022, avec des hausses de 5,6% de sa composante intérieure et de 13,3% de celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



Sources : Données MEF (DTFE) et *estimations BAM.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHE DU TRAVAIL

Au deuxième trimestre 2023, la croissance économique s'est établie à 2,3% après 2,2% au même trimestre un an auparavant. Cette évolution est le résultat d'une hausse de 6,3%, au lieu d'un recul de 13,5%, de la valeur ajoutée agricole et d'un ralentissement de 4% à 2,1% de celle non agricole. Elle est tirée, du côté de la demande, par les échanges extérieurs de biens et services dont la contribution a été de 2,5 points de pourcentage après 3,9 points, la participation de la composante intérieure étant demeurée négative de 0,2 point.

Au second semestre, le PIB se serait amélioré de 2,6% en moyenne au lieu de 1,2% à la même période de 2022. La valeur ajoutée non agricole aurait progressé de 2,3%, portée notamment par le dynamisme des secteurs non marchands, tandis que celle du secteur agricole aurait augmenté de 3,3%. Sur l'ensemble de l'année, la croissance se serait située en moyenne à 2,7% après 1,3% en 2022.

Sur le marché du travail, la situation s'est sensiblement dégradée entre le troisième trimestre 2022 et la même période de 2023, avec une perte de 297 mille postes, dont la quasi-totalité dans le milieu rural, après celle de 58 mille un an auparavant. A l'exception de l'industrie y compris l'artisanat qui a connu une création de 14 mille emplois, les autres secteurs ont accusé des baisses, s'élevant à 297 mille postes dans l'agriculture, à 15 mille dans les services et à 2 mille dans le BTP. Tenant compte d'une sortie nette de 49 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité est revenu de 44% à 43,2%, et le taux de chômage s'est accru au niveau national de 11,4% à 13,5%, soit son plus haut niveau depuis 2002, de 15% à 17% dans les villes et de 5,2% à 7% dans les campagnes.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

Les dernières données des comptes nationaux relatives au deuxième trimestre de 2023 font ressortir une légère amélioration de la consommation des ménages à un rythme quasi-inchangé par rapport à celui observé au même trimestre de l'année précédente, soit 0,4%. Sa participation à la croissance est ainsi ressortie positive de 0,2 point de pourcentage.

Au deuxième semestre de 2023, elle se serait améliorée de 1% après un repli de 0,8% un an auparavant. Cette période est marquée, d'une part, par un ralentissement de l'inflation et, d'autre part, par la décélération des transferts des MRE et l'aggravation du taux de chômage. De même, bien qu'il ressorte en légère amélioration d'un trimestre à l'autre, l'indice de confiance des ménages demeure inférieur à son niveau de l'année dernière, s'établissant à 46,5 points contre 47,4 points.

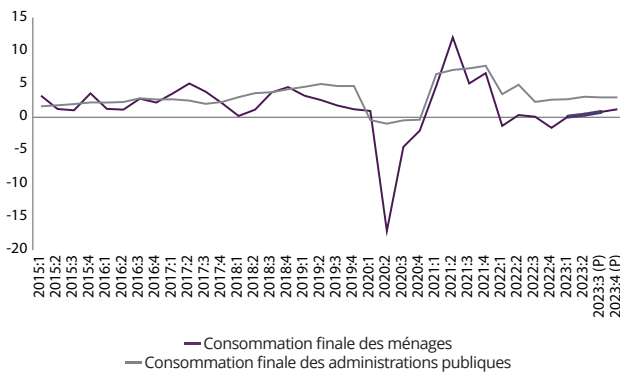
Sur l'ensemble de l'année, la consommation des ménages devrait progresser de 0,6% au lieu d'une contraction de 0,7% en 2022.

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, son rythme aurait ralenti de 4,9% à 3,1% et sa contribution à la croissance devrait ressortir à 0,6 point.

Au second semestre de 2023, elle se serait améliorée de 3% après 2,5% à la même période une année auparavant, reflétant l'augmentation des dépenses au titre des biens et services du Trésor.

En moyenne sur l'ensemble de l'année 2023, elle se serait accrue de 2,7% après 3,3% en 2022.

**Graphique 5.1 : Dépenses de consommation
(variation en %)**



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

5.1.2 Investissement

Au deuxième trimestre de 2023, la baisse du rythme de l'investissement s'est atténuée, passant de -8,4% à -3,1%, et sa participation à la croissance demeure encore négative à hauteur de -1,1 point.

Les perspectives pour le second semestre laissent présager une progression de l'investissement de 1,3% au lieu d'une diminution de 5,4% un an auparavant. Cette amélioration relative prévue est corroborée par plusieurs données notamment l'accroissement des importations des biens d'équipements en volume de 3,8%, des ventes de ciments de 3,6% et du flux de l'investissement du Trésor de 65,2%, après des contractions respectives de 4,3%, 16% et 19,8%.

Par ailleurs, selon les résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib au titre du troisième trimestre 2023, le climat des affaires a été qualifié de « normal » par 74% des entreprises et de « défavorable » par 19% d'entre elles.

Sur l'ensemble de l'année 2023, la baisse de l'investissement se serait atténuée à -0,8% après -6,5% en 2022.

5.2 Demande extérieure

Au deuxième trimestre de 2023, les exportations nettes de biens et services en volume ont contribué positivement à la croissance à hauteur de 2,5 points au lieu de 3,9 points durant le deuxième trimestre de 2022, le rythme de progression ayant décéléré de 27,7% à 6,5% pour les exportations et de 12,2% à 1% pour les importations.

Au second semestre de cette année, dans un contexte caractérisé par une atonie de la demande étrangère, les exportations auraient connu un ralentissement de 21,9% à 3,2%, reflétant notamment celui, en volume, du rythme des exportations d'automobiles et de l'atténuation de la baisse des phosphates et dérivés. Parallèlement, la progression des importations aurait décéléré de 10,6% à 0,8%.

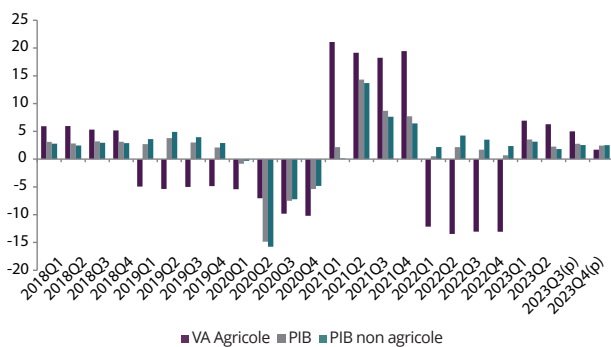
Sur l'ensemble de l'année 2023, les échanges extérieurs, en volume, auraient contribué à la croissance à hauteur de 2,1 points au lieu de 2,9 points. Le rythme des exportations de biens et services auraient ralenti de 20,4% à 8,2% et celui des importations de 9% à 2,8%.

5.3 Offre globale

Au deuxième trimestre 2023, le PIB s'est accru de 2,3% après 2,2% un an auparavant. Cette évolution recouvre une amélioration de 6,3%, après un recul de 13,5%, de la valeur ajoutée agricole et une décélération de 4% à 2,1% du rythme d'accroissement de celle non agricole.

Au second semestre, la croissance se serait accélérée à 2,6% en moyenne après 1,2% à la même période de l'année précédente. La valeur ajoutée agricole aurait augmenté de 3,3%, contre une contraction de 13,1%, à la faveur notamment d'une relative amélioration de la récolte céréalière à 55,1 MQx. Pour leur part, les activités non agricoles auraient enregistré un accroissement de leur valeur ajoutée de 2,3% au lieu de 2,8%.

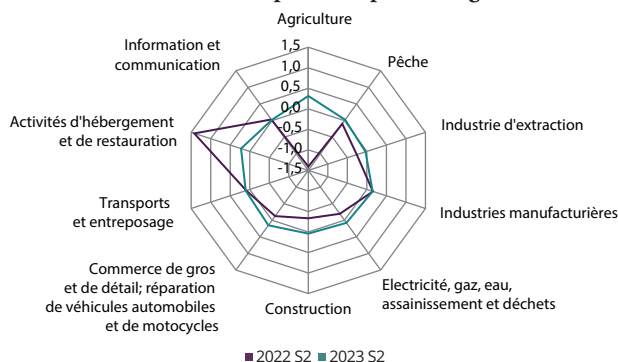
Graphique 5.2 : PIB par composante (aux prix de l'année précédente, variation en %, en glissement annuel, base 2014)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Pour le secteur secondaire, la valeur ajoutée aurait affiché une hausse de 0,9% en moyenne après un repli de 2,4%. Cette évolution refléterait des hausses de 4% dans la branche « Electricité, gaz, eau, assainissement et déchets », de 1% dans les industries de transformation et de 0,7% dans la construction, ainsi qu'une baisse de 0,8% dans les mines.

Graphique 5.3 : Contributions des branches d'activité à la croissance (en points de pourcentage)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Au niveau du secteur tertiaire, l'activité aurait connu un ralentissement à 2,9% en moyenne au second semestre au lieu de 5,5% la même période de l'année précédente. Elle aurait connu en particulier une amélioration de 6%, après 60,4%, pour la branche « Activités d'hébergement et de restauration », de 3,5%, après 2,9%, pour les services de transport et de 1,3%, au lieu d'une baisse de 1,2%, pour le commerce.

Au total, la croissance se serait établie à 2,7% en moyenne sur l'ensemble de l'année après 1,3% en 2022.

5.4 Marché du travail et capacités de production

5.4.1 Activité et emploi

Entre le troisième trimestre 2022 et la même période de 2023, la situation du marché du travail a été caractérisée par une baisse de 0,4% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus, pour s'établir à près de 12,1 millions de personnes. Cette évolution recouvre un accroissement de 2% dans les villes et une régression de 4,5% dans les campagnes.

Compte tenu de l'évolution de la population en âge d'activité, le taux d'activité a diminué de 0,8 point à 43,2% au niveau national, de 2,3 points à 45,8% dans les zones rurales et a stagné à 41,9% en milieu urbain.

En parallèle, l'économie nationale a accusé, entre le troisième trimestre 2022 et la même période de 2023, une perte de 297 mille postes, dont la quasi-totalité dans le milieu rural, après celle de 58 mille à la même période une année auparavant. Au niveau sectoriel, à l'exception de l'industrie y compris l'artisanat qui a connu une création de 14 mille emplois, les autres secteurs ont enregistré des pertes, s'élevant à 297 mille postes dans l'agriculture, à 15 mille dans les services et à 2 mille dans le BTP. Dans ces conditions, la population active occupée a reculé de 2,8% à près de 10,5 millions de personnes.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population au chômage a affiché un bond de 17,9%, en glissement annuel, à 1,6 million de personnes, et le taux de chômage s'est accru de 2,1 points pour atteindre son plus haut niveau depuis 2002, soit 13,5%. Il a augmenté de 2 points à 17% dans les villes et de 1,8 point à 7% dans les campagnes. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en

particulier, ce taux a poursuivi sa progression à un rythme rapide, avec un accroissement de 6,5 points à 38,2% globalement, et de 5,9 points à 49,7% en milieu urbain et à 23,3% en zones rurales.

Parallèlement, la situation du marché a été marquée par une hausse du sous-emploi¹ avec un taux passant de 8,5% à 9,6% au niveau national, de 7,5% à 8,1% dans les villes et de 9,9% à 12% dans les campagnes.

5.4.3 Productivité et salaires

Dans les activités non agricoles, la productivité apparente du travail, appréhendée par le ratio de la valeur ajoutée à l'emploi, se serait améliorée au troisième trimestre 2023 de 2,3% après 0,9% un an auparavant. Cette évolution traduirait une progression de 2,3%, au lieu de 3,3%, de la valeur ajoutée et une stagnation, après une hausse de 2,4%, des effectifs employés.

Pour sa part, et selon les dernières données disponibles au troisième trimestre, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS en rapportant la masse salariale aux effectifs employés, a enregistré une hausse, en termes nominaux, de 5% au lieu de 1,2% un an auparavant, et de 0,1% après une diminution de 6,3% en termes réels.

Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)

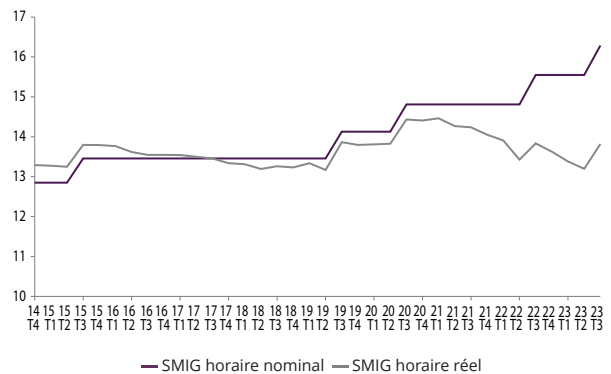


Sources : Données CNSS et calculs BAM.

¹ La population en situation de sous-emploi est constituée des personnes ayant travaillé : i) au cours de la semaine de référence moins de 48 heures mais sont disposées à faire des heures complémentaires et disponibles pour les faire ou ii) plus que le seuil fixé et qui sont à la recherche d'un autre emploi ou disposées à changer d'emploi en raison de l'inadéquation avec leur formation ou leur qualification ou l'insuffisance du revenu procuré.

Pour le SMIG horaire, et en application de l'accord social conclu le 30 avril 2022, il a été revalorisé en termes nominaux de 5% au 1^{er} septembre 2023 pour s'établir à 16,29 dirhams. Tenant compte d'une hausse de 4,9% de l'indice des prix à la consommation, il aurait ainsi reculé, en glissement annuel, de 0,1% en termes réels au troisième trimestre.

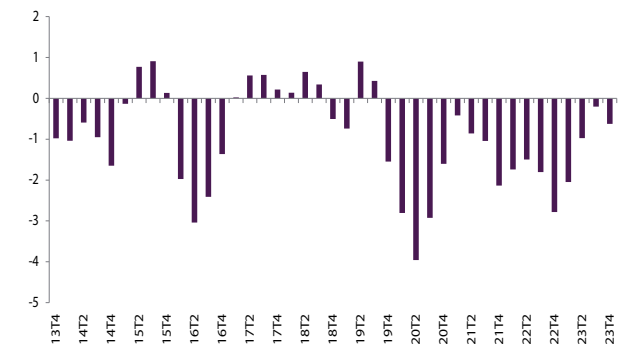
Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)



Sources : Ministère de l'Inclusion économique, de la Petite entreprise, de l'Emploi et des Compétences et calculs BAM.

Au total, l'output-gap devrait rester négatif au deuxième semestre 2023.

Graphique 5.6 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T3 2022	T3 2023
Taux d'activité (en %)	44,0	43,2
Urbain	41,9	41,9
Rural	48,1	45,8
Taux de chômage (en %)	11,4	13,5
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	31,7	38,2
Urbain	15,0	17,0
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	43,8	49,7
Rural	5,2	7,0
Créations d'emplois (en milliers)	-58	-297
Urbain	136	-29
Rural	-194	-269
Secteurs		
- Agriculture, forêt et pêche	-237	-297
- Industrie y compris l'artisanat	29	14
- BTP	-38	-2
- Services	189	-15
Productivité apparente non agricole (variation en %)	0,9	2,3
Indice des salaires moyens (variation en %)	Nominal	1,2
	Réel	-6,3

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

L'inflation continue de s'inscrire dans une tendance baissière, revenant de 6,8% au deuxième trimestre à 4,9% au troisième trimestre. Ce mouvement s'est prolongé en octobre où l'inflation s'est établie à 4,3%, soit le taux le plus bas depuis février 2022, ramenant sa moyenne au cours des dix premiers mois de l'année 2023 à 6,6%. L'essentiel de cette récente évolution découle du ralentissement de la progression des prix des produits alimentaires à prix volatils de 15,4% au troisième trimestre à 11,7% en octobre. De même, l'inflation sous-jacente a reflué à 4%, après 4,7%, tirée principalement par sa composante non alimentaire, alors que les tarifs réglementés ont augmenté à un rythme quasi-inchangé par rapport à celui observé en moyenne entre juillet et septembre. En revanche, le recul des prix des carburants et lubrifiants s'est fortement atténué passant de 12,3% au troisième trimestre à 0,7% en octobre, impacté par l'évolution des cours des produits pétroliers.

A court terme, les pressions inflationnistes devraient continuer de s'affaiblir. L'inflation reviendrait ainsi à 3,8% au quatrième trimestre et sa moyenne au titre de l'année 2023 à 6,1%. Sa composante sous-jacente s'établirait à 3,4% au quatrième trimestre et à 5,6% en moyenne sur l'ensemble de l'année 2023.

6.1 Evolution de l'inflation

L'inflation poursuit son repli progressif, revenant de 4,9% au troisième trimestre à 4,3% en octobre, soit le taux le plus bas depuis février 2022. Ainsi, sa moyenne au titre des dix premiers mois s'est établie à 6,6%. A l'exception des carburants et lubrifiants, cette évolution a concerné l'ensemble de ses composantes avec des ralentissements plus marqués pour les prix des produits alimentaires à prix volatils et l'inflation sous-jacente.

6.1.1. Prix des produits exclus de l'inflation sous-jacente

Les prix des produits alimentaires à prix volatils ont affiché un recul mensuel de 1,4% en octobre, tirés principalement par la baisse des prix de 14,8% pour les « agrumes », de 3,4% pour les « volaille et lapin » et de 2,8% pour les « fruits frais ».

En variation annuelle, les prix de cette catégorie de produits ressortent en décélération, revenant de 15,4% au troisième trimestre à 11,7% en octobre.

Au total, la contribution de la composante alimentaire à prix volatils à l'inflation est ressortie à 1,5 point de pourcentage en octobre contre 2 points un trimestre auparavant.

Tableau 6.1 : Evolution de l'inflation et de ses composantes

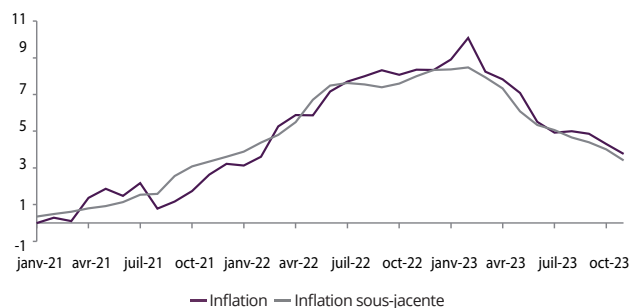
(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	août 23	sept. 23	oct. 23	août 23	sept. 23	oct. 23
Inflation	0,3	0,8	-0,1	5,0	4,9	4,3
Produits alimentaires à prix volatils	1,5	2,7	-1,4	14,8	13,7	11,7
Produits réglementés	0,1	0,0	0,0	1,0	0,8	0,8
Carburants et lubrifiants	6,7	6,0	2,0	-8,9	-3,8	-0,7
Inflation sous-jacente	-0,2	0,4	0,3	4,7	4,4	4,0
Produits alimentaires	-0,6	0,6	0,5	7,8	7,7	7,3
Articles d'habillement et chaussures	-0,1	0,3	0,2	3,0	2,9	2,8
Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,2	0,2	0,0	1,4	1,4	1,2
Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,2	0,2	3,0	2,7	2,3
Santé ¹	0,0	0,0	0,2	3,6	3,7	3,9
Transport ²	0,0	-0,5	-0,5	2,7	2,5	1,6
Communication	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1
Loisirs et cultures ¹	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,7	-0,8
Enseignement	0,0	1,6	0,4	4,5	2,9	2,2
Restaurants et hôtels	0,7	0,0	0,0	5,9	5,4	4,9
Biens et services divers ¹	0,1	0,2	0,0	2,5	2,1	2,0

¹ Hors produits réglementés.

² Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

Sources : Données HCP et calculs BAM.

Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente (en %, en glissement annuel)

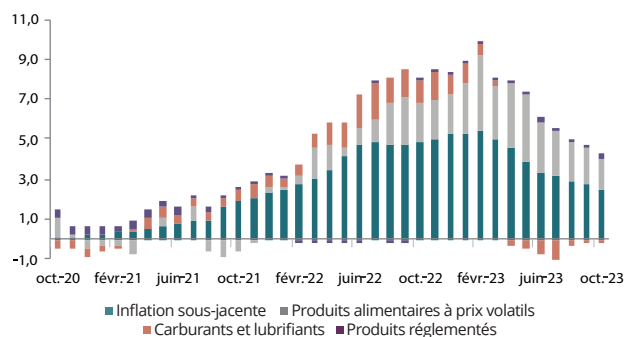


Sources : HCP et calculs BAM.

S'agissant des tarifs réglementés, leur rythme d'accroissement a connu une légère décélération, passant de 0,9% au cours du troisième trimestre à 0,8% en octobre. Cette évolution reflète essentiellement la baisse de 0,5% au lieu d'une hausse de 0,4% des tarifs du « transport routier de passagers ».

En termes de contribution à l'inflation, les prix des produits à tarifs réglementés ont participé de 0,2 point de pourcentage en octobre, au même titre que le trimestre précédent.

Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation (en points de pourcentage)



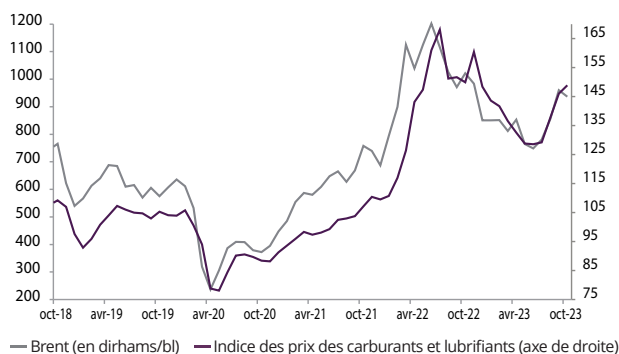
Sources : Données HCP et calculs BAM.

En revanche, le repli des prix des carburants et lubrifiants s'est atténué passant de 12,3% au troisième trimestre à 0,7% en octobre, en lien avec la hausse des prix internationaux des produits pétroliers. Le cours du Brent, en particulier, est passé de 86,8\$/bl en moyenne entre juillet et septembre à 91,1\$/bl en octobre, soit une hausse

de 5%. Leur évolution traduit également l'effet de la dépréciation de 3,1% de la monnaie nationale vis-à-vis du dollar américain sur la même période.

Au total, la contribution des prix des carburants et lubrifiants à l'inflation ressort nulle en octobre contre -0,5 point un trimestre auparavant.

Graphique 6.3 : Cours du Brent et indice des prix des carburants et lubrifiants (base 100 en 2017)



Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

6.1.2. Inflation sous-jacente

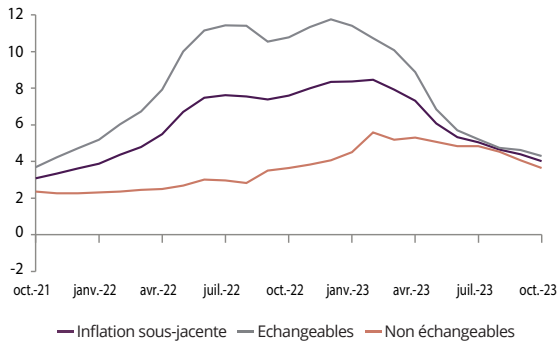
Inscrite sur une trajectoire descendante depuis le deuxième trimestre 2023, l'inflation sous-jacente est passée de 4,7% au troisième trimestre à 4% en octobre, soit le taux le plus faible depuis janvier 2022.

Cette décélération est liée essentiellement à celle de 8% à 7,3% de sa composante alimentaire, avec en particulier la baisse des rythmes de progression des prix des « viandes fraîches » de 15,3% à 13,3%, des « produits à base de céréales » de 1% à 0,2% et des « produits laitiers » de 7,9% à 6,4%.

Hors produits alimentaires, ce ralentissement a concerné l'ensemble des divisions de l'IPCX¹ à l'exclusion de la « santé ». Ainsi, le rythme d'accroissement des prix a diminué de 3,9% à 2,2% pour l'« enseignement », de 3% à 1,6% pour le « transport » et de 2,9% à 2,3% pour les « meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer ».

¹ Il s'agit des onze rubriques composant le panier de l'inflation sous-jacente (Cf. Tableau 6.1).

Graphique 6.4 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables (en %, en glissement annuel)



Sources : Données HCP et calculs BAM.

La ventilation du panier de l'indicateur de l'inflation sous-jacente en produits échangeables et non échangeables montre que la décélération de sa croissance a concerné ces deux composantes.

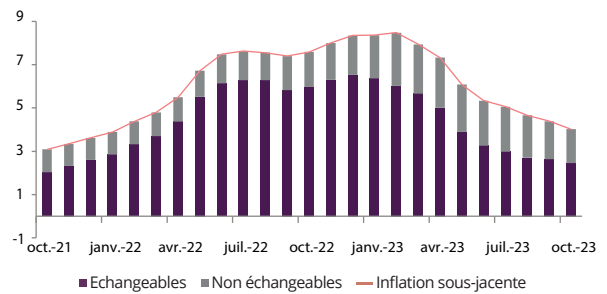
Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables

	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	août 23	sept. 23	oct. 23	août 23	sept. 23	oct. 23
Biens échangeables	0,0	0,4	0,4	4,7	4,6	4,3
Biens non échangeables	-0,4	0,5	0,1	4,5	4,1	3,6
Inflation sous-jacente	-0,2	0,4	0,3	4,7	4,4	4,0

Sources : Données HCP et calculs BAM.

Les prix des biens échangeables se sont en effet accrus de 4,3% en octobre au lieu de 4,9% au troisième trimestre dans un contexte marqué par une relative atténuation des pressions d'origine externe. L'inflation est revenue à 2,9% au lieu de 5% le trimestre précédent dans la zone euro, principal partenaire commercial du Maroc et l'indice FAO des prix des produits alimentaires de base a continué son recul en octobre.

Graphique 6.5 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente, (en points de pourcentage)

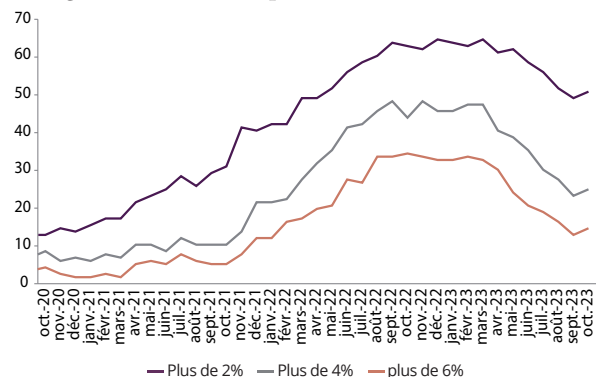


Sources : HCP et calculs BAM.

Quant aux prix des biens et services non échangeables, ils ont vu leur rythme de progression s'atténuer de 4,4% en moyenne entre juillet et septembre à 3,6% en octobre, traduisant essentiellement une augmentation moins importante des prix des « viandes fraîches » et de l'« enseignement préélémentaire et primaire ».

S'agissant de la diffusion des pressions inflationnistes, elle s'est inscrite en léger retrait. En effet, la part des produits dont les prix se sont accrus de plus de 2% est revenue de 52% au cours du troisième trimestre à 51% en octobre. De même, les proportions des produits ayant connu une hausse des prix de plus de 4% et de 6% ont poursuivi leur recul, revenant de 27% à 25% et de 16% à 15% respectivement.

Graphique 6.6 : Part des produits dont l'évolution en glissement annuel dépasse 2%, 4% et 6% (en %)



Sources : HCP et calcul BAM.

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

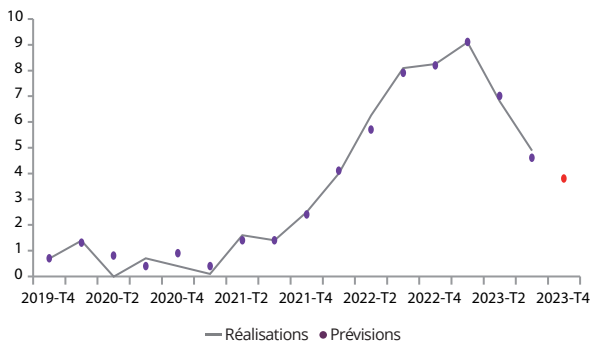
L'inflation devrait refluer à 3,8% au dernier trimestre de l'année 2023 après 4,9% le trimestre précédent. Cette décélération serait liée principalement à celle de sa composante sous-jacente qui devrait revenir à 3,4% au lieu de 4,7%.

De même, et tenant compte des données des marchés de gros, le rythme d'accroissement des prix des produits alimentaires à prix volatils ralentiraient à 13,3% après 15,4%.

Pour leur part, les tarifs des produits réglementés augmenteraient, en l'absence de nouvelles décisions gouvernementales y afférentes, à un rythme quasi-inchangé par rapport à celui observé au troisième trimestre, soit 0,8%.

A l'opposé, et en raison de l'évolution des cours internationaux des produits pétroliers, les prix des carburants et lubrifiants enregistreraient un recul de 2,9% au quatrième trimestre après celui de 12,3% en moyenne entre juillet et septembre.

Graphique 6.7 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation (en %)



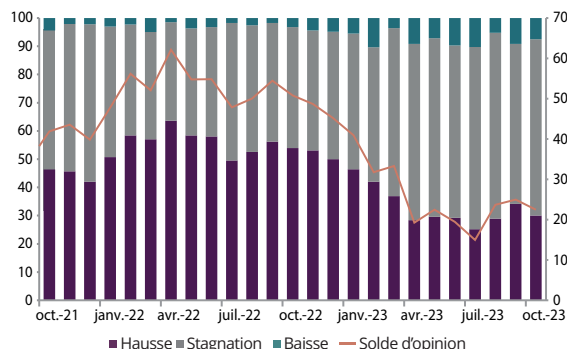
Source : Données HCP et prévisions BAM.

6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib auprès des industriels relative au mois d'octobre 2023 indiquent que 63% des répondants anticipent une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 30% tablent sur une hausse, tandis que 7% d'entre eux s'attendent à

une baisse de l'inflation. Ainsi, le solde d'opinion ressort à 23%.

Graphique 6.8 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises (en %)

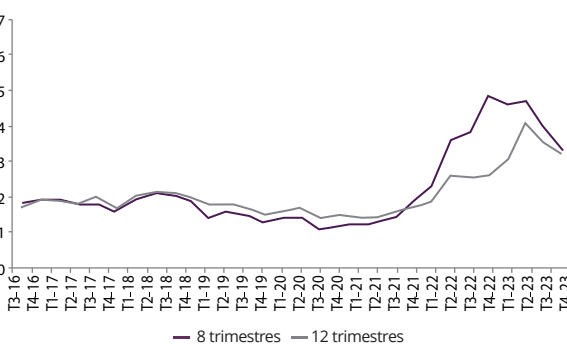


Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, l'enquête de Bank Al-Maghrib sur les anticipations d'inflation, conduite auprès des experts du secteur financier au titre du quatrième trimestre 2023, montre que ces derniers anticipent une inflation moyenne de 3,3% à l'horizon des huit prochains trimestres au lieu de 3,9% lors de l'édition précédente de l'enquête.

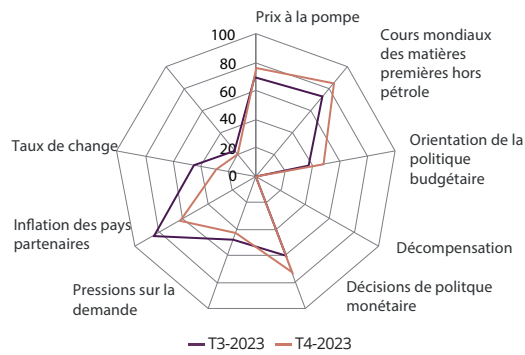
Sur l'horizon des 12 prochains trimestres, leur anticipation s'établit à 3,2% au lieu de 3,5%.

Graphique 6.9 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres (en%)

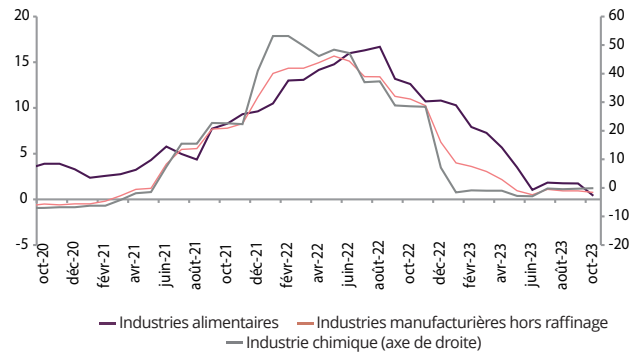


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

Les enquêtés estiment que l'évolution de l'inflation au cours des huit prochains trimestres dépendra essentiellement des cours mondiaux des matières premières hors pétrole, des prix à la pompe et des décisions de politique monétaire.

Graphique 6.10 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier

Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

Graphique 6.11 : Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle, glissement annuel (en %)

Source : HCP.

6.4 Prix à la production

S'agissant des prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole, ils ont accusé une baisse mensuelle de 0,3% en octobre, tirée principalement par le repli des prix de 0,9% pour les « industries alimentaires » et de 0,7% pour la branche « fabrication d'autres produits minéraux non métalliques ». En revanche, les prix à la production de l'industrie de « Fabrication de textile » et de l'« industrie d'habillement » ont enregistré un accroissement mensuel de 0,7% et 0,8% respectivement.

Comparativement au même mois de l'année précédente, les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage ont vu leur rythme de progression revenir de 1% au troisième trimestre à 0,8% en octobre, ramenant ainsi leur évolution moyenne au titre des dix premiers mois de l'année à 1,8%.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

Malgré la relative résilience dans certains pays, la croissance de l'économie mondiale devrait poursuivre sa décélération, revenant de 3,1% cette année à 2,4% en 2024, avant de s'améliorer à 2,8% en 2025. Aux Etats-Unis, le PIB augmenterait en volume de 2,4% cette année et de 1,1% en 2024 puis s'établirait à 1,7% en 2025, et dans la zone euro, la croissance devrait se situer à 1% en 2023 et à 0,9% en 2024, avant d'atteindre 1,9% en 2025. Au Royaume-Uni, la forte hausse des taux d'intérêt et du coût de la vie pèse sur la croissance qui serait limitée à 0,5% en 2023 et à 0,4% en 2024, avant de s'accélérer à 1,9% en 2025, et au Japon, elle devrait s'établir à 1,8% en 2023 en termes réels, puis reviendrait à 1,1% en 2024 et à 0,6% en 2025.

Dans les principaux pays émergents, l'économie chinoise devrait progresser de 5,2% cette année mais devrait décélérer à moins de 5% à moyen terme, pénalisée notamment par les difficultés du marché immobilier et le vieillissement de la population. Pour sa part, l'économie indienne évoluerait à un rythme soutenu grâce à la vigueur des investissements publics et le renforcement de la demande intérieure. Au Brésil, la croissance s'établirait à 3,3% en 2023, portée notamment par une forte production agricole, avant de reculer à 1,3% en 2024 puis à 1,8% en 2025. En Russie, l'économie s'accroîtrait de 3,3% cette année, tirée par une demande robuste et par la hausse des dépenses publiques, puis se limiterait à 1,4% en 2024 avant d'enregistrer une contraction de 0,2% en 2025, en raison de la dissipation de l'effet de l'impulsion budgétaire et du resserrement des conditions monétaires.

Sur les marchés des matières premières, la forte volatilité des cours de l'énergie devrait se poursuivre, alimentée notamment par l'enlisement de la guerre en Ukraine et l'incertitude liée au conflit au Moyen-Orient. Pour le pétrole en particulier, les prix sont révisés à la hausse à 83,1 dollars le baril du Brent en 2023 et à 87,3 dollars en 2024 puis à 86,6 dollars en 2025. Concernant le charbon, son prix resterait élevé, favorisé en cela par la réduction de l'approvisionnement en gaz naturel, en particulier en Europe. Pour ce qui est du gaz naturel sur le marché européen, les projections de la Banque mondiale d'octobre 2023 tablent sur un recul sensible du prix à court et à moyen termes.

S'agissant du phosphate et dérivés, après les pics enregistrés en 2022, leurs cours devraient globalement s'inscrire en baisse à l'horizon de 2025. Pour ce qui est des denrées alimentaires, l'indice FAO devrait reculer en moyenne de 14,7% en 2023 puis de 0,6% en 2024, avant d'augmenter de 3,5% en 2025.

Dans ces conditions, les pressions inflationnistes continueraient de s'atténuer à moyen terme. Aux Etats-Unis, l'inflation poursuivrait sa baisse, reflétant notamment les replis des cours internationaux des matières premières et la décélération attendue de la hausse des prix des services d'habitation. De même, dans la zone euro, elle devrait continuer à décélérer.

Dans ce contexte, la BCE et la FED ont décidé, à l'issue de leurs dernières réunions, de maintenir inchangée l'orientation de leurs politiques monétaires.

Au niveau national, au plan du commerce extérieur, après la forte dynamique des deux dernières années, les importations afficheraient un recul de 2,6%, tiré par l'allègement prévu de la facture énergétique, et les exportations connaîtraient une quasi-stabilité intégrant notamment un repli des ventes du phosphate et dérivés et une hausse des expéditions du secteur automobile. Les recettes voyages devraient, pour leur part, s'accroître de 13,2% et les transferts des MRE se consolider à un niveau élevé proche de celui enregistré en 2022. Le déficit du compte courant devrait ainsi terminer l'année à 1,6% du PIB, après 3,5% en 2022. Par ailleurs, les recettes d'IDE reviendraient à l'équivalent de 2,3% du PIB contre 3% en 2022.

A moyen terme, le rythme des échanges commerciaux de biens s'accélélerait, avec des hausses prévues de 6,8% en 2024 et de 7,3% en 2025 des exportations, portées par la poursuite de la dynamique du secteur automobile, et des augmentations respectives de 4,2% et 8,2% des importations. En parallèle, les recettes voyages connaîtraient une quasi-stabilité à 106 milliards de dirhams en 2024 avant d'atteindre 112,4 milliards en 2025, en lien avec l'accélération prévue de la croissance dans la zone euro, principal marché émetteur vers le Maroc. De même, les transferts des MRE, dont l'évolution reste entourée de fortes incertitudes, demeurerait à des niveaux élevés de 115 milliards en 2024 et de 120 milliards en 2025. Le déficit du compte courant devrait ainsi se situer à 2,5% puis à 3,8% du PIB au cours des deux prochaines années. Concernant les recettes d'IDE, les projections tablent sur une hausse à l'équivalent de 3% du PIB à moyen terme.

Sous l'hypothèse notamment de la concrétisation des financements extérieurs prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve termineraient l'année à 360,9 milliards de dirhams à fin 2023, avant de se stabiliser en 2024 et se situer à 372,1 milliards à fin 2025. En termes de couverture en importations de biens et services, elles représenteraient l'équivalent de 5 mois et 16 jours en 2023, et l'équivalent de 5 mois et 2 jours puis 5 mois et 6 jours d'importations les deux années suivantes respectivement.

Au niveau des finances publiques, le déficit budgétaire devrait poursuivre son atténuation, en liaison en particulier avec la consolidation des recettes fiscales et la mobilisation de financement spécifique. En effet, après s'être établi à 5,2% du PIB en 2022, il devrait se situer, selon les projections de BAM, à 4,8% du PIB en 2023, en révision à la baisse de 0,3 point de pourcentage par rapport à l'exercice de septembre, incorporant notamment les réalisations budgétaires à fin novembre. Sur le reste de l'horizon, et tenant compte des éléments de la LF 2024 et de la programmation budgétaire pluriannuelle 2024-2026 ainsi que des projections économiques de BAM, le déficit budgétaire devrait s'établir à 4,5% du PIB en 2024 et à 3,9% en 2025.

S'agissant des conditions monétaires, le crédit bancaire au secteur non financier progresserait de 2,6% en 2023 et autour de 4,6% en 2024 et en 2025. Pour sa part, après sa dépréciation en 2022, le taux de change effectif réel devrait connaître une appréciation en 2023 qui se poursuivrait à moyen terme.

Après un bond à 8% en 2021 et une décélération à 1,3% en 2022, la croissance de l'économie nationale devrait s'établir à 2,7% cette année, en légère révision à la baisse par rapport aux prévisions de septembre. Cette évolution recouvre, du côté de l'offre, un accroissement de 2,5% de la valeur ajoutée non agricole et une augmentation de 5% de celle du secteur agricole, tenant compte notamment d'une récolte céréalière de 55,1 MQx au titre de la campagne agricole 2022-2023. Du côté de la demande, la croissance serait essentiellement tirée par les exportations nettes alors que la demande intérieure resterait faible.

A moyen terme, la croissance devrait s'accélérer à 3,2% en 2024 puis se consolider à 3,4% en 2025, reflétant une poursuite de l'amélioration des activités non agricoles et un retour à des récoltes céréalières moyennes de 70 MQx. Du côté de la demande, sa composante intérieure devrait s'améliorer sur le reste de l'horizon, tandis que la contribution des exportations nettes ressortirait quasi-nulle.

Dans ce contexte, après avoir enregistré un taux de 6,6% en 2022, l'inflation devrait revenir à 6,1% en moyenne pour l'année en cours, et sa composante sous-jacente décélérerait de 6,6% à 5,6%. Sur le reste de l'horizon, le ralentissement de l'inflation se poursuivrait à un rythme plus rapide que prévu en septembre, pour ressortir à 2,4% en 2024 et en 2025 et sa composante sous-jacente se situerait quasiment au même niveau sur cet horizon.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

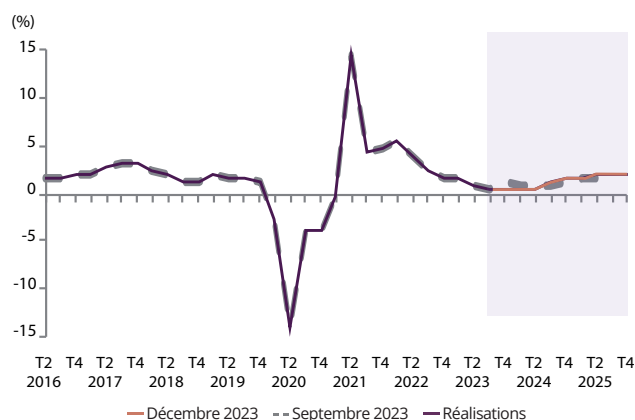
Poursuite du ralentissement de l'économie mondiale

Malgré l'atténuation des pressions inflationnistes et la relative résilience de certaines économies, la croissance de l'économie mondiale devrait poursuivre sa décélération, revenant de 3,1% cette année à 2,4% en 2024, avant de s'améliorer à 2,8% en 2025.

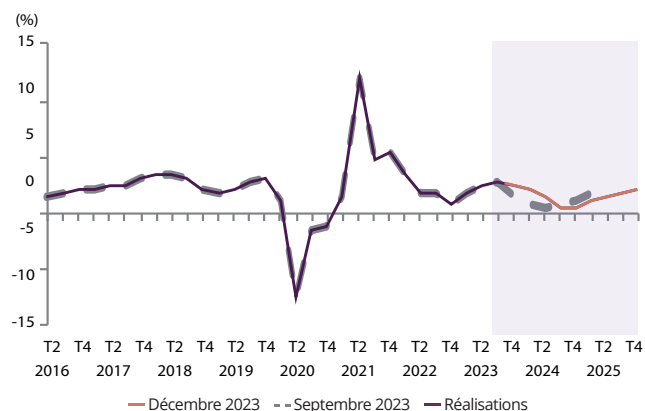
Aux Etats-Unis, l'économie devrait croître de 2,4% cette année, mais devrait néanmoins ralentir à 1,1% en 2024, à mesure que l'impulsion budgétaire s'estompe et que l'effet des conditions monétaires et financières restrictives se poursuit. En 2025, la croissance s'améliorerait à 1,7%. Dans la zone euro, le resserrement des conditions monétaires et financières continue de peser sur l'activité, en particulier dans le secteur manufacturier et celui des services. La croissance se limiterait à 1% en 2023 et à 0,9% en 2024, avant de s'améliorer à 1,9% en 2025, soutenue notamment par la reprise de la consommation et de l'investissement. Au Royaume-Uni, la forte hausse des taux d'intérêt et du coût de la vie pèse sur la croissance qui serait limitée à 0,5% en 2023 et à 0,4% en 2024, avant de s'accélérer à 1,9% en 2025 avec l'assouplissement prévu de la politique monétaire. Pour sa part, l'économie japonaise devrait croître de 1,8% en 2023, tirée par la reprise du tourisme et des exportations automobiles ainsi qu'une hausse des dépenses intérieures. Au cours des deux prochaines années, elle devrait pâtir de l'affaiblissement de la demande extérieure et de l'impact des problèmes démographiques sur la productivité, avec une décélération à 1,1% en 2024 puis à 0,6% en 2025.

Dans les principaux pays émergents, l'économie chinoise devrait croître de 5,2% cette année, soutenue par les mesures de relance publique, mais devrait décélérer à moins de 5% à moyen terme, passant de 4,5% en 2024 à 4,8% en 2025. Il est à noter que le FMI table sur un ralentissement graduel du rythme de l'activité pour osciller autour de 3,5% d'ici 2028, le vieillissement de la population et l'affaiblissement de la productivité continuant de peser sur l'activité. Pour sa part, l'économie indienne afficherait une croissance de 6,7% en 2023, soutenue principalement par la vigueur des investissements publics et le renforcement de la demande intérieure, mais devrait revenir à 5,9% en 2024 avant de s'accélérer de 6,3% en 2025. S'agissant du Brésil, la croissance s'établirait à 3,3% en 2023, portée notamment par une forte production agricole, avant de reculer à 1,3% en 2024 puis à 1,8% en 2025 en raison d'une politique monétaire restrictive et de termes de l'échange moins favorables. En Russie, l'économie s'accroîtrait de 3,3% cette année tirée par la hausse des dépenses publiques. Elle devrait néanmoins se limiter à 1,4% en 2024, avant d'enregistrer une nouvelle mais légère contraction de 0,2% en 2025, en raison notamment de la dissipation de l'effet de l'impulsion budgétaire et du resserrement des conditions monétaires.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : GPMN, novembre 2023.

Tendance globale au ralentissement de l'inflation

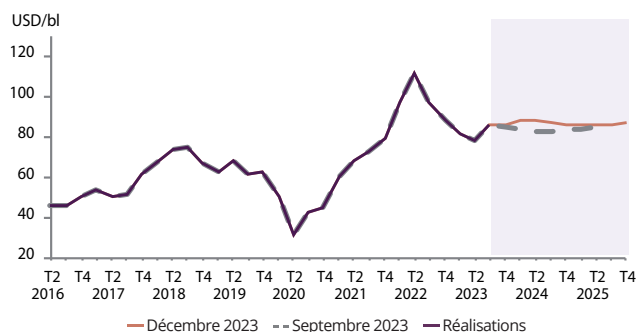
S'agissant des matières premières, la forte volatilité des cours de l'énergie devrait se poursuivre, alimentée par l'incertitude liée à l'enlisement de la guerre en Ukraine et au conflit au Moyen-Orient. Pour le pétrole en particulier, le prix du Brent ressortirait en baisse de 98,9 dollars le baril en 2022 à 83,1 dollars cette année puis se situerait à 87,3 dollars en 2024, avant une légère baisse à 86,6 dollars en moyenne en 2025. S'agissant du charbon, après la baisse observée en 2023, son prix connaîtrait une certaine stabilisation, favorisé en cela par la réduction de l'approvisionnement en gaz naturel, en particulier en Europe. Il ressortirait à 128,4 USD/t en 2023, puis reculerait à 124,6 USD/t en 2024 et à 122 USD/t en 2025. Pour ce qui est du gaz naturel sur le marché européen, les projections de la Banque mondiale d'octobre 2023 tablent sur un recul sensible du prix à 13 USD/mmbtu en 2023 et une quasi-stabilité autour de ce niveau en 2024 et en 2025.

Concernant le phosphate et dérivés, les dernières projections de la Banque mondiale indiquent que les prix devraient globalement s'inscrire en baisse, en lien en partie avec le recul des prix des intrants, notamment ceux du gaz. Ainsi, les cours diminueraient de 772 USD/t en 2022 à 540 USD/t en 2023 pour le DAP et de 716 USD/t à 480 USD/t pour le TSP. Cette tendance se poursuivrait, avec des baisses des prix à 450 USD/t en 2024 puis à 400 USD/t en 2025 pour le DAP et à 400 USD/t puis à 350 USD/t respectivement pour le TSP. Quant au phosphate brut, son prix passerait à 340 USD/t en 2023, puis reviendrait à 290 USD/t en 2024 et à 250 USD/t en 2025.

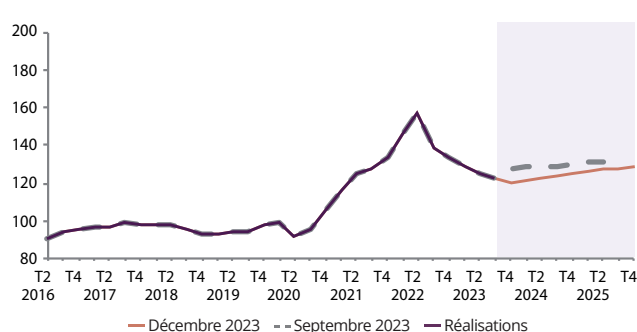
Pour leur part, les prix des denrées alimentaires (Indice FAO) ont enregistré en novembre une stagnation en glissement mensuel et un repli de 10,6% d'une année à l'autre, traduisant principalement une baisse des cours des céréales et de la viande. Ainsi, après la forte hausse de 14,3% en 2022, ils devraient reculer en moyenne de 14,7% en 2023, puis de 0,6% en 2024, avant d'augmenter de 3,5% en 2025. Concernant le blé dur américain, son prix s'est établi à 283,6 USD/t en novembre, en repli de 4,9% en glissement mensuel et de 32,9% en glissement annuel.

Dans ces conditions, les pressions inflationnistes devraient poursuivre leur atténuation sur l'horizon de prévision, l'inflation mondiale devant revenir de 7,3% en 2022 à 4,8% en 2023, à 3,6% en 2024 puis à 2,9% en 2025. Aux Etats-Unis, après un pic de 8% en 2022, l'inflation ralentirait à 4,1% en 2023, à 2,7% en 2024 puis à 2,2% en 2025, tirée notamment par la baisse des cours internationaux des matières premières et la décélération attendue de la hausse des prix des services d'habitation. De même, dans la zone euro, elle devrait décélérer à 5,5% en 2023. Cette tendance baissière devrait se poursuivre à 2,5% en 2024 et à 1,7% en 2025, avec la persistance de l'effet du resserrement monétaire et la dissipation de la pression sur les cours internationaux des matières premières. S'agissant de la Chine, l'inflation continue d'évoluer à des taux proches de zéro et devrait ressortir à 0,4% en 2023, notamment en raison de la baisse des prix des produits alimentaires et de la faible reprise de la consommation. Elle devrait s'accélérer à 1% en 2024 puis à 1,9% en 2025, reflétant une hausse de la demande intérieure.

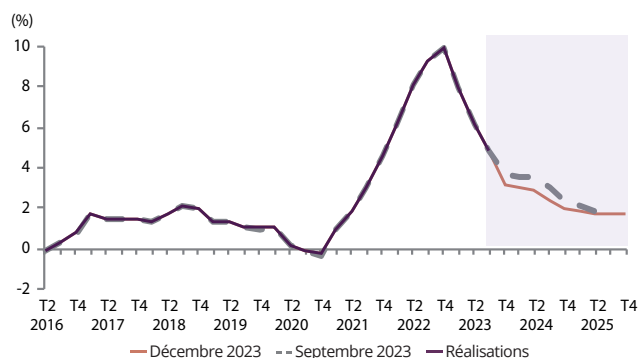
Graphique 7.3 : Prix du Brent



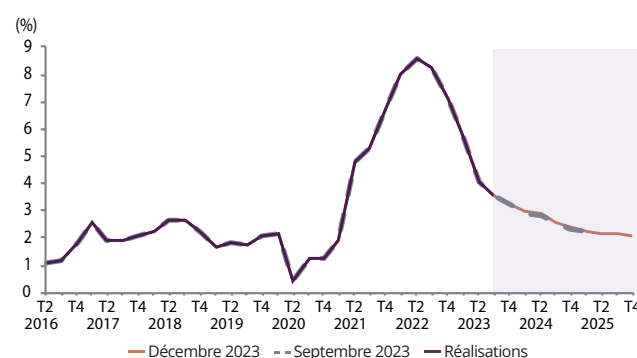
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2014-2016=100)



Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis



Source : GPMN, novembre 2023.

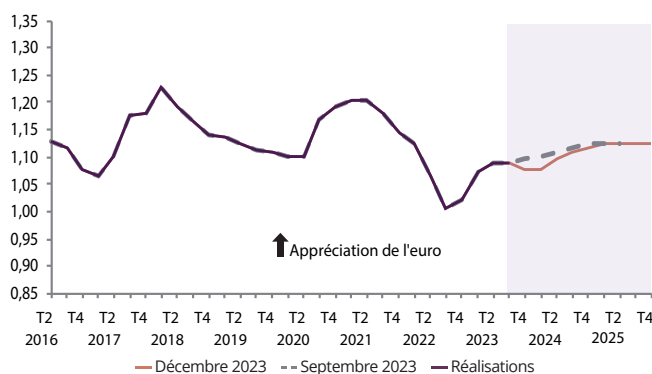
Maintien des taux directeurs inchangés aussi bien pour la BCE que pour la FED

A l'issue de sa réunion du 14 décembre, la BCE a gardé inchangés ses trois taux d'intérêt directeurs, en maintenant à 4,5% celui des opérations principales de refinancement, tout en indiquant que l'inflation devrait reculer graduellement au cours de 2024, avant de se rapprocher de l'objectif de 2% en 2025. Parallèlement, elle a souligné que les taux d'intérêt directeurs se situent à des niveaux qui, maintenus pendant une durée suffisamment longue, contribueront fortement à atteindre son objectif. S'agissant du portefeuille du programme d'achats d'actifs (APP), il se contracte à un rythme mesuré et prévisible, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance. Quant au Programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), elle entend mettre un terme aux réinvestissements fin 2024.

La FED a de nouveau décidé, à l'issue de sa réunion des 12 et 13 décembre, de maintenir la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [5,25%-5,50%] et ce, dans un contexte de modération des créations d'emplois et de décélération de l'inflation qui demeure toutefois élevée. En parallèle, le Comité a annoncé qu'il va continuer à réduire les avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires. En outre, il a indiqué qu'il continuera de surveiller les implications des nouvelles données sur les perspectives économiques. Il serait disposé à ajuster l'orientation de sa politique monétaire en cas de risque susceptible d'entraver la réalisation de ses objectifs.

Sur les marchés de change, après sa forte appréciation en 2022, le dollar devrait se déprécier face à l'euro sur l'horizon de prévision, impacté notamment par la diminution du différentiel des taux. L'euro devrait ressortir à 1,08 dollar cette année, à 1,10 en 2024 puis à 1,12 en 2025.

Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, novembre 2023.

Une production céréalière de 55,1 MQx pour la campagne agricole 2022/2023 et récoltes moyennes pour 2023/2024 et 2024/2025

Pour la campagne 2022/2023, la récolte céréalière définitive s'est établie, selon le Département de l'Agriculture, à 55,1 millions de quintaux (MQx), en hausse de 62% par rapport à la campagne précédente et en baisse de 15% comparativement à la moyenne des cinq dernières années. Pour les cultures hors céréalières, la production s'est contractée de 40% pour les agrumes, de 45% pour les olives et de 21% pour les dattes. S'agissant de la branche de l'élevage, le Département de l'Agriculture a fait état d'une augmentation de la production de 1,4% pour la viande blanche et de 6,7% pour le miel ainsi qu'une diminution de 5% pour le lait. Tenant compte de l'ensemble de ces évolutions, et en absence de nouvelles données par rapport à l'exercice de prévision de septembre, la projection de la croissance agricole pour 2023 est restée inchangée à 5%.

Pour les campagnes 2023/2024 et 2024/2025, et sous les hypothèses de récoltes céréalières moyennes de 70 MQx et de l'évolution tendancielle des autres cultures, la valeur ajoutée agricole devrait croître de 5,9% en 2024, soit une prévision similaire à celle de septembre. En 2025, elle devrait augmenter de 2%.

7.2 Projections macroéconomiques

Reprise des échanges extérieurs à moyen terme et consolidation des niveaux élevés des recettes voyages et des transferts des MRE

Tenant compte des nouvelles hypothèses relatives à l'environnement international, des prévisions macroéconomiques de BAM ainsi que des réalisations à fin octobre 2023, le déficit du compte courant devrait s'alléger de 3,5% du PIB en 2022 à 1,6% en 2023 avant de se situer à 2,5% en 2024 puis à 3,8% en 2025.

En 2023, les importations devraient enregistrer une contraction de 2,6%, recouvrant des reculs de la facture énergétique et des achats de demi-produits et des augmentations des acquisitions de biens d'équipement et de biens de consommation. En parallèle, les exportations devraient quasiment se stabiliser, intégrant notamment un repli des ventes de phosphate et dérivés et une hausse des expéditions du secteur automobile. S'agissant des recettes voyages, et tenant compte notamment de leur progression de 20,7% à fin octobre 2023, elles devraient atteindre 106 milliards sur l'ensemble de l'année, en amélioration de 13,2%. Les transferts des MRE devraient, pour leur part, rester à des niveaux élevés atteignant 112,8 milliards de dirhams après 110,7 milliards en 2022. Concernant les recettes d'IDE, tenant compte notamment de leur niveau relativement faible à fin octobre, elles devraient se chiffrer à 33,2 milliards de dirhams en fin d'année, soit l'équivalent de 2,3% du PIB.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve (AOR) devraient se renforcer à 360,9 milliards de dirhams à fin 2023, assurant l'équivalent de 5 mois et 16 jours d'importations de biens et services.

A moyen terme, les exportations augmenteraient de 6,8% en 2024 et de 7,3% en 2025, reflétant essentiellement la poursuite de la performance attendue du secteur automobile, sous l'hypothèse de la concrétisation de l'augmentation des capacités de production annoncée par les principaux constructeurs installés au Maroc. Les exportations de phosphate et dérivés devraient, pour leur part, accuser une baisse en 2024, tirée par le recul prévu des prix, avant d'afficher une augmentation en 2025, sous l'effet combiné d'une hausse des quantités expédiées et d'une atténuation de la baisse des prix à l'export. S'agissant des importations, elles devraient augmenter de 4,2% en 2024, sous l'effet notamment d'un alourdissement de la facture énergétique et d'une hausse des acquisitions de demi-produits. En 2025, leur rythme devrait s'accélérer à 8,2%, reflétant notamment des accroissements des achats de demi-produits et de biens de consommation, la facture énergétique devant s'alourdir de 2,6%.

En parallèle, les recettes voyages connaîtraient une quasi-stabilité à 106 milliards de dirhams en 2024 avant d'enregistrer une amélioration de 6,5% à 112,4 milliards en 2025, favorisée par l'accélération prévue de la croissance dans la zone euro, principal marché émetteur vers le Maroc. De même, les transferts des MRE, dont l'évolution reste entourée de fortes incertitudes, demeureraient à des niveaux élevés, avoisinant 115 milliards en 2024 et 120 milliards en 2025. Concernant les recettes d'IDE, elles devraient évoluer à niveau équivalent à 3% du PIB à moyen terme.

Tenant compte des hypothèses des tirages extérieurs du Trésor ainsi que des remboursements prévus, les AOR devraient se stabiliser à 360,9 milliards à fin 2024 avant de se situer à 372,1 milliards en 2025, assurant l'équivalent de 5 mois et 2 jours et 5 mois et 6 jours d'importations de biens et services respectivement.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

Variation (en %), sauf indication contraire	Réalizations					Prévisions			Ecart (déc./sept.)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2023	2024
Exportations de biens (FAB)	10,7	3,3	-7,5	25,2	30,1	-0,7	6,8	7,3	-1,0	1,0
Importations de biens (CAF)	9,9	2,0	-13,9	25,0	39,5	-2,6	4,2	8,2	-2,5	2,0
Recettes voyages	1,2	7,8	-53,7	-5,1	170,8	13,2	-0,5	6,5	-10,2	4,4
Transferts des MRE	-1,5	0,1	4,8	40,1	16,0	1,9	1,9	4,4	-0,6	-1,7
Solde du compte courant (en % PIB)	-4,9	-3,4	-1,2	-2,3	-3,5	-1,6	-2,5	-3,8	0,4	-0,4
Avoirs officiels de réserve en mois d'importations de biens et services	5,4	6,9	7,1	5,3	5,4	5,5	5,1	5,2	0,0	-0,4

Sources : Données de l'Office des Changes et prévisions BAM.

Poursuite du creusement du besoin de liquidité des banques et croissance modérée du crédit au secteur non financier sur l'horizon de prévision

Le déficit de liquidité bancaire devrait continuer de se creuser pour s'établir à 92,6 milliards de dirhams à fin 2023 à 121,3 milliards en 2024 et à 137,7 milliards en 2025, tiré par la persistance de la forte progression de la monnaie fiduciaire de 10% en 2023 et de 6,5% en moyenne en 2024 et 2025. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte de son évolution à fin octobre, des projections macroéconomiques et des anticipations du système bancaire, il progresserait de 2,6% en 2023 avant de s'accélérer à 4,6% en 2024 et à 4,7% en 2025. Dans ces conditions, et en ligne avec l'évolution prévue des autres contreparties de la masse monétaire, l'agrégat M3 devrait augmenter de 5,4% en 2023, de 5,3% en 2024 et de 6,1% en 2025.

Pour sa part, après sa dépréciation en 2022, le taux de change effectif réel (TCER) devrait s'apprécier de 0,8% en 2023, résultat d'une inflation domestique supérieure à celle des pays partenaires et concurrents commerciaux, le taux effectif nominal devant rester stable. Cette appréciation devrait se poursuivre à moyen terme, avec des taux de 1,1% et 0,6% respectivement, en lien essentiellement avec l'appréciation de sa valeur en termes nominaux.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations					Prévisions			Ecart (déc./sept.)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2023	2024
Crédit bancaire au secteur non financier	3,1	5,5	4,2	2,9	7,9	2,6	4,6	4,7	-0,6	0,0
M3	4,1	3,8	8,4	5,1	8,0	5,4	5,3	6,1	-0,9	0,3
Besoin de liquidité, en MMDH	-69,7	-64,6	-74,6	-64,4	-86,6	-92,6	-121,3	-137,7	4,6	-8,3

Atténuation du déficit budgétaire sur l'horizon de prévision

Après s'être établi à 5,2% du PIB en 2022, le déficit budgétaire devrait se situer, selon les prévisions de BAM, à 4,8% du PIB en 2023, en révision à la baisse par rapport à l'exercice de septembre, avant de s'atténuer à 4,5% du PIB en 2024 et à 3,9% en 2025. Ces projections tiennent compte des réalisations budgétaires à fin novembre, des actualisations du MEF de la LF 2023, de la LF 2024 et de la programmation budgétaire triennale 2024-2026 (PBT).

En 2023, les ressources fiscales devraient s'améliorer de 1,9%, recouvrant principalement les hausses de 1% des rentrées des impôts directs, ajustées à la baisse par rapport à septembre tenant compte en particulier d'une progression limitée du produit de l'IS, et de 1,8% des rentrées des impôts indirects avec des augmentations de 20,3% des recettes de la TVA à l'intérieur et de 0,7% de celles de la TIC. De même, les recettes non fiscales s'amélioreraient de 13,6%, avec un bond de 53,4% des versements en provenance des EEP et la mobilisation de 25 milliards issus des mécanismes de financement spécifiques. Les dons CCG devraient avoisiner 700 millions de dirhams, soit le double du montant prévu initialement par la LF 2023. En parallèle, les dépenses ordinaires devraient s'alourdir de 2,8%, traduisant des accroissements de 8% des dépenses de biens et services et de 11,1% des charges en intérêts de la dette, alors que celles de compensation devraient s'alléger de 29,5% à 29,7 milliards en raison du recul, en glissement annuel, des cours du gaz à l'international. Les dépenses d'investissement en termes d'émissions devraient, quant à elles, s'élever à 103,7 milliards, contre 91 milliards initialement programmés dans la LF, soit une progression de 10,5% d'une année à l'autre.

En 2024, les recettes fiscales s'amélioreraient de 5,7%, reflétant un accroissement de 1,5% des collectes des impôts directs, avec une hausse du produit de l'IR et un repli de celui de l'IS, ainsi qu'un renforcement de 9,7% des rentrées des impôts indirects, attribuable essentiellement à l'augmentation de celles de la TVA. S'agissant des recettes non fiscales, elles devraient afficher une progression de 9% à 60,3 milliards, tirées essentiellement par celles provenant des mécanismes de financement spécifiques qui sont prévues à hauteur de 35 milliards au lieu de 30 milliards dans la programmation budgétaire triennale de 2023-2025, tandis que les recettes en provenance des EEP accuseraient une baisse de 3,4% par rapport à 2023. Pour leur part, les dépenses ordinaires devraient s'alourdir de 4,4%, traduisant des augmentations de 7,4% de celles en biens et services et de 17,1% des charges en intérêts de la dette, alors que celles de compensation devraient se contracter de 42,9% à 17 milliards, tenant compte d'une mise en œuvre progressive de la décompensation. De leur côté, les dépenses d'investissement devraient régresser de 3,3% à 100,3 milliards, soit l'équivalent de 6,5% du PIB.

En 2025, le produit fiscal augmenterait de 5,8% d'une année à l'autre, reflétant la progression prévue de toutes les catégories d'impôts et taxes. En effet, les rentrées des impôts directs devraient enregistrer une hausse de 7,3% et celles des impôts indirects gagneraient 4,6%. Les recettes des droits de douane et des droits d'enregistrement et de timbre s'accroîtraient respectivement de 12,4% et de 1,5%. De même, les ressources non fiscales devraient s'améliorer de 2,6% par rapport à 2024, tenant compte de l'encaissement de 35 milliards au titre des mécanismes de financement spécifiques. Les recettes provenant des EEP devraient, quant à elles, reculer de 3,7% à 18,8 milliards. En regard, les dépenses ordinaires augmenteraient de 3,3%, en liaison notamment avec les alourdissements de 4,6% des dépenses de biens et services et de 9,6% des charges en intérêts de la dette, alors que celles de compensation poursuivraient leur tendance baissière sous l'effet de la décompensation partielle, pour se situer à 11,5 milliards. Pour leur part, les dépenses d'investissement progresseraient de 1,1% à 101,4 milliards, soit l'équivalent de 6,3% du PIB.

Relative amélioration de la croissance en 2023 et accélération à moyen terme

Après le bond à 8% en 2021 et une décélération à 1,3% en 2022, la croissance de l'économie nationale devrait s'établir à 2,7% cette année, en révision à la baisse de 0,2 point de pourcentage comparativement aux projections de septembre, tenant compte principalement des réalisations moins importantes qu'attendu au deuxième trimestre. Cette évolution recouvre, du côté de l'offre, un accroissement de 2,5% de la valeur ajoutée non agricole, tiré principalement par les secteurs non marchands et une

augmentation de 5% de celle du secteur agricole, tenant compte notamment d'une récolte céréalière de 55,1 MQx au titre de la campagne agricole 2022-2023. Du côté de la demande, la croissance serait essentiellement portée par les exportations nettes alors que la demande intérieure resterait faible.

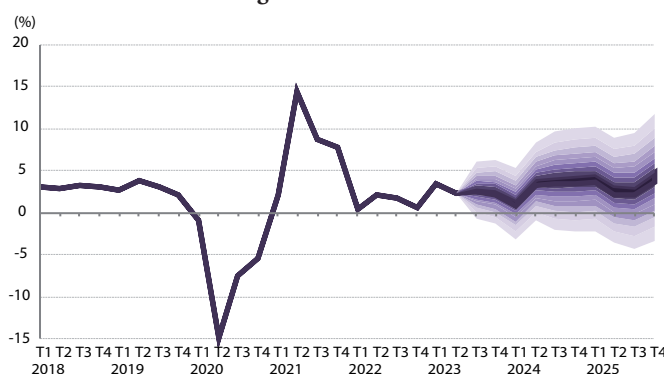
A moyen terme, la croissance devrait s'accélérer à 3,2% en 2024 puis se consolider à 3,4% en 2025, reflétant une progression de 5,9% et 2% respectivement de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à des campagnes agricoles céréalières moyennes. Pour les secteurs non agricoles, leur valeur ajoutée poursuivrait son amélioration avec des hausses de 2,7% en 2024 et de 3,7% en 2025. Du côté de la demande, cette évolution serait portée principalement par sa composante intérieure qui devrait s'améliorer sur le reste de l'horizon, tandis que la contribution des exportations nettes ressortirait quasi-nulle. En effet, les exportations de biens et services en volume devraient revenir à leur rythme d'avant crise, à la faveur notamment de la dynamique du secteur automobile. En parallèle, les importations se renforceraient, reflétant le raffermississement attendu de la demande intérieure.

Tableau 7.3 : Croissance économique

Variation en %	Réalizations					Prévisions			Ecart (déc./sept.)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2023	2024
Croissance nationale	3,1	2,9	-7,2	8,0	1,3	2,7	3,2	3,4	-0,2	0,0
VA agricole	5,6	-5,0	-8,1	19,5	-12,9	5,0	5,9	2,0	0,0	0,0
VA non agricole	2,8	4,0	-6,9	6,3	3,0	2,5	2,7	3,7	-0,1	-0,3

Sources : Données du HCP et prévisions BAM.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T3 2023 - T4 2025), en glissement annuel *



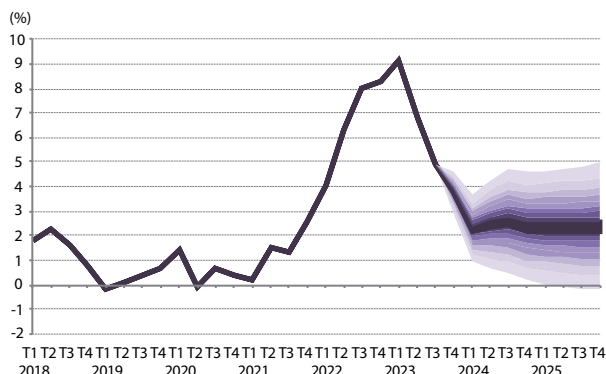
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

L'inflation reviendrait à des niveaux modérés dès 2024

Après avoir enregistré un taux de 6,6% en 2022, l'inflation devrait ressortir à 6,1% en moyenne pour l'année en cours, en révision à la hausse de 0,1 point de pourcentage par rapport aux prévisions de septembre. Sa composante sous-jacente devrait décélérer de 6,6% à 5,6%, prévision maintenue inchangée. De même, les prix des carburants et lubrifiants accuseraient un repli de 2,4%, en révision à la hausse de 0,5 pp par rapport à la prévision de septembre. En revanche, les prix des produits alimentaires volatils s'accroîtraient de 19,1% après 11,1% en 2022, portés par les augmentations enregistrées durant les derniers mois. Quant aux tarifs réglementés, ils afficheraient un accroissement de 0,8% en 2023, compte tenu notamment de l'effet du relèvement de la TIC appliquée aux tarifs des tabacs.

A moyen terme, la décélération de l'inflation se poursuivrait à un rythme plus rapide que prévu en septembre, pour ressortir à 2,4% en 2024 et en 2025. De même, sa composante sous-jacente devrait enregistrer une nette décélération à 2,4% en 2024 puis à 2,3% en 2025. Pour les prix des produits alimentaires à prix volatils, ils devraient se stabiliser les deux prochaines années. En revanche, les prix des carburants et lubrifiants devraient s'accroître de 5,3% en 2024 puis se stabiliser en 2025. Concernant les tarifs réglementés, ils connaîtraient une hausse de 3,3% en 2024 et de 4,3% en 2025, tenant compte de l'effet de la décompensation graduelle des produits subventionnés.

Graphique 7.9: Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T4 2023 - T4 2025)*



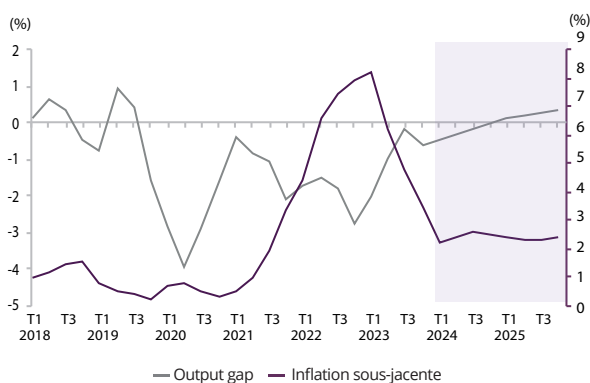
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente

Variation en %	Réalizations					Prévisions				Ecart (déc./sept.)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Horizon de 8 trimestres (T4-2023 au T3-2025)	2023	2024
Inflation	1,6	0,2	0,7	1,4	6,6	6,1	2,4	2,4	2,6	0,1	-0,2
Inflation sous-jacente	1,3	0,5	0,5	1,7	6,6	5,6	2,4	2,3	2,5	0,0	0,1

Sources : Données du HCP, calculs et prévisions BAM.

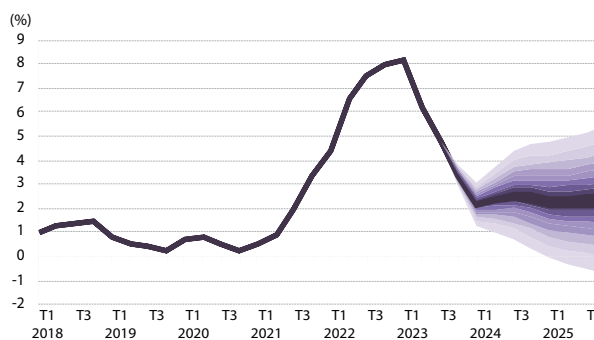
Graphique 7.10 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap



* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Sources : Données du HCP, calculs et prévisions BAM.

Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T4 2023 - T4 2025)*



7.3 Balance des risques

Les risques pesant sur les perspectives demeurent élevés avec une balance orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation. En effet, la persistance des répercussions de la guerre en Ukraine et le risque d'élargissement du conflit israélo-palestinien pourraient engendrer une décélération plus prononcée de l'activité économique mondiale et une perturbation des approvisionnements en énergie qui se traduirait par une hausse des cours des matières premières.

Au plan national, les risques sur l'activité sont liés principalement au déroulement de la campagne agricole et l'aggravation du stress hydrique. En revanche, les efforts pour dynamiser l'investissement et les chantiers d'envergure lancés par le Royaume renforcent l'optimisme quant à un rythme plus prononcé de l'activité économique à moyen et long termes. Quant à l'inflation, malgré la décélération plus rapide que prévu à l'international, les risques entourant ses perspectives sont maintenus à la hausse. En effet, la survenance de sécheresses et l'aggravation du stress hydrique pourraient induire un renchérissement plus important des denrées alimentaires et par conséquent le maintien de l'inflation à un niveau élevé.

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

ANCFCC	: Agence Nationale de la Conservation Foncière, du Cadastre et de la Cartographie
ANRT	: Agence Nationale de la Règlementation des Télécommunications
AOR	: Avoirs officiels de réserve
APC	: Association Professionnelle des Cimentiers
AV 7 j	: Avances à 7 jours
AV 24 H	: Avances à 24 heures
BAD	: Banque Africaine de Développement
BAM	: Bank Al-Maghrib
BCE	: Banque Centrale Européenne
BCP	: Banque Centrale Populaire
BoE	: Banque d'Angleterre
BLS	: US Bureau of Labor Statistics
BTP	: Bâtiment et Travaux Publics
CCG	: Conseil de Coopération du Golfe
CIH	: Crédit Immobilier et Hôtelier
CMR	: Caisse Marocaine des Retraites
CNSS	: Caisse Nationale de Sécurité Sociale
CUT	: Coût Unitaire du Travail
CUTR	: Coût Unitaire du Travail Relatif
CVE	: Comité de Veille Economique
DAP	: Phosphate Diammonique
DJ	: Dow Jones
DTFE	: Direction du Trésor et des Finances Extérieures
EIA	: U.S. Energy Information Administration (Agence américaine d'information sur l'énergie)
ETI	: Entreprises de Taille Intermédiaire
ESI	: Economic Sentiment Indicator (Indicateur de climat économique)
EUROSTOXX	: Principal indice boursier européen
EUR	: EURO
FADES	: Fonds Arabe pour le Développement Economique et Social
FAO	: Food and Agriculture Organization (Organisation des Nations Unies pour l'alimentation et l'agriculture)
FBCF	: Formation Brute de Capital Fixe
FED	: Réserve fédérale des États-Unis
FD	: Facilité de dépôt
FMI	: Fonds Monétaire International
FTSE	: Financial Times stock exchanges
GPMN	: Global Projection Model Network
HCP	: Haut-Commissariat au Plan

ICM	: Indice de Confiance des Ménages
IDE	: Investissements directs étrangers
IMME	: Industries Mécaniques, Métallurgiques, Electriques et Electroniques
INAC	: Institut National d'Analyse et de Conjoncture
IPAI	: Indice des Prix des Actifs Immobiliers
IPC	: Indice des Prix à la Consommation
IPCX	: Indice de l'Inflation sous-jacente
IPCXE	: Indice des prix des biens échangeables inclus dans l'IPCX
IPCXNE	: Indice des prix des biens non échangeables inclus dans l'IPCX
IPM	: Indice des Prix à l'importation
IPPI	: Indice des prix à la production industrielle
IR	: Impôt sur le Revenu
ISM	: Indice américain du secteur manufacturier
ISMP	: Indice des Salaires Moyen dans le secteur Privé
Libor-OIS	: London Interbank Offered Rate-Overnight Indexed Swap
LPL	: Ligne de Précaution et de Liquidité
MEFRA	: Ministère de l'Economie et des Finances et de la Réforme de l'Administration
MASI	: Morocco All Shares Index
MSCI EM	: Morgan Stanley Capital International, Emerging Markets
MRE	: Marocains résidant à l'étranger
OC	: Office des changes
OCDE	: Organisation de Coopération et de Développement Economique
OCP	: Office Chérifien des Phosphates
OMPIC	: Office Marocain de la Propriété Industrielle et Commerciale
ONEE	: Office National d'Electricité et de l'Eau Potable
OPCVM	: Organisme de placement collectif en valeurs mobilières
PIB	: Produit Intérieur Brut
SMIG	: Salaire minimum interprofessionnel garanti
TCER	: Taux de change effectif réel
TCN	: Titres de créances négociables
TIB	: Taux Interbancaire
TGR	: Trésorerie Générale du Royaume
TPME	: Très petites, Petites et Moyennes Entreprises
TSP	: Triple Super Phosphate
TUC	: Taux d'Utilisation des Capacités de Production
TVA	: Taxe sur la Valeur Ajoutée
UE	: Union Européenne
USD	: Dollar Américain
VA	: Valeur ajoutée
WTI	: West Texas Intermediate

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1 : Evolution de quelques indicateurs avancés de l'activité aux Etats-Unis et dans la zone euro.....	17
Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées	18
Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX	18
Graphique 1.4 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans	18
Graphique 1.5 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	18
Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar	19
Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent et du Gaz naturel-Europe.....	20
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie	20
Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés	20
Graphique 1.10 : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	21
Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile à fin octobre.....	22
Graphique 2.2 : Evolution des recettes voyages.....	24
Graphique 2.3 : Evolution des transferts des MRE.....	25
Graphique 3.1 : Taux interbancaire	26
Graphique 3.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	27
Graphique 3.3 : Coût de financement des banques	27
Graphique 3.4 : Taux de change du dirham.....	28
Graphique 3.5 : Taux de change effectifs nominal et réel	28
Graphique 3.6 : Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire en glissement annuel	28
Graphique 3.7 : Crédit bancaire	29
Graphique 3.8 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	29
Graphique 3.9 : Offre et demande de crédit	29
Graphique 3.10 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme	30
Graphique 3.11 : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	30
Graphique 3.12 : Evolution de l'indice MASI	30
Graphique 3.13 : Evolution des indices sectoriels au troisième trimestre 2023	31
Graphique 3.14 : Evolution des levées des bons du Trésor	31
Graphique 3.15 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	32
Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances	34
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances	35
Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires	35
Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin novembre.....	35
Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin novembre	36
Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin novembre	36
Graphique 4.7 : Endettement du Trésor	37
Graphique 5.1 : Dépenses de consommation	39
Graphique 5.2 : PIB par composante	40
Graphique 5.3 : Contributions des branches d'activité à la croissance.....	40
Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé	41
Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels	41
Graphique 5.6 : Output-gap global	41

Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente	44
Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	44
Graphique 6.3 : Cours du Brent et indice des prix des carburants et lubrifiants	44
Graphique 6.4 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	45
Graphique 6.5 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	45
Graphique 6.6 : Part des produits dont l'évolution en glissement annuel dépasse 2%, 4% et 6%	45
Graphique 6.7 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	46
Graphique 6.8 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises	46
Graphique 6.9 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres.....	46
Graphique 6.10 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier	47
Graphique 6.11 : Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle, glissement annuel	47
Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro	52
Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis	52
Graphique 7.3 : Prix du Brent.....	53
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires	53
Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro	53
Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis	53
Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR.....	54
Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T3 2023 - T4 2025), en glissement annuel.....	58
Graphique 7.9: Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision	59
Graphique 7.10 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap	59
Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision	59

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel	16
Tableau 1.2 : Evolution du taux de chômage.....	17
Tableau 1.3 : Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés, en glissement annuel	21
Tableau 2.1 : Evolution des exportations par secteur.....	23
Tableau 2.2 : Evolution des importations par groupement d'utilisation de produits	24
Tableau 2.3 : Evolution de la balance des services	24
Tableau 2.4 : Evolution des investissements directs.....	25
Tableau 3.1 : Taux des bons du Trésor sur le marché primaire	27
Tableau 3.2 : Taux créditeurs	27
Tableau 3.3 : Taux débiteurs	27
Tableau 4.1 : Recettes ordinaires	34
Tableau 4.2 : Exécution des dépenses publiques	35
Tableau 4.3 : Financement du déficit.....	36
Tableau 4.4 : Endettement du Trésor	37
Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail	42
Tableau 6.1 : Evolution de l'inflation et de ses composantes.....	43
Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables.....	45



Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements	56
Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire	56
Tableau 7.3 : Croissance économique	58
Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente.....	59