



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 70 / 2024

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 19 MARS 2024

Dépôt légal : 2024/0033

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	17
1.1 Activité économique et emploi	17
1.2 Conditions monétaires et financières	18
1.3 Prix des matières premières et inflation	20
2. COMPTES EXTÉRIEURS	23
2.1 Balance commerciale	23
2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes	25
2.3 Compte financier	26
3. MONNAIE, CRÉDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS	28
3.1 Conditions monétaires	28
3.2 Prix des actifs	33
4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE	36
4.1 Recettes ordinaires	36
4.2 Dépenses	37
4.3 Déficit et financement du Trésor	38
5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL	42
5.1 Demande intérieure	42
5.2 Demande extérieure	43
5.3 Offre globale	44
5.4 Marché du travail et capacités de production	45
6. ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION	47
6.1 Évolution de l'inflation	47
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation	50
6.3 Anticipations de l'inflation	51
6.4 Prix à la production	52
7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME	53
Synthèse	53
7.1 Hypothèses sous-jacentes	56
7.2 Projections macroéconomiques	60
7.3 Balance des risques	64
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	65
LISTE DES GRAPHIQUES	67
LISTE DES TABLEAUX	68
LISTE DES ENCADRÉS	69

بنك المغرب
بنك المغرب بنوك المغرب

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.

بنك المغرب
بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 19 mars 2024

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 19 mars sa première réunion de l'année 2024.
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, en particulier, relevé la résilience globale de l'économie mondiale en 2023, malgré le resserrement monétaire et les tensions géopolitiques, ainsi que l'atténuation des pressions inflationnistes à un rythme plus rapide que prévu.
3. Au niveau national, après la décélération qu'elle aurait connue en 2023, la croissance non agricole devrait s'améliorer graduellement, soutenue notamment par les investissements publics, alors que la production agricole continue de pâtir de la récurrence des sécheresses et de l'accentuation du stress hydrique.
4. Pour ce qui est de l'inflation domestique, après le pic de 10,1% atteint en février 2023, elle s'est inscrite en baisse, revenant à 3,4% en décembre et terminant ainsi l'année 2023 avec une moyenne de 6,1% après 6,6% en 2022. Elle poursuivrait son ralentissement pour s'établir à 2,2% cette année et à 2,4% en 2025. Sa composante sous-jacente a suivi une trajectoire similaire, passant de 6,6% en 2022 à 5,6% en 2023, et devrait osciller autour de 2,3% cette année et en 2025.
5. Le Conseil a également pris note qu'après deux trimestres successifs de baisse, les anticipations d'inflation à moyen terme, telles qu'elles ressortent de l'enquête trimestrielle de BAM auprès des experts du secteur financier, ont connu une quasi-stabilité au premier trimestre de 2024. Sur le plan de la transmission de la politique monétaire, les taux débiteurs se sont stabilisés au dernier trimestre de 2023, l'accroissement total depuis le début du resserrement monétaire se maintenant ainsi à 112 points de base contre 150 points pour le taux directeur. La hausse des taux a concerné davantage les entreprises que les particuliers et a été moins importante pour les TPME que pour les grandes entreprises.
6. Le Conseil a aussi relevé les fortes incertitudes qui entourent les perspectives économiques et l'évolution de l'inflation en lien, au niveau international, avec les tensions géopolitiques et la tenue d'élections dans de nombreux pays et, au plan national, avec les conditions climatiques et le stress hydrique.
7. Au regard de l'ensemble de ces données, il a jugé que le niveau actuel de 3% du taux directeur reste approprié pour renforcer l'ancrage des anticipations d'inflation et soutenir son retour à des niveaux en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. En conséquence, il a décidé de le maintenir inchangé tout en continuant de suivre de près l'évolution de la conjoncture économique et de l'inflation.

8. Sur les marchés internationaux des matières premières, l'évolution des cours de l'énergie reste entourée de fortes incertitudes, alimentées par les tensions géopolitiques et les perturbations du transport maritime en Mer Rouge. Le prix du Brent passerait de 82,2 dollars le baril en 2023 à 81,2 dollars en moyenne cette année, en raison du ralentissement de la demande mondiale et de l'accroissement de l'offre dans les pays non-membres de l'OPEP, avant d'augmenter à 84,5 dollars en 2025. Pour les prix des denrées alimentaires, après la baisse sensible enregistrée en 2023, l'indice FAO marquerait un nouveau repli de 3,7% en 2024, avant de croître de 4,4% en 2025. Concernant le phosphate et ses dérivés d'origine marocaine, le prix du DAP reculerait de 589 dollars la tonne en 2023 à 543 dollars en 2024, avant de marquer une hausse à 575 dollars en 2025. Celui du phosphate brut devrait revenir de 271 dollars la tonne à 197 dollars puis à 162 dollars respectivement.
9. Dans ce contexte, l'inflation continuerait de ralentir dans les principales économies avancées. Aux Etats-Unis, elle passerait de 4,1% en 2023 à 2,9% en 2024 puis à 2,6% en 2025, reflétant la diminution de sa composante sous-jacente et des prix de l'énergie. Dans la zone euro, elle devrait décélérer de 5,4% en 2023 à 2,3% en 2024 puis à 1,9% en 2025, favorisée par la persistance de l'effet du resserrement monétaire.
10. Pour ce qui est des décisions des banques centrales des principales économies avancées, la BCE a gardé le 7 mars ses taux inchangés pour la quatrième fois consécutive et prévoit de mettre un terme aux réinvestissements dans le cadre de son programme PEPP fin 2024. De même, à l'issue de sa réunion des 30 et 31 janvier, la FED a maintenu pour la quatrième fois de suite la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [5,25%-5,50%] et a indiqué qu'elle continuera à réduire les avoirs en titres du Trésor et ceux adossés à des créances hypothécaires.
11. S'agissant des perspectives de l'économie mondiale, elles demeurent entourées de fortes incertitudes. Aux Etats-Unis, la croissance économique devrait revenir de 2,5% en 2023 à 1,8% en 2024 et à 1,3% en 2025, et dans la zone euro, elle resterait faible à 0,9% en 2024, avant de s'accélérer à 1,9% en 2025. Dans les principaux pays émergents, le rythme de l'activité en Chine devrait ralentir de 5,2% en 2023 à 4,5% cette année et s'établir à 4,7% en 2025, pâtissant de la persistance des difficultés du secteur immobilier, de la dégradation de la confiance des consommateurs et de la faiblesse de la demande étrangère. En Inde, la croissance demeurerait robuste à 6,2% en 2024 et en 2025 après 7,2% en 2023, soutenue principalement par la vigueur des investissements publics.
12. Au niveau national, le démarrage de la campagne agricole a été marqué par des conditions climatiques défavorables, avec des précipitations faibles et inégalement réparties sur les plans territorial et temporel, qui ont affecté la superficie emblavée des céréales. Celle-ci se serait située autour de 2,5 millions d'hectares contre près de 3,7 millions une année auparavant. Ainsi, selon les projections de Bank Al-Maghrib, la production céréalière avoisinerait 25 millions de quintaux contre 55,1 millions une année auparavant. Dans ce contexte, la valeur ajoutée agricole se contracterait de 6,4% en 2024 avant de rebondir de 12,8% en 2025, sous l'hypothèse d'un retour à une récolte céréalière moyenne de 55 millions de quintaux. Quant aux activités non agricoles, leur rythme de progression s'améliorerait de 2,6% en 2023 à 3% en 2024 puis à 3,5% en 2025, reflétant en particulier la dynamique attendue

de l'investissement en lien avec les différents chantiers engagés et prévus. Au total, la croissance économique aurait été proche de 3% en 2023 et devrait se limiter à 2,1% en 2024 avant de s'accélérer à 4,3% en 2025.

13. Sur le plan des comptes extérieurs, le déficit commercial s'est atténué de 7,3% en 2023, résultat d'un recul de 2,9% des importations et d'une quasi-stabilité des exportations. En parallèle, les transferts des MRE se sont accrus de 4% à 115,2 milliards de dirhams et les recettes voyages de 11,7% à 104,6 milliards, ramenant ainsi le déficit du compte courant à 0,6% du PIB contre 3,5% un an auparavant. Ce dernier se creuserait à 2,3% du PIB en 2024 et à 2,8% en 2025, en lien principalement avec la hausse des importations qui avoisinerait 7,5% annuellement tirées essentiellement par les achats de produits alimentaires et des biens d'équipement. Quant à la facture énergétique, elle s'allégerait de 5% en 2024 avant de s'alourdir de 4,7% en 2025 à 121,4 milliards de dirhams. Pour ce qui est des exportations, elles s'accroîtraient de 4,1% en 2024 et de 8,5% en 2025, portées notamment par la poursuite de la bonne performance du secteur automobile, avec des augmentations de 9,6% puis de 13,3% à 176,1 milliards de dirhams en 2025, et par la reprise des ventes des phosphate et dérivés qui atteindraient 85 milliards de dirhams en 2025. Pour ce qui est des recettes voyages, bénéficiant de la dynamique prévue de l'activité touristique, elles continueraient de s'améliorer à un rythme autour de 7,5% annuellement pour atteindre 120,8 milliards de dirhams en 2025. De même, les transferts des MRE se maintiendraient à des niveaux élevés, soit 116,5 milliards de dirhams en 2024 et 122,4 milliards en 2025. Concernant les recettes d'IDE, après une baisse sensible en 2023 à l'équivalent de 2,2% du PIB, elles avoisineraient 3,1% du PIB en moyenne au cours des deux prochaines années. Au total, et tenant compte notamment des financements extérieurs prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve se stabiliseraient à 359,8 milliards de dirhams à fin 2024 avant de se renforcer à 373,5 milliards en 2025, soit l'équivalent de 5 mois et 5 jours d'importations de biens et services.
14. S'agissant des conditions monétaires, le besoin de liquidité des banques, tiré par la hausse prévue de la circulation fiduciaire, devrait continuer de se creuser, passant de 111,4 milliards de dirhams à fin 2023 à 121,1 milliards à fin 2024 et à 143,2 milliards à fin 2025. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, après la sensible décélération en 2023, liée principalement à la baisse des prix des produits énergétiques et alimentaires ainsi qu'à l'amortissement des prêts accordés dans le cadre des lignes de garantie mises en place lors de la crise pandémique, il augmenterait de 4,4% en 2024 et de 4,7% en 2025. Pour sa part, le taux de change effectif réel connaîtrait une appréciation de 1,3% en 2024 après celle de 0,8% en 2023, le niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux devant atténuer l'effet de l'appréciation prévue du taux de change effectif nominal, avant de connaître une quasi-stabilité en 2025.
15. Sur le volet des finances publiques, l'exécution budgétaire a clôturé l'année 2023 par un net allègement du déficit à 4,4% du PIB. En dépit des besoins importants, en lien notamment avec la généralisation de la protection sociale, l'accroissement de la masse salariale et le maintien d'un niveau élevé d'investissement du Trésor, ce déficit devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, reculer à 4% du PIB en 2025, après une quasi-stabilité en 2024. Cette évolution reflèterait notamment le renforcement des rentrées fiscales, la forte mobilisation des ressources provenant des mécanismes de financement spécifiques ainsi que le repli de la charge de compensation.

APERÇU GÉNÉRAL

Au cours de l'année 2023, la croissance mondiale a fait preuve de résilience notable, soutenue principalement par une consommation robuste, en particulier aux États-Unis et dans certains pays émergents. Cette performance globale masque, toutefois, des écarts importants entre pays.

Les dernières données infra-annuelles disponibles relatives au quatrième trimestre de 2023 font ressortir une accélération de la croissance, en glissement annuel, aux États-Unis à 3,1%, après 2,9% enregistré un trimestre auparavant. Dans la zone euro, le PIB a stagné à 0,1%. Par pays, il s'est accru de 0,7% en France, de 0,6% en Italie et de 2% en Espagne, alors qu'en Allemagne, il a de nouveau reculé de 0,2%. Par ailleurs, le rythme de l'activité a ralenti au Japon, revenant à 1,3% au quatrième trimestre, tandis qu'au Royaume-Uni, le PIB s'est contracté de 0,2% après un accroissement de 0,2% le trimestre précédent.

Dans les principaux pays émergents, en dépit de l'enlisement de la crise du secteur immobilier, la croissance en Chine s'est accélérée à 5,2% au quatrième trimestre en glissement annuel, après 4,9% un trimestre auparavant, soutenue principalement par les dépenses publiques. Le rythme de l'activité s'est également renforcé en Inde sur la même période, passant de 8,1% à 8,4%, ainsi qu'au Brésil avec une légère accélération à 2,1%. En revanche, il a ralenti de 6,1% à 4% en Turquie. Pour la Russie, les données relatives au troisième trimestre font ressortir un raffermissement de l'activité économique à 5,6% après 4,9%.

Sur les **marchés du travail**, la situation demeure toujours favorable aux États-Unis avec une création de 275 mille postes en février 2024, au lieu de 229 mille en janvier, et une légère hausse du taux de chômage à 3,9%. Dans la zone euro, ce taux est ressorti en légère diminution à 6,4% en janvier, avec notamment un recul en France et en Espagne et une stagnation en Allemagne et en Italie.

Au niveau des **marchés financiers**, la bonne performance enregistrée en 2023 par les places boursières des principales économies avancées s'est poursuivie au cours des deux premiers mois de l'année 2024. En effet, à fin février, les gains ont été de 4,7% pour le Dow Jones Industriels, de 5,5% pour l'Eurostoxx 50, et de 14,2% pour le Nikkei 225. Ces évolutions se sont accompagnées d'une augmentation de l'aversion au risque sur les marchés américains, l'indice VIX enregistrant un accroissement à 14. En Europe, l'indice de volatilité VSTOXX est demeuré stable à 14,1. Au niveau des pays émergents, le MSCI EM a connu une progression de 1,8% sur les deux premiers mois de l'année 2024, à l'aune notamment de la performance de l'indice indien (+7,3%).

Après une année 2023 marquée par une légère augmentation, les **rendements souverains** des économies avancées ont connu un essor sur les deux premiers mois de l'année 2024. Ainsi, le taux à 10 ans s'est accru de 20 points de base (pb) à 4,2% pour les États-Unis, de 23 pb à 2,3% pour l'Allemagne, de 21 pb à 2,8% pour la France, de 16 pb à 3,3% pour l'Espagne et de 25 pb à 3,9% pour l'Italie. Dans les principales économies émergentes, au cours des deux premiers mois de l'année, ce taux a enregistré une baisse de 14 pb à 7,1% en Inde et de 22 pb à 2,4% en Chine. À l'opposé, le Brésil a connu une augmentation de 42 pb à 10,8%, et la Turquie une progression de 115 pb à 24,4%.

Sur les **marchés de change**, après une appréciation de 1,3% face au dollar au terme de 2023, l'euro s'est déprécié de 1,2% sur les deux premiers mois de l'année. Par rapport aux autres monnaies, l'euro a reculé de 0,9% face à la livre britannique alors qu'il s'est renforcé de 2,8% face au yen. Concernant les monnaies des principales économies émergentes, elles se sont globalement appréciées par rapport au dollar au cours des deux premiers mois de l'année 2024, avec des taux de 0,7% pour le renminbi chinois, de 1,4% pour le real brésilien et de 5,9% pour la lire turque. En revanche, la roupie indienne s'est dépréciée de 0,3% face au dollar.

Sur les marchés des matières premières, après être ressorti en repli de 17,2% en moyenne sur l'année 2023, le Brent s'est renchéri de 5,3% à 82 dollars le baril sur les deux premiers mois de 2024 en moyenne, soutenu par les tensions géopolitiques et leurs implications sur l'approvisionnement et de la réduction des stocks américains de pétrole. En glissement annuel, le cours du Brent s'est inscrit en recul de 1,1%. Hors énergie, les prix ont fléchi de 1%, en glissement mensuel, tirés notamment par la baisse de 1,3% des prix des métaux et minerais. Pour ce qui est du phosphate et dérivés, leurs prix ont progressé de 4,7% à 590 \$/t pour le DAP et sont restés stables à 152,5 \$/t pour le phosphate brut. En glissement annuel, les cours ressortent en baisse de 51% pour le phosphate brut, de 5,1% pour le DAP et de 19% pour le TSP.

Dans ce contexte, l'atténuation des **tensions inflationnistes** s'est poursuivie dans les principales économies avancées et émergentes. Le taux d'inflation a décéléré de 8% à 4,1% en 2023 aux Etats-Unis, de 8,4% à 5,5% dans la zone euro, de 9% à 7,4% au Royaume-Uni et de 2% à 0,2% en Chine. Les données des deux premiers mois de 2024 montrent que la tendance baissière de l'inflation s'est confirmée dans la zone euro avec un ralentissement en glissement annuel de 2,8% à 2,6% en février, traduisant notamment une décélération à 2,7% en Allemagne, à 3,1% en France et à 2,9% en Espagne, ainsi qu'une stagnation à 0,9% en Italie. En revanche, l'inflation s'est légèrement accélérée aux Etats-Unis, passant de 3,1% en janvier à 3,2% en février, reflétant une baisse de moindre ampleur des prix de l'énergie d'un mois à l'autre. Par ailleurs, l'inflation s'est stabilisée à 4% au Royaume Uni en janvier et est revenue à 2,1% au Japon au titre du même mois.

Concernant l'**orientation des politiques monétaires**, la FED a décidé, à l'issue de sa réunion des 30 et 31 janvier, de maintenir inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [5,25%-5,50%] dans un contexte de reprise de l'activité économique et de modération de l'inflation. En parallèle, elle a annoncé continuer à réduire les avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires. La BCE a également laissé, à l'issue de sa réunion du 7 mars, ses trois taux d'intérêt directeurs inchangés et a revu sa prévision d'inflation à la baisse, en particulier pour 2024, principalement sous l'effet d'une contribution plus faible des prix de l'énergie. Elle a décidé par ailleurs de mettre un terme aux réinvestissements dans le cadre de son programme PEPP en fin 2024, ceux au titre de l'APP ayant pris fin depuis juillet 2023.

Au niveau national, les dernières données des comptes nationaux relatives au troisième trimestre 2023 révèlent une accélération, en glissement annuel, de la croissance à 2,8%, après 1,7% un an auparavant, résultat d'une amélioration de 5,7% de la valeur ajoutée agricole et d'une décélération à 2,7% du rythme d'évolution des activités non agricoles. L'analyse des composantes de la demande fait ressortir une contribution positive de 4,4 pp de celle intérieure et une participation négative de -1,6 pp de celle extérieure.

Sur le marché du travail, la situation s'est sensiblement dégradée en 2023, avec une perte de 157 mille postes après celle de 24 mille en 2022. Seule l'agriculture a accusé une baisse de 202 mille postes, les autres secteurs ayant connu des augmentations de 19 mille dans le BTP, de 15 mille dans les services et de 7 mille dans l'industrie y compris l'artisanat. Tenant compte d'une sortie nette de 20 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a diminué de 44,3% à 43,6% et le taux de chômage est passé de 11,8% à 13%. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux a poursuivi sa montée à un rythme plus rapide, avec une hausse de 3,1 points à 35,8% globalement, de 1,6 point à 48,3% dans les villes et de 4,1 points à 20,6% dans les campagnes.

S'agissant **des comptes extérieurs**, l'année 2023 a été marquée par une baisse des échanges de biens, avec un recul de 2,9% des importations et une quasi-stabilité des exportations. Le déficit commercial s'est ainsi contracté de 7,3% et le taux de couverture est, en conséquence, passé de 58,1% en 2022 à 60%. La diminution des importations a été essentiellement tirée par l'allègement de la facture énergétique de 20,4% à 122 milliards et des importations de demi-produits et de produits bruts de 10,5% et de 28% respectivement. En parallèle, les acquisitions de biens d'équipements ont progressé de 14,4% à 161,7 milliards, celles de biens de consommation de 11,3% à 158 milliards et les achats de produits alimentaires de 3,3% à 89,6 milliards. Quant aux exportations, celles des phosphates et dérivés se sont contractées de 34,1% à 76,1 milliards, et celles du secteur de l'« agriculture et agroalimentaire » se sont quasiment stabilisées à 83,1 milliards de dirhams. En revanche, les ventes du secteur automobile ont affiché une performance remarquable de 27,4% à 141,8 milliards de dirhams, se plaçant de nouveau en tête des secteurs exportateurs. Les ventes du secteur du « textile et cuir » se sont, également, accrues de 5% à 46,2 milliards et la bonne performance des expéditions de l'« électronique et électricité » s'est consolidée avec un rebond de 28,4% à 23,9 milliards de dirhams. En parallèle, les recettes voyages ont affiché un niveau record à 104,6 milliards de dirhams, en hausse de 11,7% d'une année à l'autre et les transferts des MRE ont maintenu une bonne performance, quoiqu'en décélération, enregistrant une augmentation de 4% pour atteindre 115,2 milliards de dirhams. Pour ce qui est des principales opérations financières, le recettes d'IDE ont reculé de 17,8% à 32,5 milliards, soit 2,2% du PIB, et les dépenses d'investissements directs marocains à l'étranger se sont améliorées de 6,1 milliards pour atteindre 25,6 milliards de dirhams. A fin 2023, l'encours des avoirs officiels de réserves s'est établi à 359,4 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 12 jours d'importations de biens et services.

Au niveau des **conditions monétaires**, le besoin de liquidité des banques s'est accentué à 100,9 milliards au quatrième trimestre et à 110,5 milliards en moyenne sur les deux premiers mois de l'année 2024. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté le montant de ses injections à 114,9 milliards, puis à 122,6 milliards respectivement. Les conditions monétaires ont été également caractérisées par une dépréciation de 1,41% du taux de change effectif réel et une stabilité d'un trimestre à l'autre des taux débiteurs à 5,36% au quatrième 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, son rythme de progression est resté stable à 2,7% au quatrième trimestre, intégrant une accélération de l'augmentation des prêts accordés aux entreprises publiques et une décélération de ceux octroyés aux

ménages. Les dernières données relatives au mois de janvier 2024 indiquent un repli de la croissance du crédit au secteur non financier à 1,9% après 2,7% en décembre 2023. Cette évolution reflète en particulier l'accentuation de la baisse des concours aux entreprises privées à 0,9% après 0,1% et des ralentissements des progressions des prêts aux entreprises publiques de 27% à 23,2% et de ceux aux ménages de 2% à 1,5%.

S'agissant des finances publiques, l'exécution budgétaire au titre de l'année 2023 fait ressortir une poursuite de la tendance baissière du déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'Etat. Ce dernier s'est établi à 64,4 milliards de dirhams, soit 4,4% du PIB, contre 71,6 milliards un an auparavant ou 5,4% du PIB, compte tenu de l'amélioration de 8,6 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor à 17 milliards. Les recettes ordinaires ont connu une progression de 6,6%, reflétant celle de 5,4% des rentrées fiscales et de 13,5% de celles non fiscales, intégrant en particulier l'encaissement des ressources issues des mécanismes de financement spécifiques à hauteur de 25,4 milliards. Les dépenses globales se sont accrues de 5,6%, résultat notamment des augmentations de 6,5% des dépenses de biens et services et de 18,1% de celles d'investissement, alors que les charges de compensation se sont allégées de 28,4% à 29,9 milliards. A fin février 2024, le déficit budgétaire s'est allégé à 9,6 milliards de dirhams, au lieu de 10,6 milliards un an auparavant, résultat d'une amélioration de 16,1% des recettes ordinaires, d'un accroissement de 4,2% des dépenses globales et d'une diminution du solde positif des comptes spéciaux du Trésor de 3,8 milliards à 9,8 milliards.

Au niveau **de la place boursière de Casablanca**, le MASI s'est apprécié de 1,9% au quatrième trimestre suite principalement aux progressions des indices sectoriels des « bâtiments et matériaux de construction », de l'électricité et des banques. En ce qui concerne le volume des échanges, il est passé de 8,9 milliards de dirhams à 31,9 milliards, d'un trimestre à l'autre, en raison des hausses observées aussi bien sur le marché central que sur celui des blocs. Dans ce contexte, l'indice de référence a clôturé l'année 2023 avec une amélioration de 12,8% et la capitalisation boursière s'est accrue de 11,6% à 626,1 milliards de dirhams. Cette dynamique s'est poursuivie durant les deux premiers mois de cette année, avec une progression de 7,8% du MASI et de 7,6% de la capitalisation.

Sur **le marché des actifs immobiliers**, les prix ont enregistré une augmentation de 0,1% au quatrième trimestre, recouvrant des renchérissements de 0,1% pour le résidentiel et de 0,3% pour les terrains, ainsi qu'une baisse des prix de 2,5% pour les biens à usage professionnel. Pour sa part, le nombre de transactions a augmenté de 2% globalement, de 13,2% pour le foncier et de 8,6% pour les actifs à usage professionnel, celui du résidentiel ayant, en revanche, diminué de 1,4%.

Dans ce contexte, le mouvement de décélération de **l'inflation** s'est poursuivi en janvier, revenant à 2,3%, soit son niveau le plus bas enregistré depuis octobre 2021. Le ralentissement a concerné l'ensemble des composantes, à l'exception des prix des carburants et lubrifiants dont la baisse s'est atténuée de -4,1% au quatrième trimestre à -2,5% en janvier. Le rythme d'accroissement des prix des produits alimentaires à prix volatils est, en effet, revenu de 11,9% à 5,8% en janvier et l'inflation sous-jacente a reculé à 2,5%.

après 3,4%, tirée principalement par sa composante alimentaire. De même, les tarifs réglementés se sont stabilisés en janvier, par rapport à leur niveau une année auparavant, après une progression de 0,8% au dernier trimestre de l'année 2023. Pour ce qui est des anticipations d'inflation des experts du secteur financier, celles à l'horizon de 8 trimestres se sont quasi stabilisées à 3,4% au premier trimestre 2024 dans l'édition précédente. De même, à l'horizon des 12 prochains trimestres, les anticipations ressortent à 3,3% au lieu de 3,2%.

En termes de perspectives, dans un contexte marqué par des niveaux élevés d'incertitudes notamment liés à la tenue des élections dans de nombreux pays (76 pays concernés), la croissance mondiale devrait ralentir de 3,2% en 2023 à 2,5% en 2024, avant d'augmenter à 2,7% en 2025. Aux Etats-Unis, après la résilience notable affichée en 2023, la croissance devrait décélérer à 1,8% en 2024 et à 1,3% en 2025. Dans la zone euro, elle devrait rester faible, se situant à 0,9% en 2024, avant de s'accélérer à 1,9% en 2025. Au Royaume-Uni, les taux d'intérêt élevés et la faiblesse des investissements continuent de peser sur la croissance qui serait limitée à 0,3% en 2024 après 0,1% en 2023, avant de s'accélérer à 1,9% en 2025. Au Japon, elle devrait passer de 1,9% en 2023 à 0,7% cette année puis à 0,9% en 2025.

Dans les principaux pays émergents, après une hausse du PIB de 5,2% en 2023, la croissance de l'économie chinoise devrait s'établir à moins de 5% à court et à moyen termes, pénalisée notamment par les difficultés du marché immobilier et la baisse de la confiance des consommateurs. Pour sa part, l'économie indienne évoluerait à un rythme soutenu bénéficiant de la vigueur des investissements publics. Au Brésil, la croissance reculerait à 1,5% en 2024 après 3,1% en 2023, en raison d'une politique monétaire restrictive et des termes de l'échange moins favorables. En Russie, les dépenses publiques continueraient à soutenir l'activité, dont le rythme devrait néanmoins décélérer de 3,6% en 2023 à 1,9% en 2024. En 2025, l'économie accuserait une contraction de 0,3%, en raison notamment de la dissipation de l'effet de l'impulsion budgétaire et du resserrement des conditions monétaires.

Sur les marchés des **matières premières**, l'incertitude entourant les cours de l'énergie devrait persister, alimentée par les tensions géopolitiques et les perturbations du transport maritime en mer Rouge. Pour le pétrole en particulier, le prix du **Brent** ressortirait en baisse de 82,2 dollars le baril en 2023 à 81,2 dollars en moyenne cette année, avant de se situer à 84,5 dollars en 2025. Pour ce qui est des **phosphates et dérivés** marocains, les cours du DAP et du TSP exportés par le Maroc devraient globalement se replier en 2024, avant de rebondir en 2025. Ils accuseraient ainsi une diminution de 589 dollars la tonne en 2023 à 543 dollars en 2024 pour le DAP et de 449 dollars la tonne à 435 dollars pour le TSP. En 2025, cette tendance s'inverserait avec des prix à la hausse à 575 dollars la tonne pour le DAP et à 466 dollars la tonne pour le TSP, en relation avec l'augmentation des prix des intrants. Quant au phosphate brut exporté par le Maroc, son prix passerait de 271 USD/t en 2023 à 197 USD/t en 2024, puis à 162 USD/t en 2025. Pour ce qui est des **denrées alimentaires**, l'indice FAO devrait reculer en moyenne de 3,7% en 2024, avant d'augmenter de 4,4% en 2025 et ce, après la contraction de 13,8% en 2023.

Dans ces conditions, les **pressions inflationnistes** devraient poursuivre leur atténuation sur l'horizon de prévision, l'inflation mondiale devant revenir de 4,7% en 2023 à 3,4% en 2024 puis à 3% en 2025. Aux Etats-Unis, l'inflation devrait continuer de ralentir, passant de 4,1% en 2023, à 2,9% en 2024 puis à 2,6% en 2025, favorisée par la baisse de sa composante sous-jacente et des prix de l'énergie. De même, dans la zone euro, elle devrait décélérer de 5,4% en 2023, à 2,3% en 2024 puis à 1,9% en 2025, avec la persistance de l'effet du resserrement monétaire.

Au niveau national, le rythme des échanges commerciaux de biens devrait s'accélérer. Les exportations devraient afficher des hausses de 4,1% en 2024 et de 8,5% en 2025, portées essentiellement par le maintien de la bonne performance du secteur automobile, avec des augmentations de 9,6% puis de 13,3% à 176,1 milliards en 2025 et, dans une moindre mesure, par la reprise des ventes des phosphate et dérivés, sous l'effet de l'atténuation prévue de la baisse des prix et d'une amélioration des quantités expédiées. Ces dernières devraient progresser de 3,1% en 2024 et de 8,3% en 2025 à 85 milliards de dirhams. Quant aux importations, elles s'accroîtraient de 7,3% en 2024, résultat principalement des hausses des achats de produits alimentaires, dont un bond de 36,6% prévu pour le blé, et des biens d'équipement. En 2025, le rythme d'accroissement des importations devrait s'accélérer à 7,8%, reflétant essentiellement la forte croissance des achats de biens d'équipement, en lien avec la dynamique prévue de l'investissement. Quant à la facture énergétique, elle devrait s'alléger de 5% en 2024 à 115,9 milliards avant de s'alourdir de 4,7% en 2025 pour atteindre 121,4 milliards. En parallèle, les recettes voyages connaîtraient une amélioration soutenue autour de 7,6% en 2024 et de 7,3% en 2025 à 120,8 milliards de dirhams, en lien avec la poursuite de la dynamique du secteur touristique. Les perspectives des transferts des MRE restent incertaines, le scénario central de BAM tablant sur leur maintien à des niveaux élevés, soit 116,5 milliards de dirhams en 2024 et 122,4 milliards en 2025. Le déficit du compte courant devrait, après un faible niveau estimé à 0,6% du PIB en 2023, au lieu de 1,6% prévu en décembre, se creuser à 2,3% du PIB en 2024 et à 2,8% en 2025. Concernant les recettes d'IDE, les projections indiquent des niveaux autour de 3% du PIB en 2024 et de 3,2% en 2025.

Sous l'hypothèse notamment de la concrétisation des financements extérieurs prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve se stabiliseraient autour de 359,8 milliards de dirhams en 2024 avant de se renforcer à 373,5 milliards en 2025, représentant l'équivalent de près de 5 mois d'importations de biens et services.

Concernant les **conditions monétaires**, le déficit de liquidité bancaire devrait continuer de se creuser pour s'établir à 121,1 milliards de dirhams à fin 2024 et à 143,2 milliards en 2025, tiré par la hausse de la monnaie fiduciaire. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, son rythme de progression devrait s'accélérer à 4,4% en 2024 et à 4,7% en 2025, tenant compte des réalisations, des projections macroéconomiques et des anticipations du système bancaire. Pour sa part, le taux de change effectif réel devrait s'apprécier légèrement en 2024, en lien avec l'appréciation de sa valeur en termes nominaux et une inflation domestique inférieure à celle des pays partenaires et concurrents, avec une quasi-stabilité en 2025.

Sur le volet des **finances publiques**, le déficit budgétaire devrait, selon les projections de BAM, se situer à 4,4% du PIB en 2023 et en 2024. En 2025, il devrait s'alléger à 4% du PIB, suite notamment à une révision à la hausse des recettes non fiscales et à la baisse de la charge de compensation.

Pour ce qui est de **l'activité économique**, après une forte décélération à 1,3% en 2022, la croissance se serait accélérée à un niveau proche de 3% en 2023, reflétant des progressions de 5,5% de la valeur ajoutée agricole et de 2,6% de celle des activités non agricoles. A moyen terme, elle afficherait un ralentissement à 2,1% en 2024, avant de rebondir à 4,3% en 2025. Cette évolution reflète une contraction de 6,4% en 2024 de la valeur ajoutée agricole, tenant compte notamment d'une production céréalière au titre de la campagne agricole 2023-2024, estimée par Bank Al-Maghrib sur la base des données climatiques au 10 mars, autour de 25 MQx, avant de rebondir à 12,8% en 2025, sous l'hypothèse d'un retour à une récolte céréalière moyenne¹ de 55 MQx. Quant aux activités non agricoles, leur rythme d'évolution devrait s'améliorer graduellement, atteignant 3% en 2024 et 3,5% en 2025.

Dans ces conditions, après les taux élevés de 6,6% en 2022 et de 6,1% en 2023, **l'inflation** reviendrait à des niveaux modérés, pour s'établir à 2,2% en 2024 et à 2,4% en 2025. De même, sa composante sous-jacente ralentirait de 5,6% en 2023 à 2,3% en 2024, et resterait autour de ce niveau en 2025.

Les incertitudes entourant les perspectives à l'international demeurent élevées, surtout que 2024 sera une année d'élections dans de nombreux pays, avec une balance des risques orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation. En effet, la persistance de la guerre en Ukraine et le risque d'escalade du conflit au Moyen-Orient 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 principalement liés à la récurrence des sécheresses et à l'aggravation du stress hydrique à moyen terme. 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 soutenu de l'activité économique à moyen et à long terme. Quant à l'inflation, les risques entourant ses perspectives sont maintenus à la hausse. En effet, la succession des périodes de sécheresse 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 En raison de la récurrence des années de sécheresse, c'est la moyenne des récoltes des cinq dernières années, au lieu des dix dernières années, qui est retenue.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Les données relatives à la conjoncture internationale laissent indiquer un atterrissage en douceur de l'économie mondiale, la désinflation se déroulant à un rythme plus rapide que prévu, avec un impact relativement limité du resserrement monétaire sur la croissance. La consommation robuste, particulièrement aux Etats-Unis mais aussi dans certaines grandes économies émergentes, de même que les dépenses publiques ont soutenu l'activité en 2023. Les marchés de l'emploi dans les économies avancées ont également fait preuve d'une résilience notable, avec des taux de chômage se situant à des niveaux bas. Ces évolutions se poursuivent sur les deux premiers mois de cette année. Au niveau des marchés financiers, les données relatives au mois de février 2024 font ressortir de bonnes performances des principales places boursières, tant dans les économies avancées que dans celles émergentes. Sur les marchés obligataires souverains, les taux de rendement à long terme ont globalement augmenté en février pour les économies avancées, alors qu'ils sont ressortis en diminution pour les principaux pays émergents durant le même mois, à l'exception du Brésil et de la Turquie. Pour ce qui est des matières premières, après plusieurs baisses successives, le cours du Brent a affiché des hausses au cours des deux premiers mois de l'année, en lien notamment avec la montée des risques géopolitiques.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Au cours de l'année 2023, la croissance mondiale a fait preuve d'une remarquable résilience, soutenue principalement par une consommation robuste, en particulier aux Etats-Unis mais également dans certains pays émergents. Cette performance globale masque toutefois des écarts entre pays, la zone euro ayant enregistré une croissance modeste, évitant de justesse une récession, plombée par une confiance en berne des consommateurs et par le resserrement monétaire.

Ainsi, les données relatives au quatrième trimestre de 2023 font ressortir une accélération de la croissance aux États-Unis à 3,1% en glissement annuel, après 2,9% un trimestre auparavant. Dans la zone euro, la croissance n'a que légèrement progressé à 0,1% après une stagnation le trimestre précédent. Par pays, le PIB en termes réels s'est accru de 0,7% en France (après 0,6% au troisième trimestre), de 0,5% en Italie (après 0,1%) et de 2% en Espagne (après 1,9%), tandis qu'en Allemagne il s'est de nouveau contracté de 0,2%. Pour ce qui est des autres économies avancées, le rythme de l'activité a ralenti au Japon, passant de 1,6% au

troisième trimestre à 1,3% au quatrième trimestre, tandis qu'au Royaume-Uni, une contraction du PIB de 0,2% a été enregistrée après une croissance de 0,2% le trimestre précédent.

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

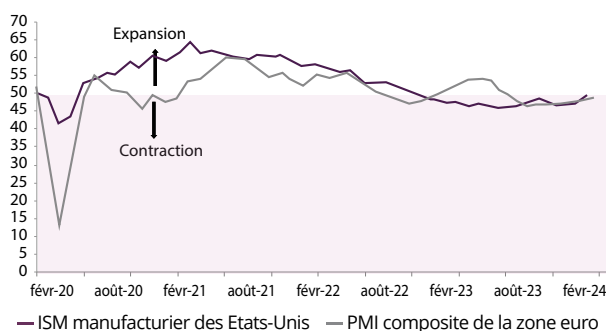
	2021		2022			2023			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Pays avancés									
Etats-Unis	5,4	3,6	1,9	1,7	0,7	1,7	2,4	2,9	3,1
Zone Euro	5,2	5,4	4,1	2,5	1,9	1,3	0,6	0,0	0,1
France	4,5	4,3	3,8	1,4	0,8	0,9	1,2	0,6	0,7
Allemagne	1,6	4,0	1,6	1,2	0,8	-0,1	0,1	-0,3	-0,2
Italie	8,1	6,6	5,4	2,8	2,0	2,3	0,6	0,5	0,6
Espagne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

Source : Thomson Reuters Eikon et Eurostat.

S'agissant des principaux pays émergents, malgré l'enlisement de la crise du secteur de l'immobilier en Chine, la croissance s'est accélérée à 5,2% en glissement annuel au quatrième trimestre après 4,9% un trimestre auparavant et ce, grâce à des dépenses publiques soutenues. Le rythme de l'activité s'est également accéléré en Inde sur la même période, passant de 8,1% à 8,4%, tandis qu'il a ralenti de 6,1% à 4% en Turquie. Au Brésil, l'économie a enregistré une progression de 2,1%, en légère accélération par rapport au précédent trimestre. Pour la Russie, les données à relatives au troisième trimestre font ressortir un raffermissement de l'activité à 5,6% après 4,9%.

Pour ce qui est des évolutions des indicateurs avancés de l'activité, l'indice PMI composite de la zone euro s'est redressé à 48,9 en février, après 47,9 le mois précédent. A l'inverse, l'ISM manufacturier américain est passé de 49,1 en janvier à 47,8 en février.

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

En dépit des conditions monétaires et financières restrictives, l'année 2023 a été caractérisée par la robustesse des marchés du travail dans les économies avancées, avec des taux de chômage au plus bas dans de nombreux pays.

Cette tendance semble se poursuivre en 2024, les données de février faisant ressortir une situation toujours favorable aux Etats-Unis avec une création

de 275 mille postes au lieu de 229 mille en janvier, et une légère hausse du taux de chômage à 3,9%. Dans la zone euro, ce taux est ressorti en légère diminution à 6,4% en janvier, avec notamment une stabilisation à 3,1% en Allemagne et à 7,2% en Italie, ainsi qu'une baisse à 7,5% en France et à 11,6% en Espagne. Au Royaume-Uni, les dernières données relatives au mois de janvier font état d'une légère hausse à 3,9%.

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

(en %)	2021	2022	2023			2024	
			Déc.	Janv.	Fév.		
Etats-Unis	5,4	3,6	3,7	3,7	3,9		
Zone euro	7,7	6,8	6,5	6,4	N.D		
France	7,9	7,3	7,6	7,5	N.D		
Allemagne	3,7	3,1	3,1	3,1	N.D		
Italie	9,5	8,1	7,2	7,2	N.D		
Espagne	14,8	12,9	11,7	11,6	N.D		
Royaume-Uni	4,6	3,9	3,8	3,9	N.D		

Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

1.2.1 Décisions de politiques monétaires

Concernant les décisions de politiques monétaires, la FED a décidé, à l'issue de sa réunion des 30 et 31 janvier, de maintenir inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [5,25%-5,50%] dans un contexte de reprise de l'activité économique et de modération de l'inflation. La BCE a également décidé, à l'issue de sa réunion du 7 mars, de laisser inchangés ses trois taux d'intérêt directeurs et a revu ses prévisions d'inflation à la baisse, en particulier pour 2024, principalement sous l'effet d'une contribution plus faible des prix de l'énergie. Elle a, en outre, indiqué que son Programme d'achat d'actifs (APP) 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), le réinvestissement des remboursements des

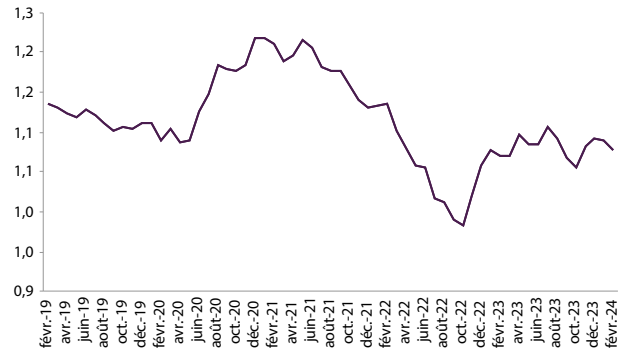
titres arrivant à échéance sera poursuivi, avec une réduction du portefeuille de ce programme de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne au second semestre, avant d'y mettre un terme en fin d'année. Pour sa part, la Banque d'Angleterre a décidé, le 1^{er} février, de maintenir son taux directeur à 5,25%, indiquant que sa politique monétaire devra probablement être restrictive pendant une période prolongée pour contenir les tensions inflationnistes.

Au niveau des économies émergentes, l'orientation est demeurée inchangée dans la plupart des pays. En effet, la Banque centrale chinoise a maintenu ses taux d'intérêts directeurs inchangés en janvier, tandis qu'elle a annoncé le 24 janvier la diminution du ratio de réserves obligatoires. De même, la Banque de réserve de l'Inde et la Banque centrale du Mexique ont décidé lors de leurs réunions respectives tenues le 8 février de maintenir leur principal taux directeur à 6,5% et 11,25% respectivement. La Banque centrale de la Russie a également décidé lors de sa réunion du 16 février de garder son principal taux directeur à 16%, et la Banque centrale de la Turquie l'a maintenu à 45% à l'issue de sa réunion du 22 février.

1.2.2 Marchés financiers

Sur les marchés de change, après une appréciation de 1,3% face au dollar au terme de 2023, l'euro s'est déprécié de 1,2% sur les deux premiers mois de l'année. Par rapport aux autres monnaies, l'euro a reculé de 0,9% face à la livre britannique et s'est en revanche renforcé de 2,8% face au yen japonais. Concernant les monnaies des principales économies émergentes, elles se sont globalement appréciées par rapport au dollar au cours des deux premiers mois de l'année 2024, avec des taux de 0,7% pour le renminbi chinois, de 1,4% pour le real brésilien et de 5,9% pour la lire turque. En revanche, la roupie indienne s'est dépréciée de 0,3% face au dollar.

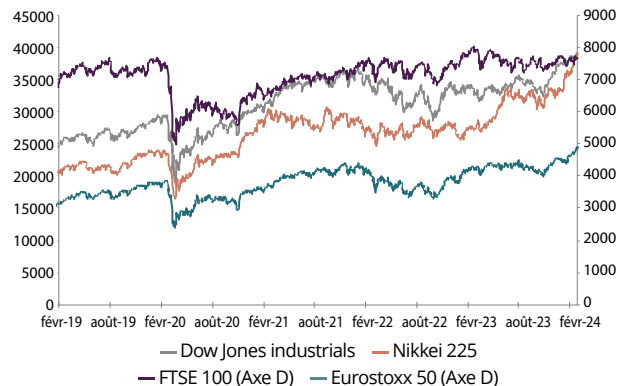
Graphique 1.2 : Evolution du taux de change euro/dollar



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés boursiers des principales économies avancées, la bonne performance enregistrée en 2023 s'est poursuivie au cours des deux premiers mois de l'année 2024. En effet, à fin février les gains ont été de 4,7% pour le Dow Jones Industriels, de 5,5% pour l'Eurostoxx 50, et de 14,2% pour le Nikkei 225.

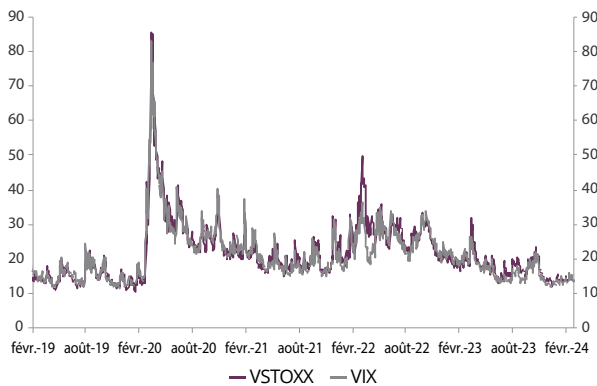
Graphique 1.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Thomson Reuters Eikon.

Ces évolutions se sont accompagnées d'une augmentation de l'aversion au risque sur les marchés financiers américains, avec une hausse de l'indice VIX à 14 à fin février. Du côté de l'Europe, l'indice de volatilité VSTOXX est demeuré constant à 14,1 en janvier et en février. Au niveau des pays émergents, le MSCI EM a connu une progression de 1,8% sur les deux premiers mois de l'année 2024, à l'aune notamment des gains des indices indien (+7,3%) et turque (+9,4%).

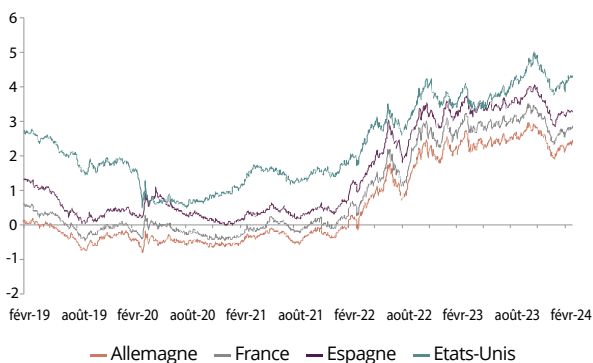
Graphique 1.4 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Source : Thomson Reuters Eikon.

Concernant les marchés obligataires souverains, après une année 2023 marquée par une légère augmentation, les rendements des économies avancées ont connu un essor sur les deux premiers mois de l'année 2024. Ainsi, le taux à 10 ans s'est accru de 20 points de base (pb) à 4,2% pour les Etats-Unis, de 23 pb à 2,3% pour l'Allemagne, de 21 pb à 2,8% pour la France, de 16 pb à 3,3% pour l'Espagne et de 25 pb à 3,9% pour l'Italie. Dans les principales économies émergentes, au cours des deux premiers mois de l'année, ce taux a enregistré une baisse de 14 pb à 7,1% en Inde et de 22 pb à 2,4% en Chine. A l'opposé, le Brésil a connu une augmentation de 42 pb à 10,8%, et la Turquie une progression de 115 pb à 24,4%.

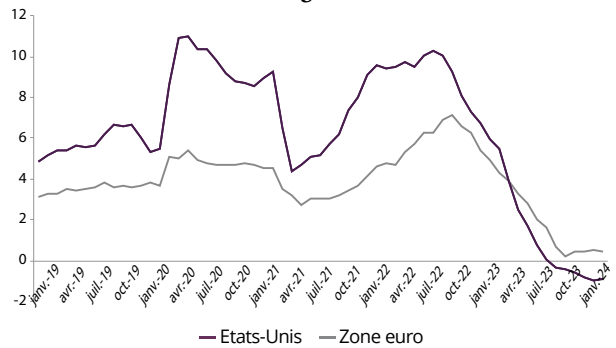
Graphique 1.5 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés monétaires, le Libor dollar à 3 mois a reculé sur les deux premiers mois de l'année 2024 à 5,6%, à l'instar de l'Euribor de même maturité, avec un léger repli à 3,9%. Concernant le crédit bancaire, la tendance baissière aux Etats-Unis a connu un ralentissement, avec un recul de 0,9% en janvier après celui de 1% un mois plus tôt, tandis qu'en zone euro la croissance du crédit est passée de 0,5% à 0,4% sur la même période.

Graphique 1.6 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)



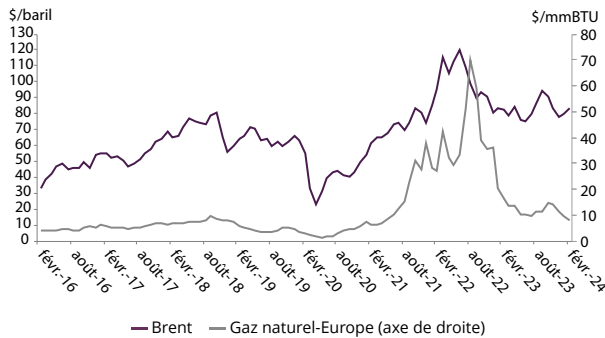
Source : Thomson Reuters Eikon.

1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur le marché du pétrole, après être ressorti en repli de 17,2% en moyenne sur l'année 2023, le prix du Brent a enregistré au cours des deux premiers mois de 2024 une hausse de 5,3% à 82 dollars le baril, soutenue par les tensions géopolitiques au Moyen-Orient et la réduction des stocks américains de pétrole. En glissement annuel, il a affiché un repli de 1,1%. Pour sa part, le cours du gaz naturel sur le marché européen a accusé une contraction substantielle de 67,5% en 2023, après avoir plus que doublé en 2022. Cette tendance s'est poursuivie au cours des deux premiers mois de l'année, le prix s'étant inscrit en baisse de 23,1% pour s'établir en moyenne à 8,85 \$/mmBTU, marquant une contraction de 51,8% en glissement annuel.

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

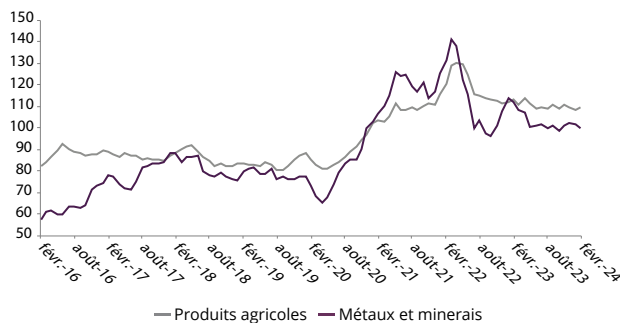


Source : Banque Mondiale.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Hors énergie, l'indice des prix de la Banque mondiale a légèrement fléchi de 1% sur les deux premiers mois de l'année, résultat notamment d'une baisse de 1,3% des cours des produits agricoles. En glissement annuel, les prix ressortent en baisse de 7,1%, reflétant principalement une diminution de 10,6% de ceux des métaux et minerais.

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

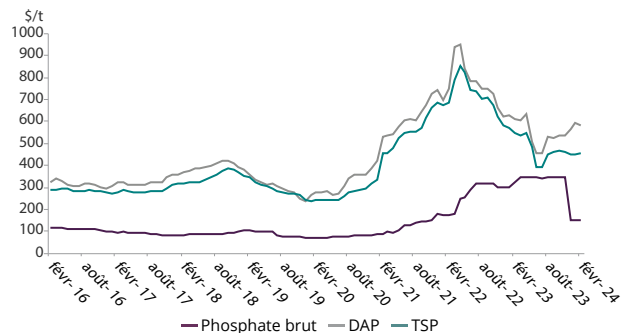


Source : Banque Mondiale.

S'agissant des phosphates et dérivés, leurs prix ont augmenté de 4,7% en moyenne sur les deux premiers mois de l'année à 590 \$/t pour le DAP et de 1,1% à 452,5 \$/t pour le TSP, alors qu'ils sont restés stables à 152,5 \$/t pour le phosphate brut.

En glissement annuel, les cours ressortent en baisse de 51% pour le phosphate brut, de 5,1% pour le DAP et de 19% pour le TSP.

Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés



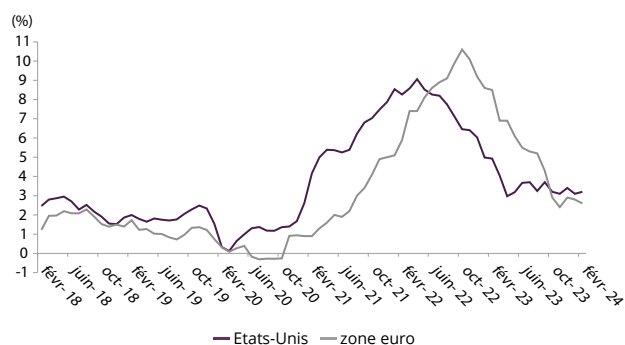
Source : Banque Mondiale.

1.3.3 Inflation

Après la hausse exceptionnelle en 2022, l'inflation mondiale a reculé en 2023 à un rythme plus rapide que prévu, en raison de l'atténuation des pressions sur l'offre et du large mouvement de resserrement monétaire. En effet, le taux d'inflation a décéléré de 8% à 4,1% en 2023 aux Etats-Unis, de 8,4% à 5,5% en zone euro, de 9% à 7,4% au Royaume Uni et de 2% à 0,2% en Chine. En février 2024, la tendance baissière de l'inflation s'est poursuivie dans la zone euro, avec un ralentissement mensuel de 2,8% à 2,6%, traduisant notamment une décélération du rythme d'évolution des prix de 3,1% à 2,7% en Allemagne, de 3,4% à 3,1% en France et de 3,5% à 2,9% en Espagne, ainsi qu'une stagnation à 0,9% en Italie. En revanche, l'inflation s'est légèrement accélérée aux Etats-Unis, passant de 3,1% à 3,2%, reflétant une baisse de moindre ampleur des prix de l'énergie en février. Par ailleurs, les dernières données disponibles datant de janvier font état d'une stagnation de l'inflation à 4% au Royaume Uni et d'un ralentissement de 2,6% à 2,1% au Japon.

Quant aux principaux pays émergents, après quatre mois de baisses successives du niveau général des prix, la Chine a enregistré une augmentation de 0,7% en février, coïncidant avec la hausse des dépenses durant des vacances du nouvel an. En parallèle, l'inflation a stagné à 5,1% en février en Inde et à 4,5% au Brésil alors qu'elle s'est accélérée de 7,4% à 7,7% en Russie.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

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

	2022	2023	2024	
			Janv.	Fév.
Etats-Unis	8,0	4,1	3,1	3,2
Zone Euro	8,4	5,5	2,8	2,6
Allemagne	8,6	6,1	3,1	2,7
France	5,9	5,7	3,4	3,1
Espagne	8,3	3,4	3,5	2,9
Italie	8,7	6,0	0,9	0,9
Royaume-Uni	9,0	7,4	4,0	N.D
Japon	2,5	3,3	2,1	N.D

Sources : Thomson Reuters Eikon, Eurostat & FMI.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

L'année 2023 a été marquée par une baisse des échanges de biens, après la forte dynamique des deux dernières années, et par une poursuite des progressions des recettes voyages et des transferts des MRE. Le déficit commercial s'est allégé de 7,3% à 286,4 milliards de dirhams, résultat d'un recul de 2,9% des importations à 715,7 milliards et d'une quasi-stabilité des exportations à 429,3 milliards. Le taux de couverture est, en conséquence, passé de 58,1% en 2022 à 60%. Les recettes voyages ont augmenté de 11,7% à 104,6 milliards de dirhams et les transferts des MRE ont enregistré une amélioration de 4% à 115,2 milliards. Quant aux principales opérations financières, les recettes d'IDE ont diminué de 17,8% à 32,5 milliards, alors que les dépenses d'investissements directs marocains à l'étranger ont connu une expansion de 31,2% à 25,6 milliards. Dans ces conditions, l'encours des avoirs officiels de réserves s'est établi, à fin 2023, à 359,4 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 12 jours d'importations de biens et services.

En janvier 2024, le déficit commercial s'est allégé, en comparaison annuelle, de 4,1 milliards reflétant une augmentation de 7,2% des exportations et une baisse de 2,8% des importations. En parallèle, les recettes voyages ont connu une baisse 10,5% à 7,7 milliards et les transferts des MRE ont reculé de 2,6% à 9,2 milliards. S'agissant des investissements directs, les recettes d'IDE se sont améliorées de 640 millions à 3,7 milliards. Au total, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib ont atteint 356,6 milliards de dirhams à fin janvier 2024, représentant ainsi l'équivalent de 5 mois et 11 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

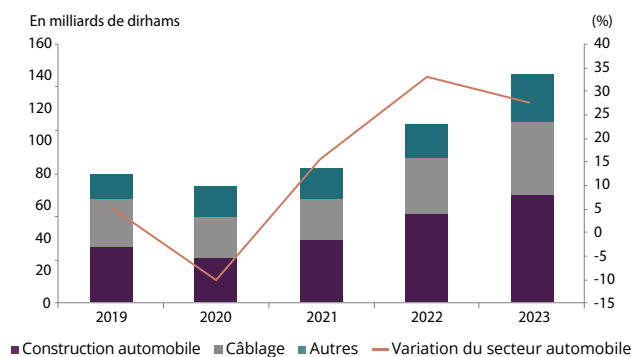
La quasi-stabilité des exportations recouvre des évolutions différenciées par secteur. Les expéditions des phosphates et dérivés ont accusé un repli de 34,1% à 76,1 milliards, résultat de reculs des ventes d'« engrais naturels et chimiques » de 30,7%, de l'« acide phosphorique » de 43,5% et du phosphate brut de 38%, sous l'effet principalement de la diminution de leurs prix à l'export. Quant aux expéditions du secteur de l'« agriculture et agroalimentaire », elles se sont quasiment stabilisées à 83,1 milliards de dirhams. Cette évolution recouvre une stagnation des exportations des produits agricoles à 37 milliards et une baisse de 1,8% de celles de l'industrie alimentaire à 43 milliards.

A l'inverse, les ventes du secteur automobile ont terminé l'année avec une performance

remarquable, atteignant 141,8 milliards de dirhams et se plaçant de nouveau à la tête des secteurs exportateurs avec une part de 33%. Par segment, les exportations de la construction se sont accrues de 22,6% et celles du câblage de 32,5%. Les ventes du secteur du « textile et cuir » se sont, pour leur part, accrues de 5% à 46,2 milliards, tirées par des hausses respectives de 6,9% et 5,4% de celles des « vêtements confectionnés » et des « articles de bonneterie ».

En parallèle, la bonne performance des expéditions de l'« électronique et électricité » s'est poursuivie avec une amélioration de 28,4% à 23,9 milliards, alors que le rythme de progression des exportations du secteur aéronautique a décéléré à 2,4%, après les fortes hausses enregistrées au cours des deux dernières années.

Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile



Source : Office des Changes.

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

Secteurs/Segments	Année		Variations	
	2023	2022	En valeur	En %
Exportations	429 310	428 612	698	0,2
Phosphates et dérivés	76 141	115 484	-39 343	-34,1
Engrais naturels et chimiques	54 937	79 266	-24 330	-30,7
Acide phosphorique	12 908	22 827	-9 919	-43,5
Phosphates	8 297	13 390	-5 094	-38,0
Agriculture et Agro-alimentaire	83 142	83 227	-85	-0,1
Industrie alimentaire	43 049	43 821	-772	-1,8
Agriculture, sylviculture et chasse	37 210	36 958	252	0,8
Automobile	141 763	111 281	30 482	27,4
Construction	67 629	55 149	12 480	22,6
Câblage	46 136	34 810	11 326	32,5
Powertrain	11 383	9 086	2 297	25,3
Electronique et Electricité	23 869	18 588	5 281	28,4
Fils, câbles	9 475	7 198	2 278	31,6
Composants électroniques (transistors)	8 444	6 703	1 741	26,0
Appareils pour coup. connex. des circuits électr.	2 736	2 026	711	35,1
Textile et Cuir	46 179	43 977	2 202	5,0
Vêtements confectionnés	29 525	27 611	1 914	6,9
Articles de bonneterie	8 936	8 475	462	5,4
Chaussures	3 316	3 536	-220	-6,2
Aéronautique	21 858	21 355	503	2,4
Assemblage	13 957	14 541	-584	-4,0
EWIS*	7 809	6 713	1 096	16,3
Autres industries	30 911	29 064	1 847	6,4
Métallurgie et travail des métaux	8 922	9 021	-99	-1,1
Industrie pharmaceutique	1 586	1 440	146	10,1
Industrie du plastique et du caoutchouc	2 275	2 274	1	0,0
Autres extractions minières	5 446	5 636	-189	-3,4
Sulfate de baryum	1 130	1 177	-47	-4,0

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

Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

La contraction des importations a été essentiellement tirée par l'allègement de 20,4% de la facture énergétique à 122 milliards, traduisant notamment des diminutions de 23,9% des achats de « gas-oils et fuel-oils », de 31,8% de ceux des « houilles ; cokes et combustibles solides similaires » et de 9% des acquisitions du « gaz de pétrole et autres hydrocarbures ». De même, les importations de demi-produits et de produits bruts ont accusé des replis respectifs de 10,5% et 28%, en lien principalement avec le reflux des approvisionnements en ammoniac et en soufre brut.

En parallèle, les acquisitions de biens d'équipements ont progressé de 14,4% à 161,7 milliards, reflétant notamment des accroissements de 37,6% des achats des « appareils pour coupure ou connexion des circuits électriques » et de 21,1% pour les « fils et câbles ». Dans le même sens, les achats de biens de consommation ont terminé l'année avec une augmentation de 11,3% à 158 milliards avec des hausses de 15,4% des importations de voitures de tourisme et de 27,7% de leurs parties et pièces. S'agissant des acquisitions de produits alimentaires, elles se sont accrues de 3,3% à 89,6 milliards de dirhams, résultat notamment de hausses de près de 2 milliards des approvisionnements en animaux vivants et en sucre brut et raffiné et d'une diminution de 6,5 milliards des achats de blé à 19,4 milliards de dirhams.

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

Groupements d'utilisation	Année		Variations	
	2023	2022	en valeur	en %
Importations	715 701	737 441	-21 740	-2,9
Produits énergétiques	121 959	153 187	-31 229	-20,4
Gas-oils et fuel-oils	58 129	76 369	-18 240	-23,9
Houilles; coques et combustibles solides similaires	16 504	24 213	-7 709	-31,8
Gas de pétrole et autres hydrocarbures	23 929	26 302	-2 373	-9,0
Demi produits	151 899	169 685	-17 786	-10,5
Ammoniac	8 837	21 397	-12 560	-58,7
Produits chimiques	13 703	16 873	-3 171	-18,8
Produits bruts	31 883	44 257	-12 375	-28,0
Soufres bruts et non raffinés	7 992	18 768	-10 777	-57,4
Huile de soja brute ou raffinée	6 108	8 120	-2 012	-24,8
Huile de tournesol brute ou raffinée	1 217	506	711	-
Biens d'équipement	161 687	141 303	20 384	14,4
Appareils pour coup. ou connex. des circuits électr.	14 421	10 481	3 940	37,6
Fils, câbles	13 514	11 159	2 355	21,1
Avions et autres véhicules aériens ou spatiaux	2 732	659	2 073	-
Produits finis de consommation	158 042	142 006	16 035	11,3
Parties et pièces pour voitures de tourisme	30 835	24 138	6 697	27,7
Voitures de tourisme	22 189	19 223	2 966	15,4
Ouvrages divers en matières plastiques	8 906	7 624	1 282	16,8
Produits alimentaires	89 610	86 734	2 876	3,3
Blé	19 357	25 898	-6 542	-25,3
Animaux vivants	2 857	561	2 296	-
Sucre brut ou raffiné	10 098	7 924	2 174	27,4

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 16,3% à 134,7 milliards, résultat des accroissements de 15,8% à 260,7 milliards des exportations et de 15,2% à 126 milliards des importations.

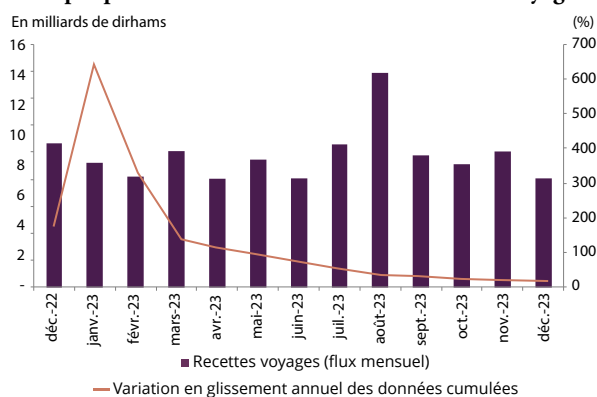
Tableau 2.3 : Evolution de la balance des services (en millions de dirhams)

	Année		Variation	
	2023	2022	en valeur	en %
Importations	125 971	109 339	16 632	15,2
Exportations	260 666	225 142	35 524	15,8
Solde	134 695	115 803	18 892	16,3

Source : Office des Changes.

S'agissant des recettes voyages, elles ont affiché un niveau record de 104,6 milliards de dirhams, en hausse de 11,7% d'une année à l'autre. De même, les dépenses voyages ont progressé de 23,4% à 23,8 milliards.

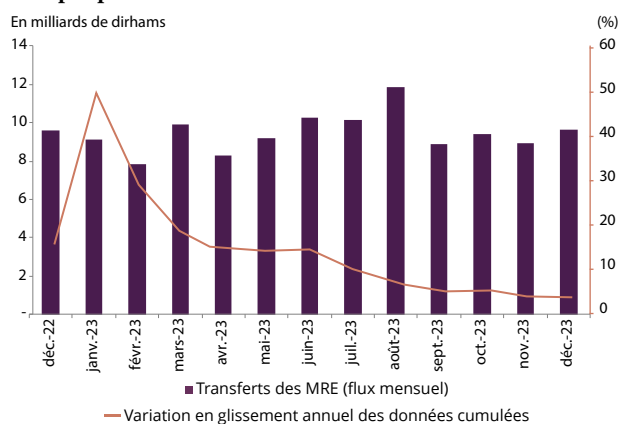
Graphique 2.2 : Évolution mensuelle des recettes voyages



Source : Office des Changes.

Concernant les transferts des MRE, ils ont enregistré une amélioration de 4% à 115,2 milliards de dirhams.

Graphique 2.3 : Évolution mensuelle 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 accusé une diminution de plus de moitié à 10,2 milliards, résultat d'un recul de 17,8% des recettes à 32,5 milliards et d'une augmentation de 25,6% des dépenses à 22,3 milliards. Quant aux investissements directs marocains à l'étranger, leur flux net s'est renforcé de 34,8% pour atteindre 8,4 milliards, résultat d'une amélioration de 6,1 milliards des investissements qui a plus que compensé la progression de 3,9 milliards des cessions.

A fin 2023, l'encours des avoirs officiels de réserves s'est établi à 359,4 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 12 jours d'importations de biens et services.

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

	Année		Variation	
	2023	2022	en valeur	en %
Investissements directs étrangers	10 152	21 758	-11 606	-53,3
Recettes	32 501	39 555	-7 054	-17,8
Dépenses	22 349	17 797	4 552	25,6
Investissements des marocains à l'étranger	8 425	6 250	2 175	34,8
Dépenses	25 601	19 508	6 093	31,2
Recettes	17 176	13 258	3 918	29,6

Source : Office des Changes.

Les données relatives au mois de janvier 2024 montrent un allègement, en comparaison annuelle, du déficit commercial de 4,1 milliards, résultat d'une augmentation de 7,2% des exportations et d'une baisse de 2,8% des importations. Le taux de couverture s'est ainsi amélioré de 55,7% à fin janvier 2023 à 61,4%.

La progression des exportations a été généralisée à l'ensemble des principaux secteurs, à l'exception de celui de l'« agriculture et agroalimentaire » dont les ventes ont accusé un recul de 1,2% à 8,4 milliards. Les expéditions de phosphates et dérivés ont enregistré une progression de 17,5% à 6,2 milliards, tirée par des accroissements des ventes d'« engrais naturelles et chimiques » de 20,4% et de celles de l'« acide phosphorique » de 26,5%. De même, les exportations du secteur automobile se sont améliorées de 8,3% à 10,8 milliards, traduisant des hausses de 9% pour le segment de la construction et de 5,9% pour celui du câblage. S'agissant des exportations des secteurs de l'aéronautique et du « textile et cuir », elles ont augmenté de 23% à 1,9 milliard et de 2,8% à 3,6 milliards, respectivement.

Pour sa part, la baisse des importations a été tirée essentiellement par celles des acquisitions de produits énergétiques et des biens d'équipements. La facture énergétique a, en effet, reculé de 12% à 9,7 milliards de dirhams, en relation avec des diminutions de 44,9% des achats en « houilles ; cokes et combustibles solides similaires » et de 26,6% de ceux en « gaz de pétrole et autres hydrocarbures ». Concernant les importations de biens d'équipements, elles ont reculé de 8,7% à 13,1 milliards, en relation notamment avec l'absence d'achats d'« avions et autres véhicules aériens ou spatiaux » après des achats d'une valeur de 1,2 milliard en janvier 2023. A l'inverse, les importations de demi-produits et de produits alimentaires ont progressé de 7,9% et 6,1% respectivement.

En parallèle, les recettes voyages ont connu une baisse de 10,5% à 7,7 milliards et les transferts des MRE ont reculé de 2,6% à 9,2 milliards. Concernant les principales opérations financières, les recettes d'IDE se sont élevées à 3,7 milliards de dirhams après 3 milliards en janvier 2023 et les dépenses d'investissements directs des marocains à l'étranger ont augmenté de 20,6% à 1,4 milliard. A fin janvier 2024, l'encours des avoirs officiels de réserve a atteint 356,6 milliards de dirhams, représentant ainsi l'équivalent de 5 mois et 11 jours d'importations de biens et services.

Tableau 2.5 : Evolution des principales rubriques de la balance des paiements (en millions de dirhams)

Secteurs/Groupements d'utilisation	Janvier		Variations	
	2024	2023	En valeur	En %
Exportations de biens	35 661	33 262	2 399	7,2
Automobile	10 841	10 014	827	8,3
Textile et Cuir	3 584	3 486	98	2,8
Agriculture et Agro-alimentaire	8 438	8 539	-101	-1,2
Phosphates et dérivés	6 200	5 276	924	17,5
Importations de biens	58 104	59 761	-1 657	-2,8
Produits énergétiques	9 678	10 997	-1 319	-12,0
Biens d'équipement	13 058	14 309	-1 251	-8,7
Produits alimentaires	7 962	7 503	459	6,1
Produits finis de consommation	11 782	12 077	-295	-2,4
Recettes voyages	7 713	8 618	-905	-10,5
Transferts des MRE	9 203	9 445	-242	-2,6
Recettes des investissements directs étrangers	3 659	3 018	641	21,2
Dépenses des investissements des marocains à l'étranger	1 378	1 143	235	20,6

Source : Office des Changes.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHE DES ACTIFS

Au quatrième trimestre 2023, les conditions monétaires ont été caractérisées par une stabilité des taux débiteurs et une dépréciation du taux de change effectif réel. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, son rythme de progression est resté stable à 2,7% au quatrième trimestre, intégrant une accélération de la progression des prêts accordés aux entreprises publiques et une décélération de ceux octroyés aux ménages. Les dernières données relatives au mois de janvier 2024 indiquent des hausses annuelles de 1,9% du crédit au secteur non financier et de 29,5% des prêts accordés aux autres sociétés financières. Concernant les autres contreparties de la masse monétaire, les créances nettes sur l'administration centrale se sont accrues de 2% contre 6,9% et les avoirs officiels de réserves ont augmenté de 4,6% après 5,5%. Au total, la masse monétaire a progressé de 5,2% contre 7,1% un trimestre auparavant.

Sur le marché immobilier, l'indice des prix des actifs a connu une hausse de 0,1% au quatrième trimestre 2023, recouvrant des accroissements des prix de 0,1% pour le résidentiel et de 0,3% pour les terrains, ainsi qu'une baisse des prix de 2,5% pour les biens à usage professionnel. Pour sa part, le nombre de transactions a augmenté de 2% globalement, de 13,2% pour le foncier et de 8,6% pour les actifs à usage professionnel. Il a, en revanche, diminué pour les biens résidentiels de 1,4%.

Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI s'est apprécié au quatrième trimestre de l'année de 1,9% et le volume des transactions est passé, d'un trimestre à l'autre, de 8,9 milliards à 31,9 milliards. Dans ces conditions la capitalisation boursière a progressé sur l'ensemble de l'année de 11,6% à 626,1 milliards de dirhams.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Au cours du quatrième trimestre 2023, le besoin en liquidité des banques s'est accentué à 100,9 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, contre 88,8 milliards un trimestre auparavant, résultat en particulier de l'expansion de la monnaie fiduciaire.

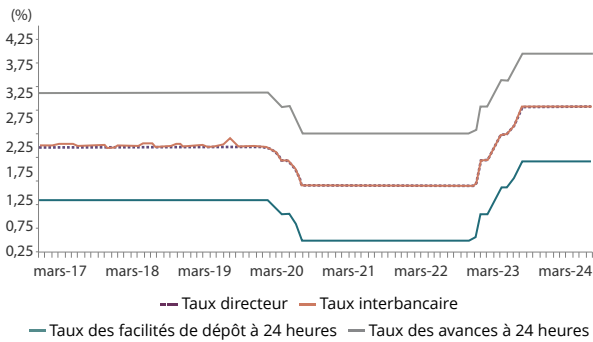
Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté ses injections à 114,9 milliards après 101,2 milliards, dont 46,2 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 41,3 milliards à travers les opérations de pensions livrées, et 27,4 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME.

Dans ce contexte, la durée moyenne résiduelle des interventions de la Banque est passée de 48,3 jours à 51,2 jours et le taux interbancaire est demeuré aligné sur le taux directeur.

Pour l'ensemble de l'année 2023, le déficit de liquidité s'est creusé à 83,2 milliards en moyenne hebdomadaire, contre 80,9 milliards une année auparavant.

Les dernières données disponibles indiquent une nouvelle accentuation du déficit de liquidité bancaire à 110,5 milliards en moyenne en janvier et février 2024.

Graphique 3.1 : Taux interbancaire (données quotidiennes)

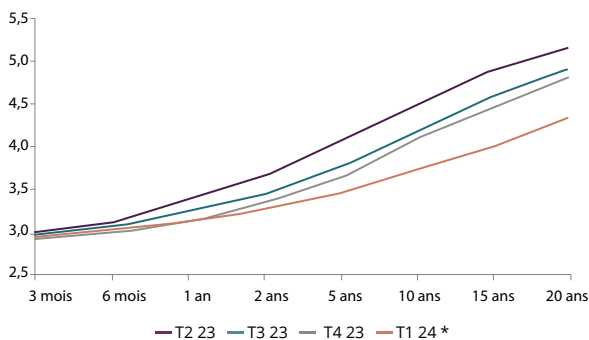


Au niveau du marché des bons du Trésor, les taux se sont détendus au cours du quatrième trimestre, aussi bien sur le marché primaire que secondaire. Durant les mois de janvier et février, cette tendance s'est maintenue, sur les deux marchés, et ce, particulièrement pour les maturités moyenne et longue, en lien notamment avec la poursuite du repli de l'inflation.

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

	2022		2023			2024
	T4	T1	T2	T3	T4	Janv.
26 semaines	3,07	3,22	3,15	3,07	2,98	2,87
2 ans	2,44	3,80	3,79	3,49	3,38	3,22
5 ans	-	3,98	4,16	3,82	3,72	3,40
10 ans	3,20	4,38	4,55	4,20	4,14	3,86
15 ans	-	4,97	4,93	4,64	4,51	4,08

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

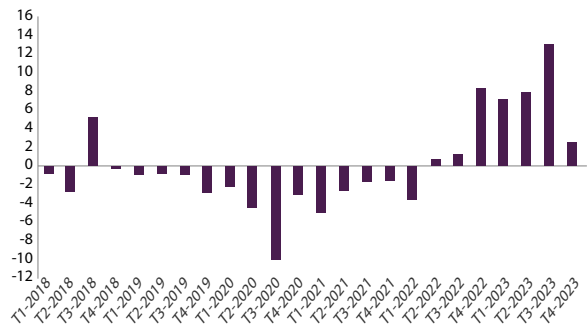


*Moyenne observée en janvier et février 2024.

Sur le marché de la dette privée, les taux assortissant les émissions des certificats de dépôt ont légèrement baissé au quatrième trimestre de 2023. En ce qui concerne les taux créditeurs, ceux appliqués aux dépôts à 6 mois ont connu des reculs trimestriels de 4 points de base à 2,47% en moyenne, tandis que ceux à un an ont augmenté de 23 points de base à 2,86%. 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 premier semestre de 2023.

Dans ces conditions, le coût de financement des banques¹ s'est accru très légèrement de 3 points de base d'un trimestre à l'autre, cumulant ainsi une hausse de 38 points depuis le début du resserrement de la politique monétaire.

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



Les dernières données disponibles relatives au mois de janvier 2024 indiquent une quasi-stabilité, d'un mois à l'autre, des taux des dépôts à 6 mois à 2,59% et une baisse de 24 points de base à 2,81% pour ceux à 12 mois.

Pour ce qui est du taux minimum de rémunération des comptes sur carnet, il a été fixé pour le premier semestre de l'année 2024 à 2,73%, en repli de 25 pb par rapport au semestre précédent.

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

Tableau 3.2 : Taux créditeurs (en %)

	2022		2023			2024
	T4	T1	T2	T3	T4	Janv.
6 mois	2,24	2,38	2,45	2,51	2,47	2,59
12 mois	2,57	2,69	2,97	2,63	2,86	2,81

Concernant les taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au quatrième trimestre 2023 indiquent une stabilité du taux moyen global à 5,36%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les crédits aux entreprises ont baissé de 2 pb à 5,30%, avec des replis de 17 pb à 4,90% pour les prêts à l'équipement et de 22 pb à 5,49% pour ceux à la promotion immobilière, et un accroissement de 4 pb à 5,35% pour les facilités de trésorerie. S'agissant des taux appliqués aux crédits aux particuliers, ils sont restés stables à 5,94% recouvrant une hausse de 9 pb à 4,83% pour les prêts à l'habitat et un recul de 7 pb à 7,18% pour ceux à la consommation.

Tableau 3.3 : Taux débiteurs (en %)

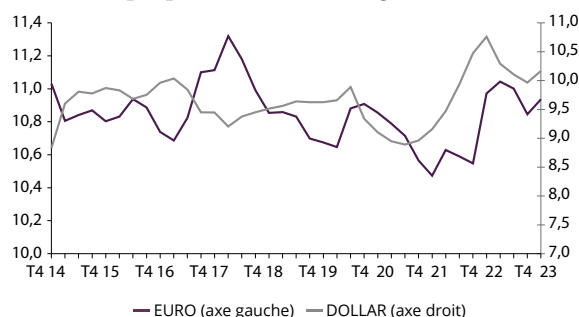
	2022		2023			
	T3	T4	T1	T2	T3	T4
Taux global	4,24	4,50	5,03	5,26	5,36	5,36
Particuliers	5,33	5,72	5,63	5,93	5,94	5,94
Crédits immobiliers	4,19	4,32	4,36	4,64	4,74	4,83
Crédits à la consommation	6,39	6,40	6,95	7,27	7,25	7,18
Entreprises	4,04	4,30	4,98	5,22	5,32	5,30
Crédits de trésorerie	3,93	4,19	4,98	5,28	5,31	5,35
Crédits à l'équipement	4,14	4,38	4,81	4,72	5,07	4,90
Crédits immobiliers	5,41	5,61	5,37	5,43	5,71	5,49

3.1.2 Taux de change

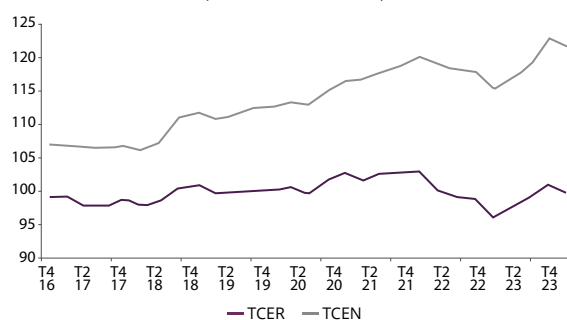
Durant le quatrième trimestre 2024, l'euro s'est déprécié de 1,15% par rapport au dollar américain. Dans ce contexte, la valeur du dirham a baissé de 0,83% vis-à-vis de l'euro et de 1,99% face au dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, la monnaie nationale

s'est appréciée en particulier de 4,36% par rapport à la livre turque et s'est dépréciée de 2,26% face au yuan chinois. Au total, le taux de change effectif a reculé de 0,91% en termes nominaux et de 1,41% 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 quatrième trimestre 2023, des replis annuels de 24,9% à 31,7 milliards de dirhams pour les ventes et de 25,5% à 30,5 milliards pour les achats. Concernant les opérations à terme, elles ont connu des baisses de 28,9% à 21,5 milliards pour les achats et de 61% à 4,6 milliards pour les ventes.

3.1.3 Situation monétaire

L'agrégat M3 s'est accru de 5,2% au quatrième trimestre 2023 contre 7,1% un trimestre auparavant. Cette évolution traduit un ralentissement du rythme de progression des dépôts à vue à 7,7%

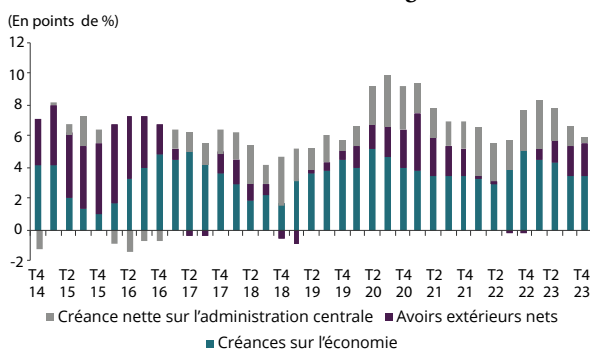
après 8,3% en lien notamment avec la décélération du rythme de la hausse de ceux des ménages à 6,4% après 7,5%. De même, le repli des dépôts à terme a continué de s'accroître, passant de 5,7% à 8,9%, traduisant la baisse de ceux des entreprises publiques à 28,2% après un accroissement de 40,7%.

Dans le même sens, la progression de la circulation fiduciaire a connu un ralentissement passant de 11,9% à 11,4% et l'encours des titres des OPCVM monétaires s'est replié de 2% après une hausse de 23,6%. Concernant les dépôts en devises, ils ont connu une accentuation de leur repli à 15,5% après 11,9%.

Sur l'ensemble de l'année, le rythme de croissance de l'agrégat M3 a décéléré à 3,9% après 8% à fin 2022, reflétant notamment un net ralentissement du rythme des dépôts à vue auprès des banques à 6,9% après 8,8% et une accentuation de la baisse des dépôts à terme de 4,9% à 11,3%.

Par principales contreparties, le ralentissement de la hausse de la masse monétaire au quatrième trimestre recouvre des décélérations des rythmes d'accroissement des créances nettes sur l'administration centrale de 6,9% à 2% et des avoirs officiels de réserve de 5,5% à 4,6%, alors que la hausse du crédit bancaire s'est accélérée de 4,8% à 5,1%.

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 rythme du progression crédit au secteur non financier est resté stable à 2,7% au quatrième trimestre, résultat d'une accélération de la progression des prêts accordés aux entreprises publiques de 29,9% à 31,7% et d'une décélération de ceux octroyés aux ménages de 2,4% à 2%. La baisse des prêts aux entreprises privées s'est maintenue au même rythme de 0,4% enregistré le trimestre précédent.

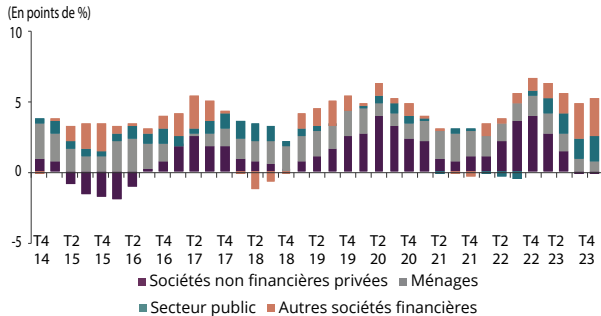
L'évolution du crédit aux sociétés non financières privées reflète une baisse de 10,1% des facilités de trésorerie, en lien avec la diminution des prix des importations et l'amortissement des prêts bénéficiant des lignes de garantie mises en place lors de la crise pandémique. Pour leur part, les prêts de trésorerie octroyés aux entreprises publiques ont enregistré une expansion de 68,5%.

Concernant les prêts aux particuliers, leur accroissement est revenu de 2,5% à 2,1%, avec des ralentissements de 2,3% à 1,9% pour les crédits à l'habitat et de 1% à 0,3% pour ceux à la consommation. Quant aux crédits aux entrepreneurs individuels, ils ont vu leur rythme de progression revenir de 2% à 1%.

Par branche d'activité, les données relatives au quatrième trimestre 2023 indiquent une amélioration des crédits à destination des entreprises des « Industries extractives » de 78,7%

et du secteur de l'« Electricité, gaz et eau » de 24,8%. En revanche, les prêts aux entreprises du « Commerce, réparations automobiles et d'articles domestiques » et des « Industries métallurgiques, mécaniques, électriques et électroniques » ont accusé des replis respectifs de 7,3% et 11,1%.

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

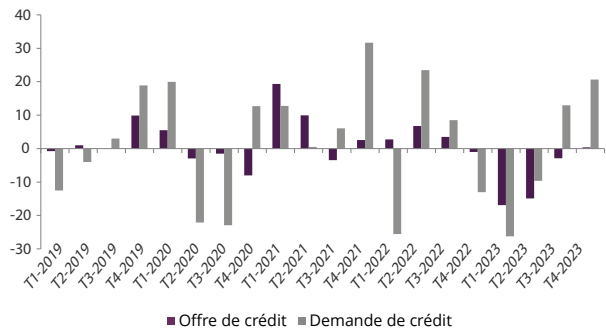


Pour ce qui est des créances en souffrance, elles ont augmenté de 5,6% et leur ratio à l'encours du crédit bancaire a marqué un recul à 8,6%. Elles se sont accrues de 6,5% pour les entreprises non financières privées et de 4,2% pour les ménages avec des ratios respectifs de 12,6% et 10%.

En comparaison annuelle, la croissance du crédit bancaire au secteur non financier ressort en nette décélération de 7,9% à fin 2022 à 2,7%, reflétant une quasi-stagnation des crédits aux entreprises privées après une hausse de 10,4%, et un ralentissement du rythme de progression des prêts aux ménages de 3,6% à 2%. En revanche, les crédits aux entreprises publiques se sont accrues de 27% à fin 2023 après 21,8%.

Les dernières données relatives au mois de janvier 2024 indiquent une croissance annuelle du crédit bancaire de 5,5%, traduisant des accroissements de 29,5% des prêts accordés aux autres sociétés financières et de 1,9% du crédit au secteur non financier.

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

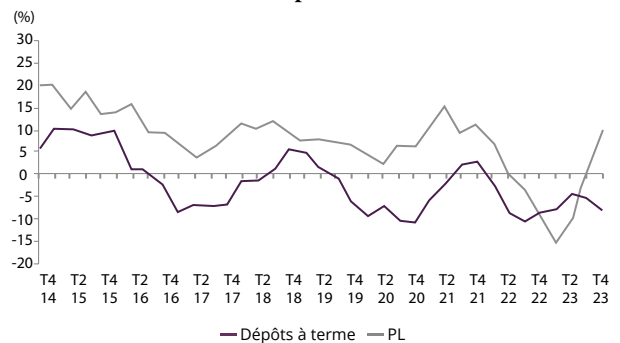


Source : BAM.

Pour ce qui est des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils ont progressé de 4,5% au quatrième trimestre 2023. Cette évolution reflète notamment des accroissements de 5,7% des crédits accordés par les sociétés de financement, de 4,1% de ceux distribués par les banques offshore et de 1% des prêts consentis par les associations de microcrédit.

Concernant les agrégats de placements liquides, ils ont marqué une augmentation de 10,1% après celle de 0,5% un trimestre auparavant. Cette évolution reflète des accroissements des titres des OPCVM obligataires de 16,8%, après un repli de 3,5%, et des Bons du Trésor de 7,8% après une hausse de 4,3%, ainsi qu'une augmentation des titres des OPCVM actions et diversifiés de 6,3% après un recul de 4,8%.

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



3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

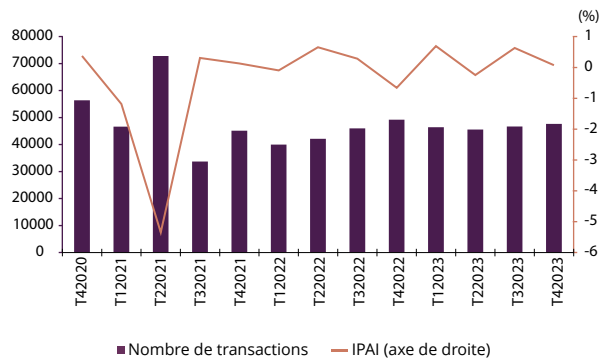
Au quatrième trimestre de 2023, l'indice des prix des actifs immobiliers a enregistré une hausse de 0,1%, recouvrant des augmentations de 0,3% pour le foncier et de 0,1% pour le résidentiel ainsi qu'une baisse de 2,5% pour les biens à usage professionnel. Pour sa part, les transactions ont augmenté de 2% globalement, de 13,2% pour les terrains et de 8,6% pour les biens à usage professionnel, alors que celles portant sur les biens résidentiels ont diminué de 1,4%.

Au niveau des principales villes, excepté Oujda, Rabat, Fès et Meknès où des baisses allant de 0,4% à 2,7% ont été enregistrées, les prix ont connu au niveau des autres villes des hausses avec des taux allant de 0,1% à Casablanca à 1,4% à Marrakech.

S'agissant des ventes, elles ont connu des hausses au niveau de quatre villes (Marrakech, Rabat, Tanger et Casablanca), avec des taux allant de 4,8% à 15,3%. Dans le reste, elles ont affiché des reculs variant de 1,7% à Agadir à 11,8% à Oujda.

Sur l'ensemble de l'année, l'indice des prix des actifs immobiliers a augmenté de 0,6% après un repli de 0,7% en 2022. Cette progression reflète des hausses de 0,1% pour le résidentiel, de 1,5% pour le foncier et de 1,8% pour les biens à usage professionnel. Pour ce qui est du nombre de transactions, il a augmenté de 5,1%, après la baisse de 10,6%. Les ventes ont ainsi progressé de 6,3% pour les biens résidentiels, de 5,8% pour les biens à usage professionnel et de 0,3% pour le foncier.

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



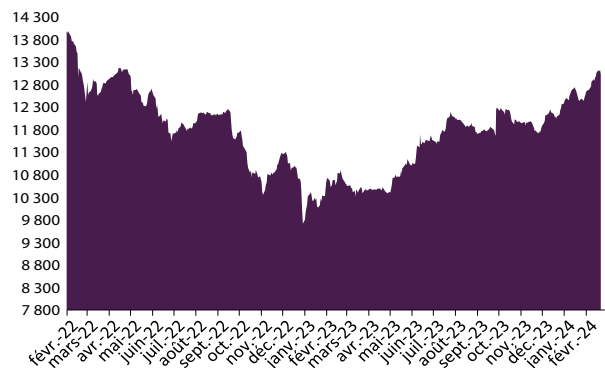
Sources : BAM et ANCFCC.

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

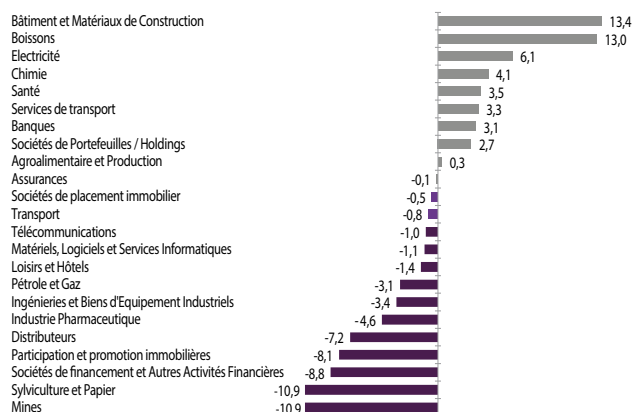
Au cours du quatrième trimestre de 2023, le MASI s'est apprécié de 1,9%. Cette évolution reflète principalement les progressions des indices sectoriels des « bâtiments et matériaux de construction » de 13,4%, de l'électricité de 6,1% et des banques de 3,1%. A l'inverse ceux relatifs aux secteurs des mines et des distributeurs ont diminué de 10,9% et 7,2% respectivement.

Graphique 3.12 : Evolution de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

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



Source : Bourse de Casablanca.

Pour ce qui est du volume des échanges, il a fortement progressé, passant de 8,9 milliards de dirhams à 31,9 milliards, d'un trimestre à l'autre. Cette évolution s'explique principalement par la dynamique des échanges aussi bien sur le marché central que sur celui des blocs où les chiffres d'affaires ont atteint au quatrième trimestre 12 milliards et 17,6 milliards après 7,5 milliards et 1,3 milliard respectivement. Dans ce contexte, la capitalisation boursière s'est accrue depuis le début de l'année de 11,6% à 626,1 milliards de dirhams.

Les dernières données disponibles font ressortir une hausse mensuelle du MASI de 4,5% en février, après celle de 3,1% en janvier, portant sa performance depuis le début de l'année à 7,8%. Cette évolution reflète les progressions des indices des secteurs des banques de 4,6%, des « sociétés de placement immobilier » de 4,3% et des « bâtiments et matériaux de construction » de 2,4%. En revanche, ceux relatifs aux secteurs des «matériels, logiciels et services informatiques » et de la chimie ont baissé de 4,9% et 1,5% respectivement. S'agissant du volume

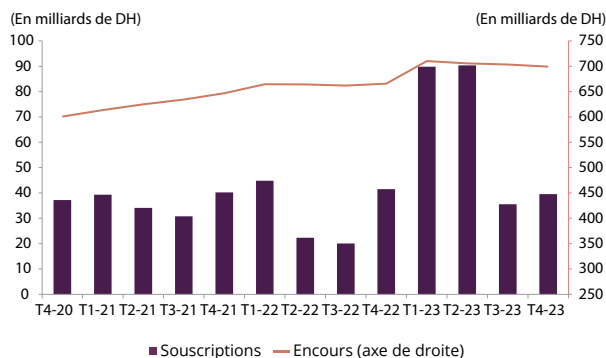
des transactions, il est revenu de 5,3 milliards de dirhams en janvier à 4,7 milliards en février, dont 4,4 milliards réalisé sur le marché central. Dans ce contexte la capitalisation boursière s'est élevée à 673,7 milliards, en accroissement de 7,6% depuis décembre 2023.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les émissions du Trésor sur le marché intérieur ont atteint 39,5 milliards au quatrième trimestre 2023 après 35,6 milliards le trimestre précédent. Ces dernières ont porté à hauteur de 63% sur des maturités longues, de 23% sur celles moyennes et de 13% sur celles courtes. Tenant compte des remboursements d'un montant de 43,6 milliards, l'encours des bons du Trésor a atteint 699,4 milliards, en hausse de 5% par rapport au quatrième trimestre 2022.

Les dernières données disponibles font ressortir une hausse des émissions de bons de Trésor à 19,7 milliards de dirhams en janvier 2024 contre 15,5 milliards en décembre 2023. Celles-ci ont porté à hauteur de 66% sur des maturités longues, de 31% sur celles moyennes et de 4% sur celles courtes. Compte tenu des remboursements d'un montant de 6,6 milliards, l'encours des bons du Trésor a atteint 712,5 milliards, en accroissement de 1,9% depuis décembre 2023.

Graphique 3.14 : Evolution des levés des bons du Trésor



Source : BAM.

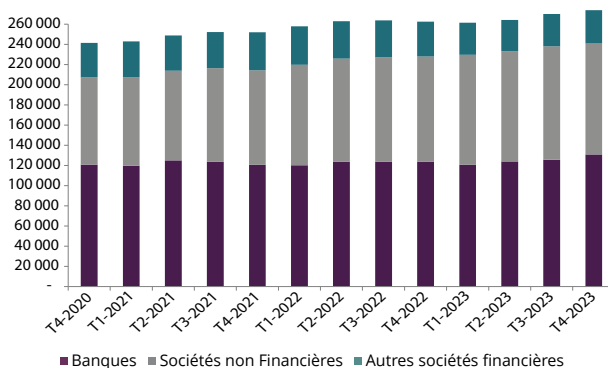
3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions ont augmenté de 18,1% à 24,2 milliards de dirhams au quatrième trimestre 2023. Les banques ont levé un montant de 13,6 milliards contre 11,8 milliards le trimestre précédent et les sociétés non financières, 5,3 milliards au lieu de 6,2 milliards.

Par instrument, les émissions des titres de créances négociables ont diminué, d'un trimestre à l'autre, de 19,7% à 14,6 milliards dont 9,8 milliards sous forme de certificats de dépôts, 4,4 milliards de bons de sociétés de financement et 307 millions de billets de trésorerie. Pour leur part, les émissions des obligations ont progressé, de 2,3 milliards à 9,6 milliards dont 52,6% effectuées par les sociétés non financières.

Les dernières données disponibles montrent que les émissions de dette privée se sont établies à 9,4 milliards en janvier 2024, contre 11,8 milliards en décembre 2023. Compte tenu des remboursements, l'encours de ces titres a atteint 280,5 milliards de dirhams, en hausse de 2,3% depuis décembre 2023.

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 quatrième trimestre 2023, les souscriptions aux titres des OPCVM ont progressé de 20,1% à 338,3 milliards et les rachats de 33,5% à 346,6 milliards, soit une décollecte nette de 8,4 milliards de dirhams. S'agissant des indices de performance, ils ont connu une progression trimestrielle pour l'ensemble des fonds, avec des taux allant de 0,9% pour les fonds monétaires à 2,7% pour les obligataires à moyen et long termes.

Les dernières données du mois de février¹ indiquent une augmentation de 5,9% de l'actif net des OPCVM depuis le début de l'année à 593,1 milliards de dirhams, incluant des hausses des encours de 8,4% pour les obligataires à moyen et long termes, de 8,1% pour les OPCVM monétaires, de 6,5% pour les fonds actions, de 6% pour les contractuels et de 4,9% pour les fonds diversifiés. En revanche, l'actif net des OPCVM obligataires à court terme a diminué de 3,7%.

¹ Données arrêtées au 16 février 2024.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exécution budgétaire **au terme de l'année 2023** s'est caractérisée par la poursuite de la consolidation budgétaire. Ainsi, le déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'Etat, s'est établi à 64,4 milliards de dirhams contre 71,6 milliards un an auparavant, sous l'effet notamment de l'amélioration de 8,6 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor à 17 milliards. Les recettes ordinaires ont enregistré une progression de 6,6%, reflétant celle de 5,4% des rentrées fiscales et de 13,5% de celles non fiscales. Ces dernières intègrent notamment l'encaissement des ressources issues des mécanismes de financement spécifiques à hauteur de 25,4 milliards. En regard, les dépenses globales se sont accrues de 5,6%, résultat notamment des augmentations de 6,5% des dépenses de biens et services et de 18,1% de celles d'investissement, alors que les charges de compensation se sont allégées de 28,4%.

À fin février 2024, le déficit budgétaire s'est atténué à 9,6 milliards au lieu de 10,6 milliards de dirhams un an auparavant. Les recettes ordinaires se sont renforcées de 16,1%, traduisant des progressions de 10,4% des rentrées fiscales et de 136,2% de celles non fiscales. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 4,6%, en raison notamment des hausses de celles de biens et services et des transferts aux collectivités territoriales. Le solde ordinaire est ressorti ainsi déficitaire à 2,6 milliards contre 7,9 milliards un an auparavant, tandis que celui des comptes spéciaux du Trésor a connu une baisse de 3,8 milliards.

Le Trésor a réduit son stock des opérations en instance de 7,6 milliards, portant le déficit de caisse à 17,2 milliards, en atténuation de 508 millions par rapport à fin février 2023. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures nettes de 13,5 milliards et par un flux net extérieur à hauteur de 3,7 milliards de dirhams. Ainsi, l'encours de la dette publique directe, selon les estimations de BAM, aurait augmenté de 1,4% par rapport à son niveau à fin décembre 2023. S'agissant des conditions de financement du Trésor, elles se sont améliorées comparativement à la même période en 2023.

4.1 Recettes ordinaires

L'exécution budgétaire à fin février 2024 fait ressortir une amélioration de 16,1% à 57 milliards des recettes ordinaires, reflétant celles de 10,4% des rentrées fiscales, tirées principalement par le produit de la TVA à l'intérieur, et de 136,2% de celles non fiscales.

Les recettes des impôts directs ont augmenté de 6,7% à 14,4 milliards, sous l'effet des accroissements de 15% à 3,2 milliards du produit de l'IS, en liaison principalement avec l'IS retenu à la source au titre des rémunérations allouées à des tiers et sur les produits de placements à revenu fixe, et de 2,7% à 10,5 milliards des rentrées de l'IR. L'évolution de ces dernières tient compte notamment des recettes issues de l'action de l'administration fiscale en hausse de 234 millions.

Pour leur part, les impôts indirects se sont situés à 28,3 milliards, en progression de 14,1%, traduisant celles de 16,5% à 23,3 milliards des rentrées de la TVA et de 4,3% à 5,1 milliards de celles de la TIC. L'évolution de cette dernière recouvre en particulier un accroissement de 15% à 2,7 milliards de la TIC sur les produits énergétiques et une diminution de 10,2% à 1,9 milliard de celle sur les tabacs. L'amélioration de la TVA a été tirée par sa composante intérieure, en rebond de 35,5% à 11,2 milliards, compte tenu des remboursements de crédit de TVA d'un montant de 681 millions au lieu de 1 milliard à fin février 2023.

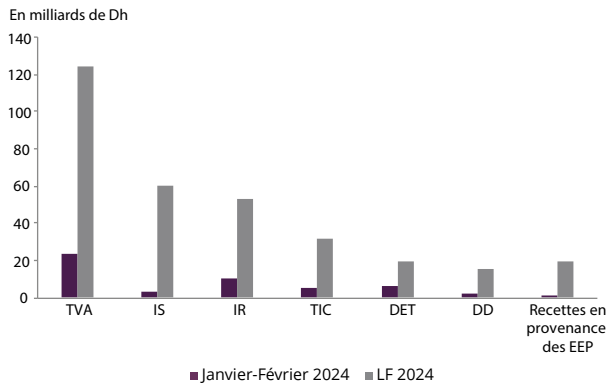
Tableau 4.1 : Recettes ordinaires
(en milliards de dirhams)*

	Janv.- Fév. 2023	Janv.- Fév. 2024	Var. en %	LF 2024	Réalisa- tion par rapport à la LF (en %)
Recettes ordinaires	49,1	57,0	16,1	371,7	15,3
Recettes fiscales	46,1	50,9	10,4	308,0	16,5
- Impôts directs	13,5	14,4	6,7	116,9	12,3
Dont IS	2,8	3,2	15,0	59,9	5,3
IR	10,3	10,5	2,7	52,7	20,0
- Impôts indirects	24,8	28,3	14,1	156,1	18,2
TVA*	20,0	23,3	16,5	124,2	18,7
TIC	4,9	5,1	4,3	31,9	15,9
- Droits de douane	2,4	2,2	-7,8	15,7	13,9
- Enregistrement et timbre	5,3	5,9	11,1	19,3	30,6
Recettes non fiscales	2,2	5,1	136,2	60,3	8,4
- Recettes en prove- nance des EEP	1,3	0,4	-66,6	19,5	2,1
- Autres recettes	0,9	4,7	417,6	40,8	11,4
Mécanismes de financement spécifiques	0,0	0,0	-	35,0	0,0
Recettes des CST	0,9	1,0	16,6	3,5	30,1

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

De leur côté, les rentrées des droits de douane se sont repliées de 7,8% à 2,2 milliards en raison notamment de la baisse des importations, alors que celles des droits d'enregistrement et de timbre se sont améliorées de 11,1% à 5,9 milliards.

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



Sources : MEF (DTFE), 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

S'agissant des recettes non fiscales, elles ont progressé de 2,9 milliards à 5,1 milliards, traduisant les encaissements de 4,7 milliards au titre des autres recettes et de 417 millions des produits provenant des établissements et entreprises publics (EEP), au lieu de 1,3 milliard un an auparavant, dont 120 millions versés par Bank Al-Maghrib.

4.2 Dépenses

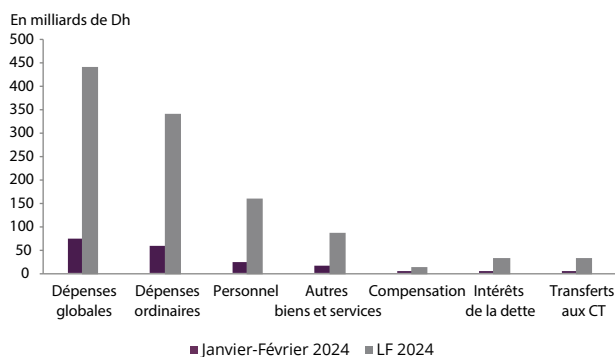
Les dépenses globales se sont établies à 76,4 milliards à fin février 2024, en alourdissement de 4,2%, sous l'effet des accroissements de 4,6% à 59,6 milliards de celles ordinaires et de 2,7% à 16,8 milliards de celles d'investissement. Les dépenses de biens et services se sont élevées à 42,5 milliards, en hausse de 4,8%, résultat des augmentations de 3,8% à 26,5 milliards de la masse salariale et de 6,6% à 16 milliards des dépenses au titre des autres biens et services. Ces dernières tiennent compte notamment des transferts d'un montant de 6,9 milliards aux EEP et de 1,6 milliards aux comptes spéciaux du Trésor. L'évolution de la masse salariale incorpore, pour la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel, une progression de 3,8% de sa composante structurelle et une baisse de 3,1% à 814 millions de dirhams des rappels.

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

	Janv.- Fév. 2023	Janv.- Fév. 2024	Var. en %	LF 2024	Réalisa- tion par rapport à la LF (en %)
Dépenses globales	73,4	76,4	4,2	444,7	17,2
Dépenses ordinaires	57,0	59,6	4,6	344,3	17,3
Biens et services	40,6	42,5	4,8	252,8	16,8
Personnel	25,6	26,5	3,8	161,6	16,4
Autres biens et services	15,0	16,0	6,6	91,2	17,5
Intérêts de la dette	4,7	4,8	0,5	37,2	12,8
Compensation	5,7	5,3	-6,3	17,0	31,3
Transferts aux CT	6,0	7,0	16,5	37,2	18,7
Investissement	16,4	16,8	2,7	100,4	16,7

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

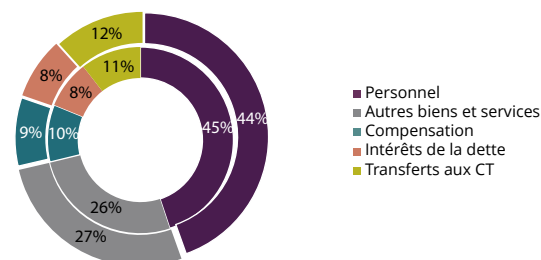
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

S'agissant des charges en intérêts de la dette, elles ont enregistré une hausse de 0,5% à 4,8 milliards, résultat d'un accroissement de 48,6% à 1,3 milliard de dirhams de celles sur la dette extérieure et d'une diminution de 10,2% à 3,5 milliards de celles sur la dette intérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires



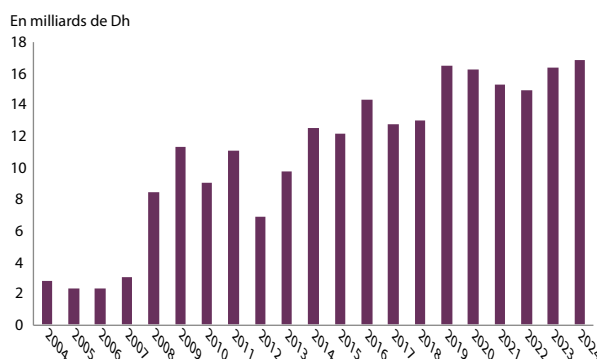
Anneau intérieur : Janvier-Février 2023
Anneau extérieur : Janvier-Février 2024

Sources : MEF (DTFE), retraitement TVA par BAM.

Pour leur part, les charges de compensation ont reculé de 6,3% à 5,3 milliards de dirhams, soit un taux d'exécution de 31,3% par rapport à la LF. Ce repli résulte notamment des baisses des subventions allouées au gaz butane et à la farine nationale de blé tendre, respectivement, de 305 millions à 3 milliards et de 522 millions à 546 millions. En parallèle, le soutien du sucre s'est accru de 369 millions à 1,3 milliard et celui accordé aux professionnels du secteur du transport de 100 millions à 500 millions de dirhams.

Quant aux dépenses d'investissement, elles ont progressé de 2,7% à 16,8 milliards, soit un taux d'exécution de 16,7% par rapport aux prévisions d'émission de la LF, suite notamment à la hausse de 12% des dépenses des Ministères et au recul de 2,7% des concours divers.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin février

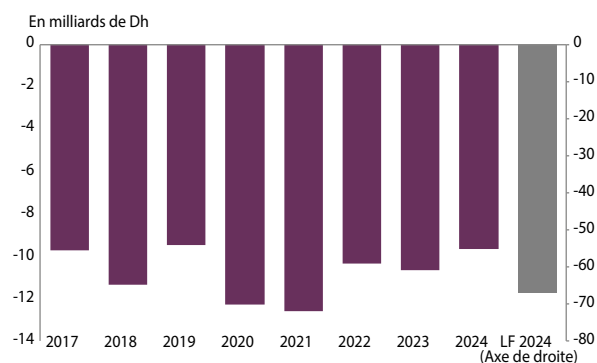


Source : MEF (DTFE).

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, la situation du Trésor fait ressortir un déficit budgétaire de 9,6 milliards de dirhams, contre 10,6 milliards à fin février 2023. Par ailleurs, le Trésor a réduit son stock des opérations en instance de 7,6 milliards, au lieu de 7 milliards un an auparavant, ramenant ainsi le déficit de caisse à 17,2 milliards, en allègement de 508 millions.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin février



Source : MEF (DTFE).

Le besoin de financement du Trésor a été couvert par des ressources intérieures nettes de 13,5 milliards et par un flux extérieur net de 3,7 milliards de dirhams. Celui-ci recouvre des tirages bruts à hauteur de 5,2 milliards, dont 3,2 milliards auprès de la Banque Mondiale, contre 2,2 milliards de dirhams à fin février 2023, et des amortissements de 1,5 milliard, au lieu de 1,4 milliard.

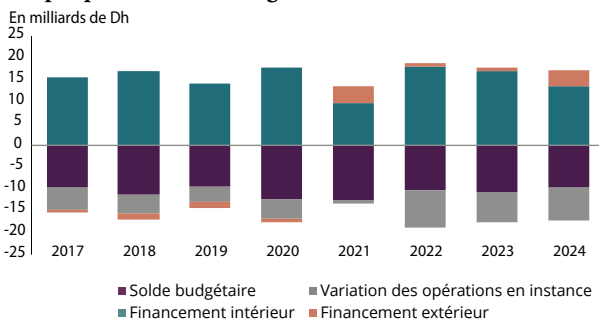
Tableau 4.3 : Financement du déficit
(en milliards de dirhams)

	Janv.-Fév. 2023	Janv.-Fév. 2024	LF 2024
Solde ordinaire	-7,9	-2,6	27,5
Solde des CST	13,6	9,8	6,0
Solde primaire	-5,9	-4,9	-29,7
Solde budgétaire	-10,6	-9,6	-67,0
Variation des opérations en instance	-7,0	-7,6	
Besoin de financement	-17,7	-17,2	-67,0
Financement intérieur	17,0	13,5	10,8
Financement extérieur	0,7	3,7	51,1

Sources : Données MEF (DTFE).

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a porté sur un montant net de 20 milliards contre 50,8 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont concerné notamment les bons à 10 ans pour un montant de 8 milliards, ceux à 20 ans à hauteur de 6,9 milliards, les bons à 15 ans pour 6,4 milliards et ceux à 5 ans pour 2,8 milliards. En parallèle, des remboursements nets ont été enregistrés pour les bons à 52 semaines et 26 semaines pour des montants respectifs de 5,2 milliards et 1,2 milliard.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin février*



Source : MEF (DTFE).

* Les recettes des cessions de participations de l'Etat, limitées et discontinuées dans le temps, ont été intégrées dans le financement intérieur.

L'évolution des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications fait ressortir une diminution des taux moyens pondérés à fin février 2024 par rapport à la même période en 2023. Les baisses ont atteint 30 pb à 2,88% pour les bons à 13 semaines, 35 pb à 2,87% pour ceux à 26 semaines, 46 pb à 3,03% pour les bons à 52 semaines, 51 pb à 3,26% pour ceux à 2 ans et 58 pb à 3,4% pour ceux à 5 ans. De même, pour les maturités longues, le taux moyen des bons à 10 ans a reculé de 57 pb à 3,81% et des bons à 20 ans de 31 pb à 4,44%.

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

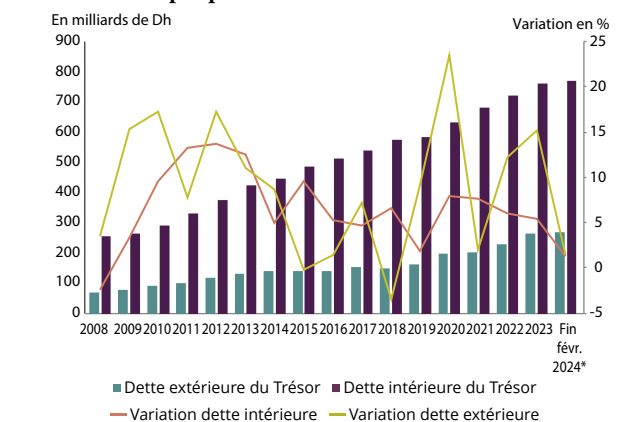
	2019	2020	2021	2022	2023	Fin février 2024*
Dettes extérieures du Trésor	161,6	199,7	203,8	228,9	263,8	267,5
Var en %	9,2	23,6	2,0	12,3	15,3	1,4
Dettes intérieures du Trésor	585,7	632,9	681,5	722,9	762,5	773,1
Var en %	1,9	8,1	7,7	6,1	5,5	1,4
Encours de la dette directe	747,3	832,6	885,3	951,8	1026,3	1040,6
Var en %	3,4	11,4	6,3	7,5	7,8	1,4

Source : MEF (DTFE).

* Pour la dette à fin février 2024, elle est estimée sur la base des flux de financement générateurs de dettes

Pour ce qui est de la dette publique directe, son encours à fin février 2024 aurait augmenté de 1,4% comparativement à son niveau à fin décembre 2023, avec des hausses de 1,4% chacune de ses composantes intérieure et extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



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

Encadré 4.1 : Exécution budgétaire au titre de l'année 2023

L'exécution budgétaire au titre de l'année 2023 fait ressortir un déficit, hors produit de cession des participations de l'Etat, de 64,4 milliards au lieu de 71,6 milliards un an auparavant. Rapporté au PIB*, ce déficit serait de 4,4% contre 5,4%. Les recettes ordinaires ont progressé de 6,6% à 355,6 milliards, reflétant des accroissements de 5,4% des rentrées fiscales à 296,3 milliards et de 13,5% de celles non fiscales à 55,2 milliards, dont 25,4 milliards au titre des recettes des mécanismes de financement spécifiques. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont accrues de 2% à 326,3 milliards, résultat des hausses de 6,5% de celles de biens et services et de 9,5% des charges en intérêts de la dette, tandis que celles de compensation se sont allégées de 28,4%. Le solde ordinaire ressort ainsi excédentaire à 29,3 milliards, au lieu de 13,8 milliards un an auparavant. De leur côté, les dépenses d'investissement ont progressé de 18,1% à 110,8 milliards, portant ainsi les dépenses globales à 437,1 milliards, en accroissement de 5,6%. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il s'est élevé à 17 milliards contre 8,4 milliards à fin 2022. Les ressources des comptes spéciaux du Trésor tiennent compte d'un montant de 19,6 milliards de dirhams au titre des recettes du Fonds spécial pour la gestion des effets du tremblement de terre et de 15,8 milliards de dirhams du Fonds d'appui à la protection sociale et à la cohésion sociale, au lieu de 9,3 milliards de dirhams en 2022.

Tableau E.4.1.1 : Exécutions budgétaires de 2022 et 2023, en milliards de dirhams

	2022	2023	Ecart		Exécution /LF 2023
			en %	en valeur	
Recettes ordinaires	333,7	355,6	6,6	21,9	104,1
Recettes fiscales*	281,2	296,3	5,4	15,2	102,4
- Impôts directs	111,7	116,8	4,6	5,2	103,2
Dont : IS	60,8	62,3	2,4	1,5	102,3
IR	48,0	50,7	5,8	2,8	105,8
- Impôts indirects	137,6	143,1	4,0	5,5	98,6
TVA	106,0	110,3	4,0	4,3	97,3
TIC	31,6	32,8	3,7	1,2	103,0
- Droits de douane	13,9	16,4	18,3	2,5	109,4
- Enregistrement et timbre	18,0	20,0	11,1	2,0	125,5
Recettes non fiscales	48,6	55,2	13,5	6,6	104,9
- Monopoles	13,1	14,0	6,4	0,8	71,9
- Autres recettes	35,5	41,2	16,1	5,7	138,9
Y.c. Recettes de mécanismes spécifiques	25,0	25,4	1,5	0,4	101,7
Recettes de certains CST	3,9	4,1	4,1	0,2	123,3
Dépenses globales	413,7	437,1	5,6	23,4	104,9
Dépenses ordinaires	319,9	326,3	2,0	6,4	100,3
Biens et services	217,8	232,1	6,5	14,2	98,8
Personnel	147,8	151,8	2,7	4,0	97,4
Autres biens et services	70,1	80,3	14,6	10,2	101,5
Dette publique	28,5	31,2	9,5	2,7	104,2
Compensation	41,8	29,9	-28,4	-11,8	112,7
Transferts aux CT	31,8	33,1	4,0	1,3	97,3
Solde ordinaire	13,8	29,3		15,5	
Investissement	93,8	110,8	18,1	17,0	121,5
Solde des CST	8,4	17,0	102,0	8,6	
Solde budgétaire	-71,6	-64,4	-9,9	7,1	
En points du PIB	5,4	4,4			
Solde primaire	-43,1	-33,2			
Variation des opérations en instance	-2,0	-9,3			
Solde de financement	-73,5	-73,7	0,3	-0,2	
Financement intérieur	67,4	37,2			
Financement extérieur	6,1	35,0			
Produit de cessions de participations de l'Etat	0,0	1,6			

* Compte tenu des 30% de la TVA transférée aux collectivités territoriales.
Sources : MEF (DTFE), retraitement TVA par BAM.

Au niveau des recettes fiscales, les rentrées des impôts directs se sont accrues de 4,6% à 116,8 milliards, en liaison principalement avec l'augmentation de 2,4% à 62,3 milliards de celles de l'IS et de 5,8% à 50,7 milliards de celles de l'IR. Celles-ci tiennent compte notamment de l'amélioration du produit de l'IR sur les salaires et de celui de l'IR sur les particuliers. Réalisées à hauteur de 98,6%, les impôts indirects ont généré des recettes de 143,1 milliards, en hausse de 4%, tirée par celles de 4% à 110,3 milliards des rentrées de la TVA et de 3,7% à 32,8 milliards des recettes de la TIC. L'évolution de cette dernière traduit notamment un renforcement de 7,7% à 13,7 milliards de la TIC sur les tabacs et une quasi-stabilité à 16,2 milliards de celle sur les produits énergétiques. L'amélioration du produit de la TVA recouvre un rebond de 24% à 34,5 milliards des recettes de la TVA à l'intérieur et un repli de 3,1% à 75,8 milliards de celles de la TVA à l'importation. Pour ce qui est des recettes des droits de douane et d'enregistrement et de timbre, elles se sont accrues de 18,3% à 16,4 milliards et de 11,1% à 20 milliards respectivement.

S'agissant des rentrées non fiscales, leur évolution a été marquée principalement par des encaissements de 25,4 milliards au titre des mécanismes de financement spécifiques et de 14 milliards des recettes provenant des EEP contre 13,1 milliards un an auparavant et 19,5 milliards programmés dans la LF. Ces rentrées proviennent de l'OCP à hauteur de 7,4 milliards, de l'ANCFCC pour 4 milliards et de Bank Al-Maghrib pour 937 millions. Pour leur part, les dons des pays du CCG se sont élevés à 784 millions de dirhams contre 380 millions un an auparavant.

Les dépenses de biens et services ont atteint 232,1 milliards, en augmentation de 6,5%, avec des accroissements de 2,7% à 151,8 milliards de la masse salariale et de 14,6% à 80,3 milliards des dépenses au titre des autres biens et services. De leur côté, les charges en intérêts de la dette ont augmenté de 9,5% à 31,2 milliards, recouvrant un rebond de 66,6% à 8,3 milliards de celles sur la dette extérieure et un recul de celles sur la dette intérieure de 2,5% à 22,9 milliards. Pour leur part, les charges de compensation se sont allégées de 28,4% à 29,9 milliards, dont 16,7 milliards allouées au gaz butane, 6,6 milliards au sucre, 3,9 milliards à la farine nationale et la restitution à l'importation du blé tendre et 2,5 milliards au titre des subventions du secteur du transport.

Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 9,3 milliards, le déficit de caisse s'est situé à 73,7 milliards, en léger creusement de 234 millions d'une année à l'autre. Outre l'encaissement des recettes de cession des participations de l'Etat de 1,6 milliard, ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 37,2 milliards et par des ressources extérieures nettes de 35 milliards. Le recours au marché des adjudications s'est élevé à 33,6 milliards, contre 19,1 milliards un an auparavant.

* Sur la base de la prévision de BAM du PIB.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHE DU TRAVAIL

Au troisième trimestre 2023, la croissance économique s'est accélérée à 2,8%, après 1,7% un an auparavant, résultat d'une amélioration de 5,7% de la valeur ajoutée agricole et d'une décélération à 2,7% du rythme d'évolution des activités non agricoles. L'analyse des composantes de la demande fait ressortir une contribution positive de 4,4 points de pourcentage de celle intérieure et une participation négative de -1,6 point de celle extérieure. Au quatrième trimestre, le rythme de l'activité économique aurait été de 2,6%.

Au total, le PIB aurait progressé autour de 3% en 2023 au lieu de 1,3% en 2022. Cette évolution refléterait une hausse de 5,5%, contre un recul de 12,9%, de la valeur ajoutée agricole et de 2,6%, après 3%, des activités non agricoles. Au premier trimestre 2024, la croissance devrait ralentir à 2%, traduisant un repli de 5,6% de la valeur ajoutée agricole, tenant compte d'une récolte céréalière estimée par BAM autour de 25 millions de quintaux, et un raffermissement de 3% de celle non agricole.

Sur le marché du travail, la situation s'est sensiblement dégradée en 2023, avec une perte de 157 mille postes après celle de 24 mille en 2022. Les pertes ont été enregistrées exclusivement au niveau de l'agriculture qui a accusé une baisse de 202 mille postes, les autres secteurs ayant connu des augmentations de 19 mille dans le BTP, de 15 mille dans les services et de 7 mille dans l'industrie y compris l'artisanat. Tenant compte d'une sortie nette de 20 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a diminué de 44,3% à 43,6% et le taux de chômage est passé de 11,8% à 13%. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux a poursuivi sa montée à un rythme plus rapide, avec une hausse de 3,1 points à 35,8% globalement, de 1,6 point à 48,3% dans les villes et de 4,1 points à 20,6% dans les campagnes.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

Les données des comptes nationaux relatives au troisième trimestre de 2023 indiquent une légère amélioration de la consommation des ménages de 0,4% au lieu de 0,1% au même trimestre de l'année précédente. Sa participation à la croissance est ainsi ressortie positive de 0,2 point de pourcentage.

Au quatrième trimestre, elle se serait redressée à 0,9%, après un repli de 1,6% un an auparavant, dans un contexte marqué par le ralentissement de l'inflation, le démarrage de l'octroi des aides aux ménages touchés par le séisme d'Al Haouz et par le maintien des transferts des MRE à un niveau élevé. En revanche, la situation sur le marché du travail s'est dégradée, avec une augmentation sensible du taux de chômage, et le moral des ménages s'est de nouveau détérioré.

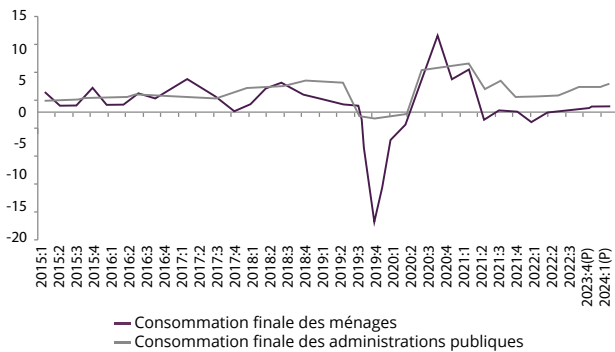
Sur l'ensemble de l'année 2023, la consommation des ménages aurait progressé de 0,4% après une contraction de 0,7% en 2022.

Au premier trimestre de 2024, elle devrait s'accroître de 0,9%, en lien notamment avec la hausse des transferts publics suite notamment à l'octroi des aides sociales directes aux ménages vulnérables.

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, son rythme s'est accéléré à 3,8% au troisième trimestre de 2023 après 2,3% au même trimestre un an auparavant, et sa contribution à la croissance est ainsi passée de 0,4 point de pourcentage à 0,7 point.

Au dernier trimestre de 2023, elle se serait améliorée de 3,9% au lieu de 2,6% au même trimestre de l'année précédente, reflétant l'augmentation des transferts aux collectivités territoriales et des dépenses du personnel, portant ainsi sa croissance sur l'ensemble de l'année 2023 à 3,4%. Au premier trimestre de l'année 2024, elle devrait s'accroître de 4,4%.

Graphique 5.1 : Dépenses de consommation (variation en %)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

5.1.2 Investissement

Au troisième trimestre de 2023, l'investissement s'est renforcé de 11,6% après un repli de 6,6% un an auparavant, et sa contribution à la croissance s'est élevée à 3,4 points de pourcentage contre une participation négative de 2 points.

Au quatrième trimestre, il aurait progressé de 5%, après le recul de 4,1% un an auparavant. Cette évolution est corroborée par les données disponibles, dont notamment le rebond des importations des biens d'équipements et l'amélioration des ventes de ciments.

Par ailleurs, les résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib au titre du quatrième trimestre 2023, indiquent que le climat des affaires a été qualifié de « normal » par 73% des entreprises et de « défavorable » par 20% d'entre elles.

Sur l'ensemble de l'année 2023, l'investissement se serait accru de 2,7% après une baisse de 6,5% en 2022 et son rythme devrait poursuivre son amélioration au premier trimestre de cette année.

5.2 Demande extérieure

Au troisième trimestre de 2023, les exportations nettes de biens et services en volume ont contribué négativement à la croissance à hauteur de 1,6 point au lieu d'une participation positive de 3,1 points au même trimestre de 2022, le rythme de progression ayant décéléré de 23,7% à 8,1% pour les exportations en volume et de 11,7% à 9,3% pour les importations en volume.

Au quatrième trimestre, le rythme des exportations aurait ralenti de 20,1% à 10,8%, en lien particulièrement avec la décélération de 16,7% à 8,3% des expéditions d'automobile. En parallèle, les importations auraient progressé de 9% après 9,4%, reflétant principalement la poursuite de l'allègement de la facture énergétique.

Sur l'ensemble de l'année 2023, les échanges extérieurs de biens et services, en volume, auraient de nouveau contribué positivement à la croissance à hauteur de 1,1 point de pourcentage après 2,9 points en 2022. Le rythme des exportations de biens et services en volume aurait ralenti de 20,4% à 11,3% et celui des importations de 9% à 7%.

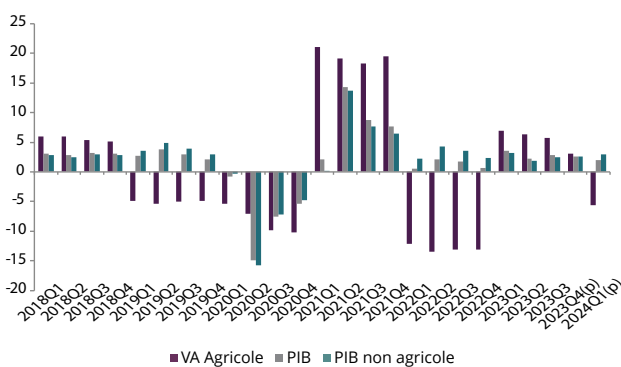
Au premier trimestre de 2024, les exportations en volume devraient progresser de 9,5% après 19,8% et les importations de 13,5% au lieu de 8,8%.

5.3 Offre globale

Au troisième trimestre 2023, la hausse du PIB s'est accélérée à 2,8%, après 1,7% au même trimestre de l'année précédente, reflétant des augmentations de 5,7%, contre une baisse de 13,1%, de la valeur ajoutée agricole et de 2,7%, après 3,3%, de celle non agricole.

Pour le dernier trimestre de 2023, l'activité économique aurait enregistré une amélioration de 2,6%, après 0,7% un an auparavant, traduisant un accroissement de 3,1%, contre un recul de 13,1%, de la valeur ajoutée agricole et une hausse de 2,5%, au lieu de 2,2%, des activités non agricoles.

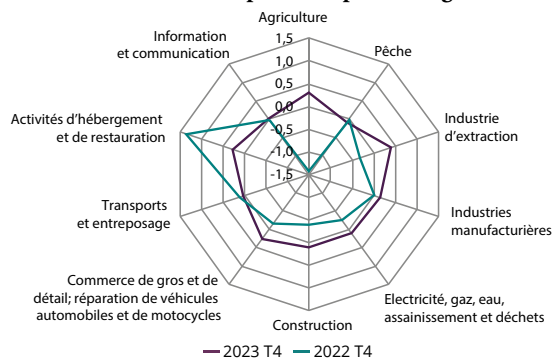
Graphique 5.2 : PIB par composante (aux prix de l'année précédente, variation en %, en glissement annuel, base 2014)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Au niveau du secteur secondaire, la valeur ajoutée aurait affiché une progression de 3% contre un recul de 3,6%. Cette évolution reflèterait notamment une reprise de l'activité dans les industries d'extraction, avec une croissance de 17%, au lieu d'une contraction de 15,7%, dans un contexte marqué par un redressement de la demande et une baisse des prix des fertilisants. Elle traduirait, dans une moindre mesure, une hausse de 1%, au lieu d'une stagnation, pour les industries de transformation.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Dans les secteurs tertiaires, la valeur ajoutée aurait affiché une augmentation de 2,5% au lieu de 5,1% une année auparavant. Elle aurait connu en particulier des améliorations de 8%, après 63,2%, pour la branche « Activités d'hébergement et de restauration » et de 2,2%, contre une baisse de 1,3%, pour le commerce.

Sur l'ensemble de l'année 2023, l'accroissement du PIB se serait accéléré autour de 3% après 1,3% en 2022, résultat d'une progression de 5,5%, après un repli de 12,9%, de la valeur ajoutée agricole et de 2,6%, au lieu de 3%, de celle des activités non agricoles.

Au premier trimestre de 2024, la croissance économique devrait ralentir à 2% au lieu de 3,5% un an auparavant. La valeur ajoutée agricole baisserait de 5,6%, tenant compte d'une récolte céréalière estimée par BAM autour de 25 millions de quintaux. Pour sa part, l'activité dans les secteurs non agricoles s'accroîtrait de 3%, reflétant notamment une poursuite du dynamisme observé dans les branches « Construction », « Electricité et eau » et « Industries d'extraction ».

5.4 Marché du travail et capacités de production

5.4.1 Activité et emploi

En 2023, la population active a enregistré une baisse de 0,2% à 12,2 millions de personnes, avec un recul de 3,4% en zones rurales et une hausse de 1,8% dans les villes. Compte tenu d'une progression de 1,4% de la population en âge de travailler, le taux d'activité s'est replié de 0,7 point à 43,6% au niveau national, de 1,8 point à 47,3% dans les campagnes et de 0,1 point à 41,8% en milieu urbain.

En parallèle, l'économie nationale a accusé une perte de 157 mille emplois, après celle de 24 mille un an auparavant, et la population active occupée a ainsi diminué de 1,5% à près de 10,6 millions de personnes.

A l'exception de l'agriculture qui a affiché une perte de 202 mille postes, les autres secteurs ont connu des augmentations de leur volume d'emplois, de 7 mille dans l'industrie y compris l'artisanat, de 19 mille dans le BTP et de 15 mille dans les services. Ces derniers reflètent essentiellement une création de 31 mille postes dans les «services sociaux fournis aux collectivités» et de 21 mille dans les activités d'hébergement et de restauration, le commerce ayant, en revanche, enregistré une diminution de 74 mille.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

Après avoir diminué de 4,4% en 2022, la population au chômage a connu en 2023 un bond de 9,6%, ou de 138 mille chômeurs, à 1,58 million de personnes. Tenant compte également de l'évolution de la population active, le taux de chômage a enregistré une hausse sensible, passant de 11,8% à 13% au niveau national, de 15,8% à 16,8% en milieu urbain et de 5,2% à 6,3% en zones rurales.

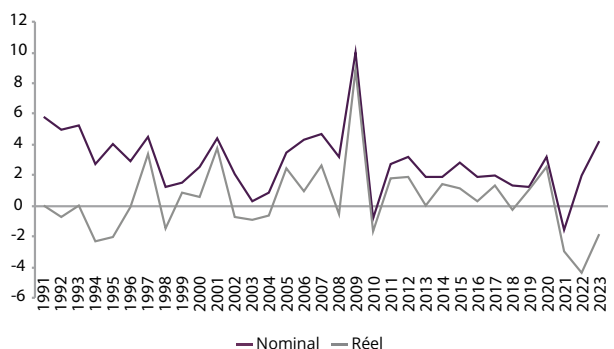
Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux s'est accru de 3,1 points à 35,8% globalement, de 1,6 point à 48,3% pour les citadins et de 4,1 points à 20,6% pour les ruraux. Parallèlement, le taux de sous-emploi¹ est passé de 9% à 9,8% au niveau national, de 8,1% à 8,7% en milieu urbain et de 10,4% à 11,6% 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 de 2,1% en 2023 après 0,4% un an auparavant. Cette évolution serait le résultat des augmentations de 2,6%, au lieu de 3%, de la valeur ajoutée et de 0,5%, après 2,6%, des effectifs employés.

Pour sa part, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS en rapportant la masse salariale aux effectifs employés, a enregistré en 2023 un accroissement, en termes nominaux, de 4,3% après 2% en 2022, une évolution qui s'expliquerait notamment par la hausse du SMIG. En termes réels, la baisse s'est atténuée, revenant de 4,4% à 1,8%.

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

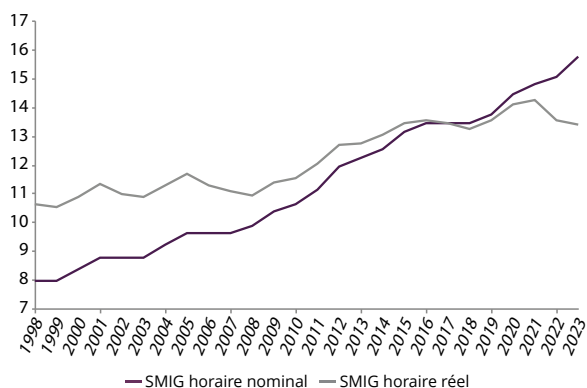


Sources : Données CNSS et calculs BAM.

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, il s'est établi en termes nominaux à 15,8 dirhams en 2023, en progression de 4,9% en glissement annuel. Tenant compte d'une hausse de 6,1% de l'indice des prix à la consommation, il a reculé de 1,2% en termes réels.

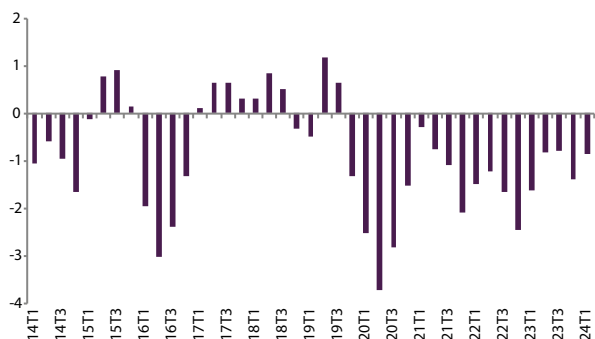
Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)



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

Dans ces conditions, l'output-gap devrait rester négatif au cours du dernier trimestre 2023 et du premier trimestre 2024.

Graphique 5.6 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	2022	2023
Taux d'activité (en %)	44,3	43,6
Urbain	49,1	47,3
Rural	41,9	41,8
Taux de chômage (en %)	11,8	13,0
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	32,7	35,8
Urbain	15,8	16,8
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	46,7	48,3
Rural	5,2	6,3
Créations d'emplois (en milliers)	-24	-157
Urbain	150	41
Rural	-174	-198
Secteurs		
- Agriculture, forêt et pêche	-215	-202
- Industrie y compris l'artisanat	28	7
- BTP	-1	19
- Services	164	15
Productivité apparente non agricole (variation en %)	0,4	2,1
Indice des salaires moyens (variation en %)		
Nominal	2,0	4,3
Réel	-4,4	-1,8

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

En ligne avec la prévision publiée dans le RPM de décembre dernier, l'inflation est revenue de 4,9% au troisième trimestre à 3,8% au dernier trimestre de l'année 2023, ramenant sa moyenne au titre de l'ensemble de l'année à 6,1%. La décélération s'est prolongée en janvier tirée par la poursuite de l'atténuation des pressions inflationnistes d'origine externe. Ainsi, l'inflation est ressortie à 2,3%, niveau le plus bas enregistré depuis octobre 2021. Hormis les prix des carburants et lubrifiants qui ont vu leur baisse s'atténuer de -4,1% au quatrième trimestre 2023 à -2,5% en janvier 2024 en lien avec l'évolution des cours des produits pétroliers, le ralentissement a concerné l'ensemble des autres composantes. Le rythme d'accroissement des prix des produits alimentaires à prix volatils est, en effet, revenu de 11,9% à 5,8% en janvier et l'inflation sous-jacente a reflué à 2,5%, après 3,4%, tirée principalement par sa composante alimentaire. De même, les tarifs réglementés ont affiché une stagnation en janvier, par rapport à leur niveau une année auparavant, après une progression de 0,8% au dernier trimestre de l'année 2023.

Au premier trimestre 2024, l'inflation devrait se limiter à 1,6% en moyenne alors que sa composante sous-jacente reviendrait à 2,2%.

6.1 Evolution de l'inflation

Poursuivant sa trajectoire descendante, l'inflation est revenue de 3,8% en moyenne au quatrième trimestre 2023 à 2,3% en janvier 2024, soit le niveau le plus bas observé depuis octobre 2021. Cette décélération a concerné ses trois principales composantes, en l'occurrence, l'inflation sous-jacente, les prix des produits alimentaires à prix volatils et les tarifs réglementés. En revanche, les prix des carburants et lubrifiants ont vu leur repli, en glissement annuel, s'atténuer de -4,1% à -2,5%.

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

En janvier, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont connu un recul mensuel de 3,5%, tirés principalement par des diminutions de 12,4% pour les « légumes frais », de 3,6% pour les « agrumes » et de 0,4% pour les « volaille et lapin ».

En comparaison annuelle, le rythme de progression des prix de ces produits a ralenti à 5,8% en janvier, au lieu de 11,9% au quatrième trimestre 2023, et leur contribution à l'inflation s'est limitée à 0,8 point de pourcentage contre 1,5 point au titre du dernier trimestre de l'année 2023.

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

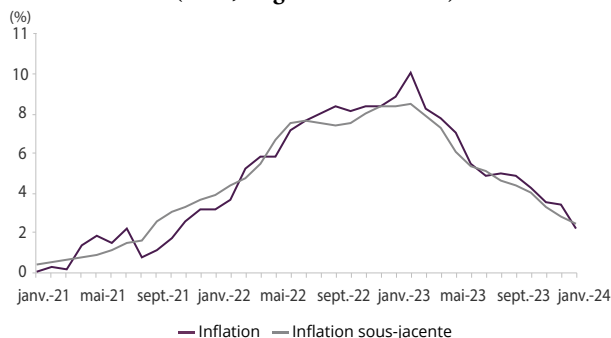
(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	nov. 23	déc. 23	janv. 24	nov. 23	déc. 23	janv. 24
Inflation	-0,3	-0,1	-0,6	3,6	3,4	2,3
- Produits alimentaires à prix volatils	-1,0	-0,6	-3,5	12,0	12,0	5,8
- Produits réglementés	0,0	0,0	-0,4	0,8	0,8	0,0
- Carburants et lubrifiants	-1,1	-2,6	-2,4	-8,2	-3,3	-2,5
Inflation sous-jacente	0,0	0,2	0,1	3,3	2,8	2,5
Produits alimentaires	0,0	0,3	0,2	5,7	4,4	3,7
- Articles d'habillement et chaussures	0,3	0,3	0,3	2,7	2,6	2,8
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,2	0,2	0,0	1,2	1,2	1,2
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,1	-0,1	2,1	2,0	1,7
- Santé ¹	-0,3	0,2	0,7	2,5	2,9	3,1
- Transport ²	0,3	0,3	0,5	1,6	1,5	2,1
- Communication	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,2
- Loisirs et cultures ¹	-0,3	-0,4	0,0	-0,9	-1,2	-1,1
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	2,1	2,1	2,1
- Restaurants et hôtels	0,1	-0,1	0,5	4,8	4,2	4,3
- Biens et services divers ¹	0,1	0,2	0,2	2,0	2,0	1,9

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)

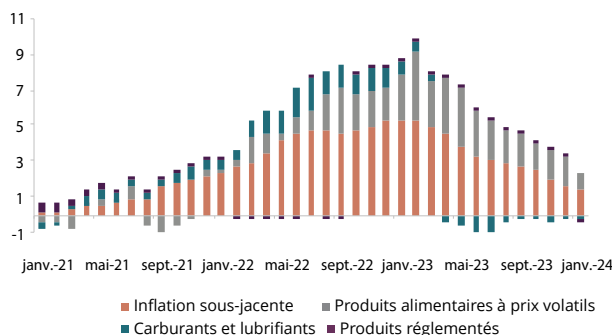


Sources : HCP et calculs BAM.

S'agissant des tarifs réglementés, ils ont connu une baisse de 0,4% en janvier, reflétant principalement celle de 4,9% des prix des « produits pharmaceutiques » en lien avec l'exonération des médicaments de la TVA promulguée dans la Loi de Finances de 2024. L'effet de cette mesure a plus que compensé celui de l'accroissement de 2,2% des prix des tabacs, consécutif au troisième relèvement successif de la TIC y afférente prévu par la Loi de Finances de 2022.

En comparaison annuelle, les tarifs réglementés ont connu une stagnation contre une progression de 0,8% en moyenne au quatrième trimestre de l'année 2023 et leur contribution à l'inflation est ressortie non significative au lieu d'une participation de 0,2 point de pourcentage le trimestre précédent.

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

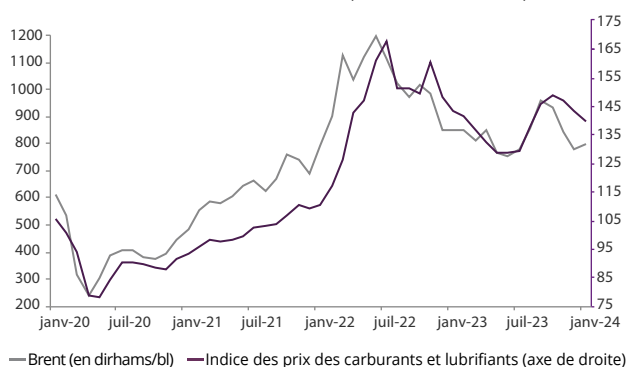


Sources : Données HCP et calculs BAM.

Les prix des carburants et lubrifiants ont, pour leur part, enregistré une nouvelle baisse mensuelle de 2,4% en janvier, tirée par l'évolution des cours internationaux des produits pétroliers. Toutefois, leur repli, en comparaison annuel, poursuit son atténuation pour ressortir à -2,5% au lieu de -4,1% un trimestre auparavant.

Au total, la contribution des prix des carburants et lubrifiants à l'inflation s'est établie à -0,1 point de pourcentage au lieu de -0,2 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.

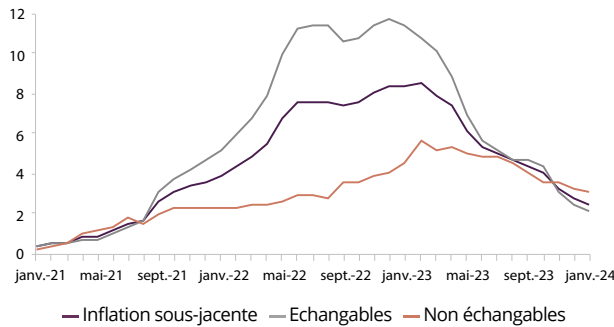
6.1.2. Inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente poursuit son ralentissement graduel pour revenir de 3,4% en moyenne au quatrième trimestre à 2,5% en janvier. L'essentiel de cette décélération est lié à celle de 5,8% à 3,7% de sa composante alimentaire, avec notamment la baisse du rythme de progression des prix des « viandes fraîches » de 12,4% à 9,3%, des « huiles » de 8,8% à 5,6% et du « lait » de 6,2% à 0,9%.

Quoique dans une moindre mesure, la diminution du rythme d'accroissement des prix a concerné également la composante non alimentaire de l'inflation sous-jacente avec notamment des ralentissements pour les « meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer » de 2,1%

à 1,7%, pour les « restaurants et hôtels » de 4,6% à 4,3% et pour les « biens et services divers¹ » de 2,1% à 1,9%.

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 sa décélération a concerné ses deux composantes, bien qu'elle soit tirée essentiellement par celle échangeable.

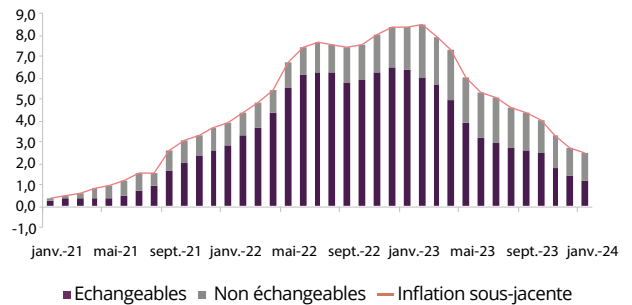
Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables

	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	nov. 23	déc. 23	janv. 24	nov. 23	déc. 23	janv. 24
Biens échangeables	0,0	0,2	0,0	3,2	2,4	2,1
Biens non échangeables	0,1	0,1	0,3	3,5	3,3	3,1
Inflation sous-jacente	0,0	0,2	0,1	3,3	2,8	2,5

Sources : Données HCP et calculs BAM.

En effet, les prix des biens échangeables ont progressé de 2,1% en janvier au lieu de 3,2% au quatrième trimestre dans un contexte marqué par la poursuite de l'atténuation des pressions d'origine externe avec notamment une quasi-stabilisation de l'inflation dans la zone euro à un niveau modéré ainsi qu'une poursuite de la baisse de l'indice FAO des produits alimentaires de base.

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

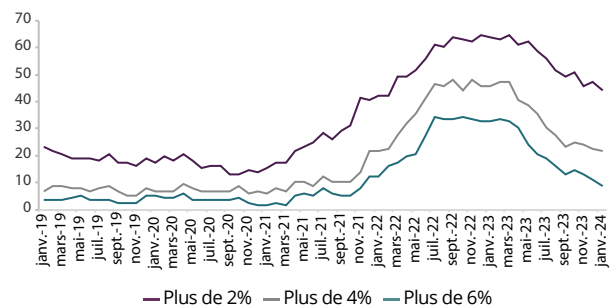


Sources : HCP et calculs BAM.

Pour leur part, les prix des biens et services non échangeables ont vu leur rythme d'accroissement s'alléger à 3,1% en janvier au lieu de 3,5% en moyenne entre octobre et décembre 2023.

La part des produits dont les prix se sont accrus de plus de 2% est revenue de 48% en moyenne au cours du quatrième trimestre à 44% en janvier. De même, les proportions des produits ayant connu une hausse des prix de plus de 4% et de 6%, ont poursuivi leur recul.

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



Sources : Données HCP et calculs BAM.

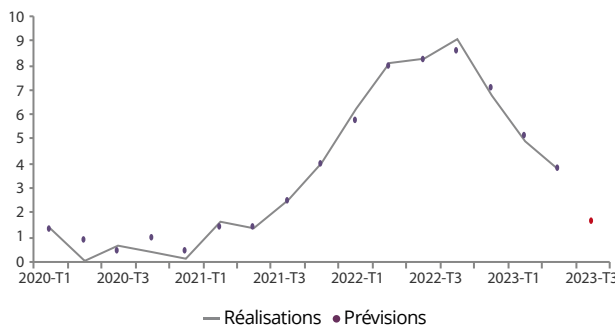
¹ Hors réglementés.

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

L'inflation devrait poursuivre sa trajectoire baissière au premier trimestre, revenant à 1,6% après 3,8% au dernier trimestre de l'année 2023. Hormis les carburants et lubrifiants, ce ralentissement concerne les trois autres composantes analytiques de l'inflation, bien qu'il soit tiré principalement par celui des produits alimentaires à prix volatils. Ainsi, et tenant compte des données des marchés de gros, le rythme de progression des prix des produits alimentaires à prix volatils devrait refluer à 1,5%, en glissement annuel, au lieu de 11,9% un trimestre auparavant.

En revanche, les prix des carburants et lubrifiants enregistreraient une hausse de 2,1% au premier trimestre contre une diminution de 4,1% en moyenne au quatrième trimestre, orientés par l'évolution des cours internationaux des produits pétroliers.

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



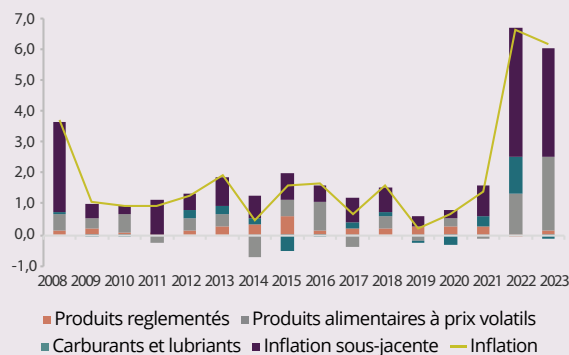
Source : Données HCP et prévisions BAM.

Encadré 6.1 : Evolution de l'inflation en 2024

En ligne avec les tendances mondiales, l'inflation au Maroc a décéléré à 6,1% en moyenne en 2023 après 6,6% en 2022. Son ralentissement serait lié (i) à la relative atténuation des pressions d'origine externe tirée par la diminution de l'inflation chez les principaux partenaires commerciaux et le recul des cours des produits énergétiques et alimentaires, et (ii) au resserrement de la politique monétaire et mesures temporaires prises à cet effet par le Gouvernement. Par composante, cette décélération résulte du repli de 4,1%, au lieu d'un bond de 42,3%, des prix des carburants et lubrifiants qu'aurait induit la baisse des cours internationaux du pétrole et l'appréciation du dirham vis-à-vis du dollar américain. Elle est attribuable également au ralentissement de l'inflation sous-jacente de 6,6% à 5,6%, tirée principalement par la baisse du rythme d'accroissement des prix de sa composante alimentaire.

Toutefois, les produits alimentaires à prix volatils ont vu leur prix rebondir de 18,8% en moyenne en 2023 après la hausse de 11,1% une année auparavant. Cette évolution reflète l'impact négatif des conditions climatiques sur l'offre de ces produits et la hausse des coûts de production. Pour leur part, les tarifs réglementés ont augmenté de 0,8%, contre une diminution de 0,1% un an auparavant, porté essentiellement par la revue à la hausse des tarifs des tabacs.

Graphique E.6.1.1 : Contributions à l'inflation (en points de %)

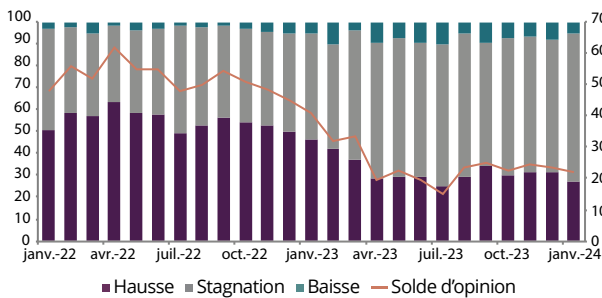


Sources : Données HCP et calculs BAM.

6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib auprès des industriels relative au mois de janvier 2024 indiquent que 68% des répondants tablent sur une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 27% s'attendent à une hausse, tandis que 5% d'entre eux anticipent une baisse de l'inflation. Le solde d'opinion ressort ainsi à 22%.

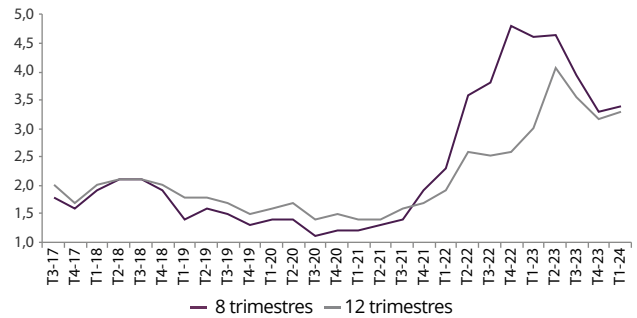
Graphique 6.8 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises (en %)



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 premier trimestre 2024, montre une quasi-stabilité des attentes de ces derniers. Ainsi, ils tablent sur une inflation moyenne de 3,4% à l'horizon des huit prochains trimestres au lieu de 3,3% lors de l'édition de décembre 2023 de l'enquête. De même, sur l'horizon des 12 prochains trimestres, leur anticipation s'établit à 3,3% au lieu de 3,2%.

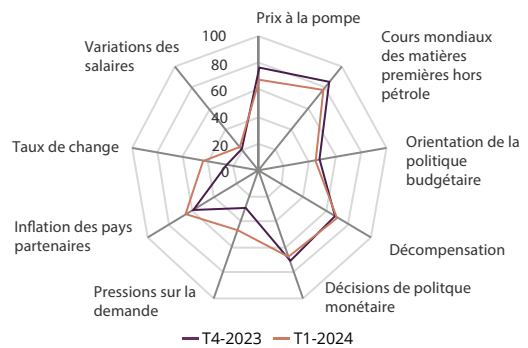
Graphique 6.9 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres (en%)



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, de la décompensation des produits subventionnés et des prix à la pompe.

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

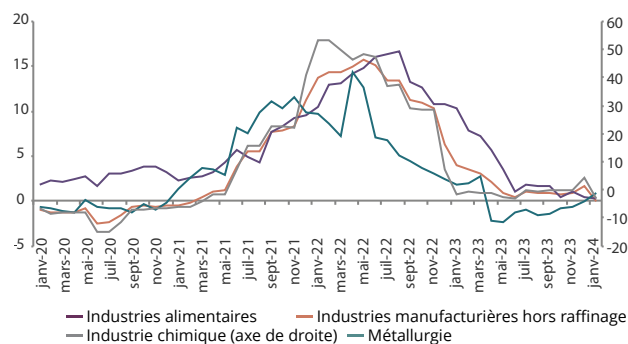


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4 Prix à la production

S'agissant des prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole, ils se sont repliés, d'un mois à l'autre, de 1,3% en janvier reflétant principalement la baisse de 6,8% de ceux des « industries chimiques ». De même, les prix à la production ont reculé de 1,3% pour la branche « fabrication de produits en caoutchouc et en plastique » et de 0,3% pour l'« industrie d'habillement ». Comparativement au même mois de l'année précédente, les prix à la production hors raffinage ont connu une stagnation en janvier après s'être accrus de de 1,2% en moyenne au dernier trimestre de l'année 2023.

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



Source : HCP.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

Dans un contexte marqué par des niveaux élevés d'incertitudes, notamment liés à la tenue des élections dans de nombreux pays, la croissance mondiale devrait ralentir, revenant de 3,2% en 2023 à 2,5% en 2024, avant d'augmenter à 2,7% en 2025. Aux Etats-Unis, après la résilience notable affichée en 2023, la croissance devrait décélérer à 1,8% en 2024 et à 1,3% en 2025. Dans la zone euro, elle devrait rester faible, se situant à 0,9% en 2024, avant de progresser à 1,9% en 2025. Au Royaume-Uni, les taux d'intérêt élevés et la faiblesse des investissements continuent de peser sur la croissance qui serait limitée à 0,3% en 2024 après 0,1% en 2023, avant de s'accélérer à 1,9% en 2025. Au Japon, elle devrait passer de 1,9% en 2023 à 0,7% cette année puis à 0,9% en 2025.

Dans les principaux pays émergents, après une hausse du PIB de 5,2% en 2023, le rythme de l'économie chinoise devrait ralentir à moins de 5% à court et à moyen termes, pénalisée notamment par les difficultés du marché immobilier et la dégradation de la confiance des consommateurs. Pour sa part, l'économie indienne évoluerait à un rythme soutenu bénéficiant de la vigueur des investissements publics. Au Brésil, la croissance reculerait à 1,5% en 2024 après 3,1% en 2023, en raison d'une politique monétaire restrictive et des termes de l'échange moins favorables. En Russie, les dépenses publiques continueraient à soutenir l'activité, dont le rythme devrait néanmoins décélérer de 3,6% en 2023 à 1,9% en 2024. En 2025, l'économie accuserait une contraction de 0,3%, en raison notamment de la dissipation de l'effet de l'impulsion budgétaire et du resserrement des conditions monétaires.

Sur les marchés des matières premières, l'incertitude entourant les cours de l'énergie devrait persister, alimentée par les tensions géopolitiques et les perturbations du transport maritime en mer Rouge. Pour le pétrole en particulier, le prix du Brent ressortirait en baisse de 82,2 dollars le baril en 2023 à 81,2 dollars en moyenne cette année, avant de se situer à 84,5 dollars en 2025. Concernant le charbon, son prix poursuivrait en 2024 sa tendance baissière, favorisé en cela par une réduction de la demande à mesure que le prix du gaz continue à diminuer, avant de rebondir légèrement 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 repli sensible du prix à court et à moyen termes.

S'agissant des cours du phosphate et dérivés marocains, ceux du DAP et du TSP devraient globalement s'inscrire en régression en 2024, avant de rebondir en 2025. Pour ce qui est des denrées alimentaires, l'indice FAO devrait reculer en moyenne de 3,7% en 2024, avant d'augmenter de 4,4% en 2025 et ce, après la contraction de 13,8% en 2023.

Dans ces conditions, les pressions inflationnistes continueraient de s'atténuer. Aux Etats-Unis, l'inflation poursuivrait son repli, reflétant notamment ceux de sa composante sous-jacente et des prix de l'énergie. Une tendance similaire est prévue également au niveau de la zone euro.

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, l'année 2023 a été marquée par une diminution des échanges de biens, résultat d'un recul de 2,9% des importations et d'une quasi-stabilité des exportations. Les recettes voyages se sont maintenues à un niveau élevé de 104,6 milliards de dirhams et les transferts des MRE ont poursuivi leur dynamique haussière atteignant 115 milliards contre 110,7 milliards un an auparavant. Le déficit du compte courant aurait ainsi terminé l'année à 0,6% du PIB, après 3,5% en 2022. Par ailleurs, les recettes d'IDE se sont limitées à 32,5 milliards après 39,6 milliards en 2022, soit l'équivalent de 2,2% du PIB. Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserve se sont situés à 359,4 milliards de dirhams à fin 2023, soit l'équivalent de 5 mois et 12 jours d'importations de biens et services.

Sur l'horizon de prévision, le rythme des échanges commerciaux de biens s'accélérait, avec des améliorations des exportations de 4,1% en 2024 et de 8,5% en 2025, portées par la poursuite de la dynamique du secteur automobile, et des augmentations respectives de 7,3% et 7,8% des importations. En parallèle, les recettes voyages connaîtraient une croissance soutenue autour de 7,6% en 2024 et de 7,3% en 2025, en lien avec la poursuite de la dynamique du secteur touristique. Les perspectives des transferts des MRE restent largement incertaines, le scénario central de BAM tablant sur leur maintien à des niveaux élevés, soient 116,5 milliards de dirhams en 2024 et 122,4 milliards en 2025. Le déficit du compte courant devrait ainsi se situer autour de 2,3% du PIB en 2024 et de 2,8% en 2025. Concernant les recettes d'IDE, les projections tablent sur des niveaux autour de 3% du PIB en 2024 et de 3,2% en 2025.

Sous l'hypothèse notamment de la concrétisation des financements extérieurs prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve se stabiliseraient autour de 359,8 milliards de dirhams en 2024 avant de se renforcer à 373,5 milliards en 2025, représentant l'équivalent de près de 5 mois d'importations de biens et services.

S'agissant des conditions monétaires, le rythme de progression du crédit bancaire au secteur non financier devrait s'accélérer à 4,4% en 2024 et à 4,7% en 2025. Pour sa part, le taux de change effectif réel devrait s'apprécier légèrement en 2024 avec une quasi-stabilité en 2025.

Sur le volet des finances publiques, le déficit budgétaire devrait, selon les projections de BAM, s'atténuer à 4,4% du PIB en 2023 et en 2024, puis à 4% en 2025.

Pour ce qui est de la croissance économique, après une forte décélération à 1,3% en 2022, elle se serait située proche de 3% en 2023, reflétant des hausses de 5,5% de la valeur ajoutée agricole et de 2,6% de celle des activités non agricoles. A moyen terme, la croissance afficherait un ralentissement à 2,1% en 2024, avant de rebondir à 4,3% en 2025. Cette évolution recouvre, du côté de l'offre, une contraction de 6,4% en 2024 de la valeur ajoutée agricole, tenant compte notamment d'une faible production céréalière autour de 25 MQx au titre de la campagne agricole 2023-2024 selon les estimations de BAM, avant de bondir à 12,8% en 2025, sous l'hypothèse d'un retour à une récolte céréalière moyenne. Quant aux activités non agricoles, leur rythme d'évolution devrait s'améliorer graduellement, atteignant 3% en 2024 et 3,5% en 2025. Du côté de la demande, sa composante intérieure se consoliderait, tandis que la contribution des exportations nettes ressortirait nulle en moyenne sur le reste de l'horizon.

Dans ce contexte, après les taux élevés de 6,6% en 2022 et de 6,1% en 2023, l'inflation reviendrait à des niveaux modérés, pour s'établir à 2,2% en 2024 et à 2,4% en 2025. De même, sa composante sous-jacente ralentirait à 2,3% en 2024 et en 2025.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

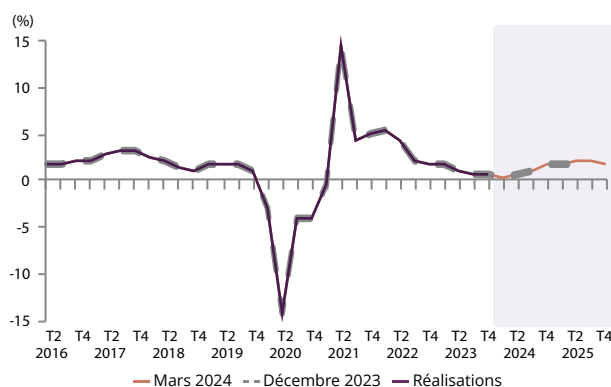
Une modération de l'économie mondiale en 2024

Malgré le resserrement monétaire et les tensions géopolitiques, l'économie mondiale a affiché une résilience notable en 2023 avec une croissance atteignant 3,2%. En 2024, dans un contexte marqué par des niveaux élevés d'incertitudes, notamment liés à la tenue des élections dans de nombreux pays, son rythme devrait se modérer revenant à 2,5% avant d'augmenter à 2,7% en 2025.

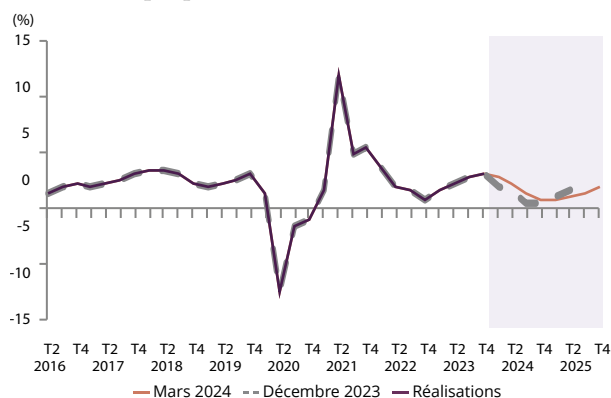
Aux Etats-Unis, après la résilience notable affichée en 2023, la croissance devrait ralentir à 1,8% en 2024 et à 1,3% en 2025. Dans la zone euro, la croissance resterait faible, se situant à 0,9% avant de progresser à 1,9% en 2025, soutenue par l'amélioration du pouvoir d'achat et le rebond de la demande intérieure, en lien avec l'assouplissement prévu des conditions financières. Au Royaume-Uni, les taux d'intérêt élevés et la faiblesse de l'investissement continuent de peser sur la croissance qui avoisinerait 0,3% en 2024 après 0,1% en 2023, avant de s'accélérer à 1,9% en 2025, compte tenu notamment de l'assouplissement prévu de la politique monétaire. Au Japon, la croissance passerait de 1,9% en 2023 à 0,7% cette année puis à 0,9% en 2025, pâtissant des problèmes structurels liés notamment au vieillissement de la population, ainsi que d'une faible demande extérieure, en particulier en provenance de Chine et d'Europe.

Dans les principaux pays émergents, en raison de la persistance des problèmes dans le secteur immobilier, de la dégradation de la confiance des consommateurs et de la faiblesse de la demande étrangère, la croissance en Chine devrait ralentir de 5,2% en 2023 à 4,5% cette année, avant de s'établir à 4,7% en 2025. Il est à noter que le FMI projette une décélération graduelle 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. En Inde, la croissance resterait robuste à 6,2% en 2024 et en 2025 après 7,2% en 2023, soutenue principalement par la vigueur des investissements publics. S'agissant du Brésil, le rythme de l'activité reculerait à 1,5% en 2024 après 3,1% en 2023, en raison d'une politique monétaire restrictive et des termes de l'échange moins favorables, avant de s'améliorer à 1,8% en 2025. En Russie, la vigueur des dépenses publiques continuerait à soutenir l'activité, dont le rythme devrait néanmoins revenir de 3,6% en 2023 à 1,9% en 2024. En 2025, l'économie accuserait une contraction de 0,3%, 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, février 2024.

Tendance globale au ralentissement de l'inflation

S'agissant des matières premières, l'incertitude entourant les cours de l'énergie devrait persister, alimentée par les tensions géopolitiques et les perturbations du transport maritime en mer Rouge. Pour le pétrole en particulier, le prix du Brent ressortirait en baisse de 82,2 dollars le baril en 2023 à 81,2 dollars en moyenne cette année en raison de l'affaiblissement de la demande mondiale et de l'augmentation de l'offre dans les pays non-membres de l'OPEP, avant de se situer à 84,5 dollars en 2025. S'agissant du charbon, la baisse observée en 2023 devrait se poursuivre en 2024. Le prix ressortirait ainsi à 110,2 USD/t dans le sillage d'une réduction de la demande. Il devrait légèrement se redresser à 116,8 USD/t en 2025. Pour ce qui est du gaz naturel sur le marché européen, après un repli sensible du prix à environ 13 USD/mmbtu en 2023, les projections de la Banque mondiale d'octobre 2023 tablent sur une quasi-stabilité autour de ce niveau à moyen terme.

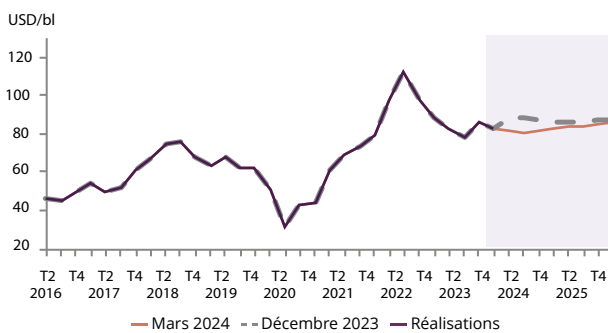
Concernant les cours du phosphate et dérivés marocains¹, après le recul observé en 2023 en ligne avec celle des intrants (notamment le gaz naturel), ils devraient poursuivre ce mouvement baissier en 2024. Ils accuseraient ainsi une diminution de 589 USD/t en 2023 à 543 USD/t en 2024 pour le DAP et de 449 USD/t à 435 USD/t pour le TSP. En 2025, cette tendance s'inverserait avec des prix à la hausse à 575 USD/t pour le DAP et à 466 USD/t pour le TSP, en relation avec l'augmentation des prix des intrants. Quant au phosphate brut du Maroc, son prix passerait de 271 USD/t en 2023 à 197 USD/t en 2024, puis à 162 USD/t en 2025.

Pour leur part, les prix des denrées alimentaires (Indice FAO) ont enregistré en moyenne sur les 2 premiers mois de l'année un repli de 10,4% en glissement annuel, traduisant principalement une diminution des cours des céréales et des produits laitiers. Après la forte contraction de 13,8% en 2023, l'indice FAO devrait reculer en moyenne de 3,7% en 2024, avant de croître de 4,4% en 2025. Concernant le blé dur américain, son prix s'est établi à 281,2 USD/t en moyenne en janvier et février, en régression de 27,4% en glissement annuel. Il devrait poursuivre cette baisse, reculant ainsi de 2,9% en 2024 et de 4,5% en 2025.

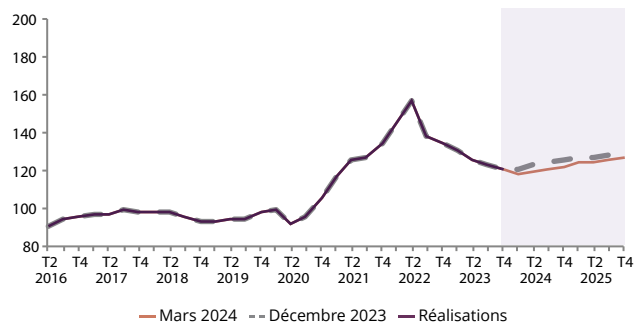
¹ Source : CRU.

Dans ces conditions, les pressions inflationnistes devraient poursuivre leur atténuation sur l'horizon de prévision, l'inflation mondiale devant revenir de 4,7% en 2023 à 3,4% en 2024 puis à 3% en 2025. Aux Etats-Unis, l'inflation devrait continuer de ralentir, passant de 4,1% en 2023, à 2,9% en 2024 puis à 2,6% en 2025, favorisée par la baisse de sa composante sous-jacente et des prix de l'énergie. De même, dans la zone euro, elle devrait décélérer de 5,4% en 2023 à 2,3% en 2024 puis à 1,9% en 2025, avec la persistance de l'effet du resserrement monétaire. S'agissant de la Chine, l'inflation continue d'évoluer à des taux proches de zéro et devrait ressortir à 0,3% en 2024 après 0,2% en 2023, notamment en raison de la contraction des prix des produits alimentaires et énergétiques, avant de s'accélérer à 1,8% en 2025, avec la hausse attendue de la demande intérieure.

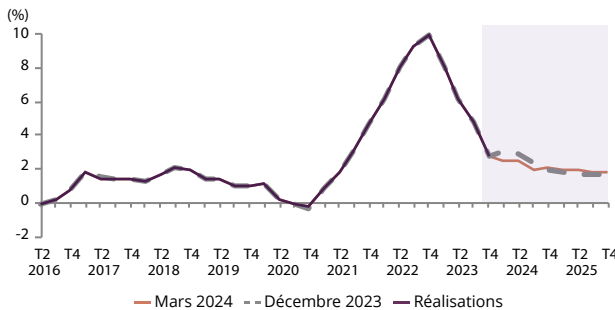
Graphique 7.3 : Prix du Brent



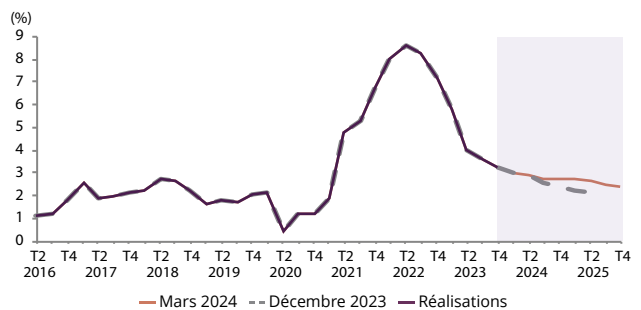
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2014-2016=100)



Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis



Source : GPMN, février 2023.

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

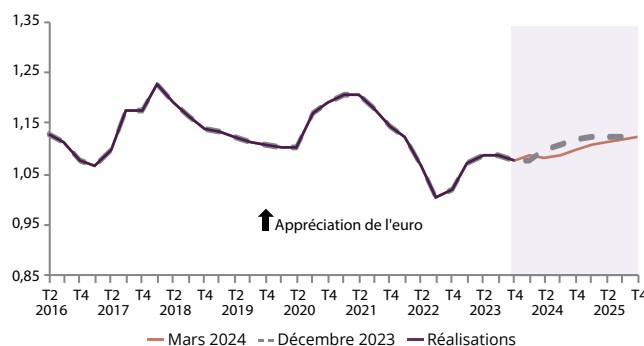
A l'issue de sa réunion du 7 mars, la BCE a gardé inchangés ses trois taux d'intérêt directeurs pour la quatrième fois. Elle a revu ses projections d'inflation à la baisse, en particulier pour 2024, principalement sous l'effet d'une contribution plus faible des prix de l'énergie. Elle a décidé par ailleurs de mettre un terme aux réinvestissements dans le cadre de son programme PEPP fin 2024, ceux au titre de l'APP ayant pris fin en juillet 2023.

Lors de sa réunion des 30 et 31 janvier, la FED a également maintenu la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [5,25%-5,50%] et ce, dans un contexte de reprise de l'activité économique et

de modération de l'inflation. 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, l'euro devrait s'apprécier face au dollar américain sur l'horizon de prévision, impacté notamment par l'évolution prévue du différentiel des taux. Il devrait ainsi ressortir en hausse de 0,7% à 1,09 dollar en moyenne cette année puis de 2,4% à 1,12 dollar en 2025.

Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, février 2023.

Une production céréalière autour de 25 MQx pour la campagne agricole 2023/2024 et récolte moyenne pour 2024/2025

Le déroulement de la campagne agricole 2023/2024 est marqué par des conditions climatiques défavorables. Les précipitations ont été faibles avec une répartition spatio-temporelle inégale. Le cumul pluviométrique a atteint 170,5 mm au 10 mars 2024, en baisse de 15,6% par rapport à la campagne précédente et de 12,3% en comparaison avec la moyenne des cinq dernières années. Pour sa part, le taux de remplissage des barrages reste extrêmement bas, se situant à 26,6% au 15 mars contre 34,8% un an auparavant, 32,8% en 2022 et 79,4% en 2015. De même, l'analyse de l'état de la végétation, apprécié à travers l'indice de végétation, montre que la situation du couvert végétal au 10 mars 2024 est inférieure de 19,1% par rapport à la campagne précédente et de 12,3% comparativement à la moyenne des cinq dernières années. Dans ces conditions, et sur la base d'une superficie emblavée se situant à environ 2,5 millions d'hectares, contre près de 3,7 millions une année auparavant, selon le Département de l'Agriculture, la récolte céréalière devrait s'établir autour de 25 MQx selon les premières estimations de BAM.

Tenant compte des évolutions des cultures hors céréales qui devraient être impactées par la situation hydrique actuelle, la valeur ajoutée agricole devrait diminuer, selon les projections de BAM, de 6,4% en 2024 au lieu d'une hausse de 5,9% considérée dans l'exercice de décembre et qui a été établie sous l'hypothèse d'une production céréalière de 70 millions de quintaux. Pour la campagne 2024/2025, et sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 55 MQx¹ et d'une évolution moyenne¹ des autres cultures, la valeur ajoutée agricole progresserait de 12,8% contre 2% prévue dans l'exercice précédent.

¹ En raison de la récurrence des années de sécheresse, c'est la moyenne des récoltes des cinq dernières années, au lieu des dix dernières années qui est retenue.

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 données du commerce extérieur à fin 2023, le déficit du compte courant a été ajusté à la baisse à 0,6% du PIB, contre 1,6% prévu en décembre. Il devrait se situer autour de 2,3% du PIB en 2024 et de 2,8% en 2025.

La révision pour 2023 est liée essentiellement à une hausse plus importante que prévu des exportations de services hors voyages et à une légère sous-estimation des transferts des MRE. Les avoirs officiels de réserve se sont établis à 359,4 milliards de dirhams à fin 2023, représentant une couverture de 5 mois et 12 jours d'importations de biens et services.

Sur l'horizon de prévision, les exportations enregistreraient des améliorations de 4,1% en 2024 et de 8,5% en 2025, tirées essentiellement par les expéditions du secteur automobile et, dans une moindre mesure, par les exportations du phosphate et dérivés. Les importations devraient progresser de 7,3% en 2024, sous l'effet notamment des hausses des achats de produits alimentaires et de biens d'équipement. En 2025, le rythme d'accroissement des importations devrait s'accélérer à 7,8%, reflétant principalement la forte croissance prévue des achats de biens d'équipement, en lien avec la dynamique de l'investissement. Les recettes voyages augmenteraient de 7,6% en 2024 puis de 7,3% pour atteindre 120,8 milliards de dirhams en 2025. Les perspectives pour les transferts des MRE restent largement incertaines, le scénario central de BAM prévoit une amélioration de 1,2% en 2024 à 116,5 milliards de dirhams et de 5,1% en 2025 à 122,4 milliards en lien avec l'accélération de la croissance dans la zone euro, principal marché émetteur. Concernant les recettes d'IDE, les projections tablent sur des niveaux autour de 3% du PIB en 2024 et de 3,2% en 2025.

Tenant compte des hypothèses des tirages extérieurs du Trésor ainsi que des remboursements prévus, les AOR devraient se stabiliser à 359,8 milliards de dirhams à fin 2024 avant de se renforcer à 373,5 milliards en 2025, assurant l'équivalent de près de 5 mois d'importations de biens et services.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

Variation (en %), sauf indication contraire	Réalizations						Prévisions		Ecart (mars/déc.)		
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Exportations de biens (FAB)	10,7	3,3	-7,5	25,2	30,1	0,2	4,1	8,5	0,9	-2,7	1,1
Importations de biens (CAF)	9,9	2,0	-13,9	25,0	39,5	-2,9	7,3	7,8	-0,3	3,1	-0,5
Recettes voyages	1,2	7,8	-53,7	-5,1	170,8	11,7	7,6	7,3	-1,5	8,1	0,8
Transferts des MRE	-1,5	0,1	4,8	40,1	16,0	4,0	1,2	5,1	2,1	-0,7	0,7
Solde du compte courant (en % PIB)	-4,9	-3,4	-1,2	-2,3	-3,5	-0,6*	-2,3	-2,8	1,1	0,2	1,1
Avoirs officiels de réserve en mois d'importations de biens et services	5,4	6,9	7,1	5,3	5,4	5,4	5,0	5,2	-0,1	-0,1	0,0

* Estimation

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

Poursuite du creusement du besoin de liquidité des banques et accélération 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 121,1 milliards de dirhams à fin 2024 et à 143,2 milliards en 2025, tiré par la poursuite de la forte progression de la monnaie fiduciaire avec des rythmes de 6,8% en 2024 et de 7,8% en 2025. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte des réalisations, des projections de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, il s'accélérerait à 4,4% 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 4% en 2024 et de 5,1% en 2025.

Pour sa part, le taux de change effectif réel devrait poursuivre son appréciation en 2024, avec un taux de 1,3%, après 0,8% en 2023, en lien avec l'appréciation de sa valeur en termes nominaux, avant de connaître une quasi-stabilité en 2025.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations					Prévisions		Ecart (mars/déc.)	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2024	2025
Crédit bancaire au secteur non financier	5,5	4,2	2,9	7,9	2,7	4,4	4,7	-0,2	0,0
M3	3,8	8,4	5,1	8,0	3,9	4,0	5,1	-1,3	-1,0
Besoin de liquidité, en MMDH	-64,6	-74,6	-64,4	-86,6	-111,4	-121,1	-143,2	0,2	-5,5

Atténuation du déficit budgétaire sur l'horizon de prévision

Le déficit budgétaire devrait, selon les projections de BAM, s'atténuer à 4,4% du PIB en 2023 et en 2024, puis à 4% en 2025. Ces prévisions tiennent compte essentiellement des nouvelles projections macroéconomiques de BAM et de la programmation de la LF 2024 et de celle pluriannuelle pour l'année 2025.

En 2024, les recettes fiscales progresseraient de 2,2%, recouvrant un accroissement de 7% des rentrées des impôts indirects, attribuable essentiellement au rebond prévu de celles de la TVA, et un recul de 1,8% du produit des impôts directs. Pour ce qui est des recettes non fiscales, elles enregistreraient une expansion de 20,6% d'une année à l'autre, tirée essentiellement par celle de 37,6% à 35 milliards de dirhams des recettes issues des mécanismes de financement spécifiques et de 39,3% de celles en provenance des établissements et entreprises publics (EEP). En regard, les dépenses ordinaires devraient s'alourdir de 5,1% par rapport à 2023, traduisant, d'une part, une progression de 9% de celles des biens et services, en lien avec celles de 6,5% de la masse salariale et de 13,6% des « autres biens et services », et, d'autre part, un accroissement de 17,3% des charges en intérêts de la dette. Les charges de compensation devraient, quant à elles, s'alléger de 43,4% à 17 milliards. De leur côté, les dépenses d'investissement diminueraient de 4,9% à 105,3 milliards, soit l'équivalent de 7% du PIB.

En 2025, les rentrées fiscales augmenteraient de 6,7% d'une année à l'autre, reflétant des accroissements de 8,3% de celles des impôts directs, avec des améliorations de 8,8% de l'IS et de 8% de l'IR, et de 5,6% du produit des impôts indirects, traduisant la performance de la TVA et de la TIC. Bien qu'en ajustement à la hausse par rapport à l'exercice de décembre en liaison avec l'évolution de la rubrique des « autres recettes », les ressources non fiscales se replieraient de 1,6%, en glissement annuel, suite notamment au recul de 3,7% de rentrées en provenance des EEP. Elles incorporent également l'encaissement de 35 milliards au titre des mécanismes de financement spécifiques. En parallèle, les dépenses ordinaires devraient s'alourdir de 3,5%, résultat notamment des augmentations de 4,6% de celles de biens et services et de 10,7% des charges en intérêts de la dette, alors que celles de compensation devraient, selon la programmation budgétaire triennale (2024-2026), s'atténuer de 32,2% à 11,5 milliards en liaison avec le processus de décompensation. Pour leur part, les investissements du Trésor progresseraient de 1,1% à 106,4 milliards, faisant ressortir un ratio au PIB de 6,6%.

Relative amélioration de la croissance en 2023 et poursuite de l'amélioration des activités non agricoles à moyen terme

Après un fort ralentissement à 1,3% en 2022, la croissance économique se serait située proche de 3% en 2023, reflétant des progressions de 5,5% de la valeur ajoutée agricole et de 2,6% de celle des activités non agricoles.

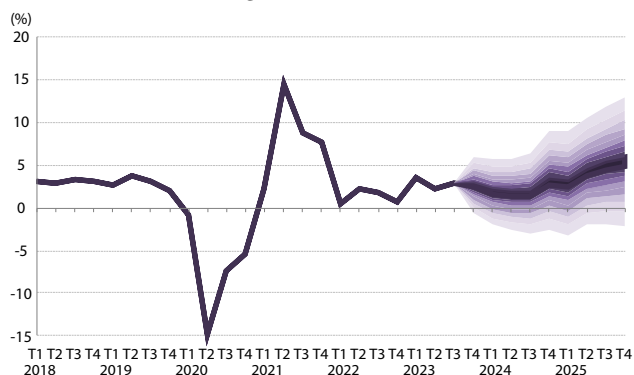
A moyen terme, la croissance ralentirait à 2,1% en 2024, en nette révision à la baisse de 1,1 point de pourcentage par rapport à l'exercice de décembre, avant de rebondir à 4,3% en 2025. Cette évolution recouvre, du côté de l'offre, une contraction de 6,4% en 2024 de la valeur ajoutée agricole, au lieu d'une hausse de 5,9% prévue en décembre, tenant compte notamment d'une faible production céréalière de 25 MQx au titre de la campagne agricole 2023-2024 selon les estimations de BAM, avant de rebondir de 12,8% en 2025, sous l'hypothèse d'un retour à une récolte céréalière moyenne. Quant aux activités non agricoles, leur rythme d'évolution devrait s'améliorer progressivement, atteignant 3% en 2024 et 3,5% en 2025. Du côté de la demande, cette évolution reflèterait une consolidation de sa composante intérieure, à la faveur notamment d'une relative amélioration de la consommation des ménages après un faible rythme en 2023, et d'une dynamique soutenue de l'investissement compte tenu des retombées positives attendues des différents chantiers engagés. En revanche, la contribution des exportations nettes devrait s'annuler en moyenne sur le reste de l'horizon.

Tableau 7.3 : Croissance économique

Variation en %	Réalizations				Prévisions			Ecart (mars/déc.)		
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2023	2024	2025
Croissance nationale	2,9	-7,2	8,0	1,3	2,8	2,1	4,3	0,1	-1,1	0,9
VA agricole	-5,0	-8,1	19,5	-12,9	5,5	-6,4	12,8	0,5	-12,3	10,8
VA non agricole	4,0	-6,9	6,3	3,0	2,6	3,0	3,5	0,1	0,3	-0,2

Sources : Données du HCP et prévisions BAM.

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

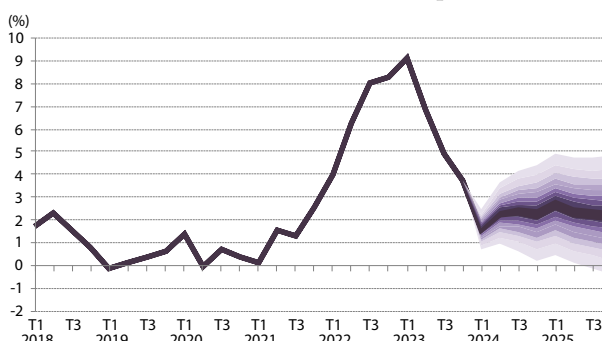


* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

L'inflation reviendrait à des niveaux modérés à moyen terme

Après les taux élevés enregistrés en 2022 et en 2023, soient 6,6% et 6,1% respectivement, l'inflation reviendrait à des niveaux modérés, pour s'établir à 2,2% en 2024, en révision à la baisse de 0,2 point de pourcentage (pp) comparativement aux prévisions de décembre, puis à 2,4% en 2025. Sa composante sous-jacente ralentirait de 5,6% en 2023 à 2,3% en 2024, et resterait autour de ce niveau en 2025. De même, les prix des produits alimentaires à prix volatils devraient connaître une nette décélération, revenant de 18,8% en 2023 à 1,8% en 2024. Concernant les tarifs réglementés, ils afficheraient des accroissements de 2,5% en 2024 et de 4,3% en 2025, tenant compte du processus de décompensation graduel qui devrait être entamé en avril. S'agissant des carburants et lubrifiants, après le recul de 4,1% observé en 2023, leurs prix devraient légèrement s'accroître sur l'horizon de prévision.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T1 2024 - T4 2025)*



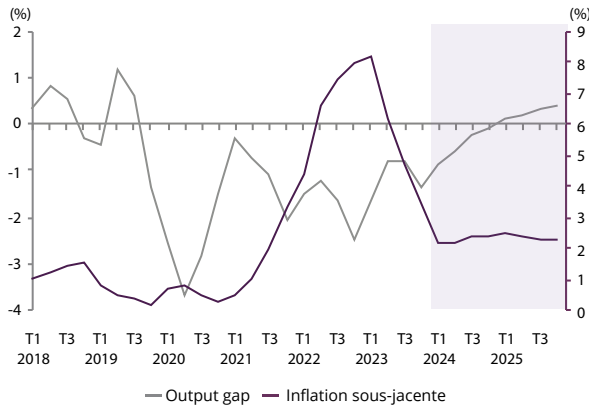
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente

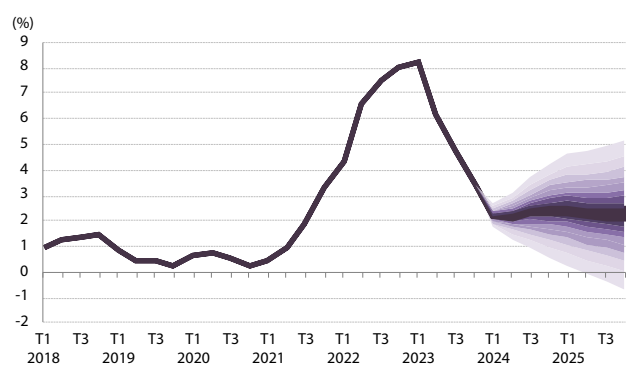
	Réalizations					Prévisions			Ecart (mars/déc.)	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T1-2024 - T4-2025	2024	2025
Inflation	0,2	0,7	1,4	6,6	6,1	2,2	2,4	2,3	-0,2	0,0
Inflation sous-jacente	0,5	0,5	1,7	6,6	5,6	2,3	2,3	2,3	-0,1	0,0

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

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



Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T1 2024 - T4 2025)*



* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.
Sources : Données du HCP, calculs et prévisions BAM.

7.3 Balance des risques

Les incertitudes entourant les perspectives à l'international demeurent élevées, surtout que 2024 sera une année d'élections dans de nombreux pays, avec une balance des risques 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'escalade au Moyen-Orient pourraient engendrer une décélération plus prononcée de l'activité économique mondiale et une perturbation des approvisionnements en énergie qui se traduirait par un accroissement des cours des matières premières.

Au plan national, les risques sur l'activité sont principalement liés à la récurrence des sécheresses et à l'aggravation du stress hydrique à moyen terme. 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 à long termes. Quant à l'inflation, les risques entourant ses perspectives sont maintenus à la hausse. En effet, la succession des périodes de sécheresse 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.....	18
Graphique 1.2 : Evolution du taux de change euro/dollar	19
Graphique 1.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	19
Graphique 1.4 : Evolution du VIX et du VSTOXX.....	20
Graphique 1.5 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	20
Graphique 1.6 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	20
Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent et du Gaz naturel-Europe.....	21
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie	21
Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés	21
Graphique 1.10 : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	22
Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile	24
Graphique 2.2 : Évolution mensuelle des recettes voyages.....	25
Graphique 2.3 : Évolution mensuelle des transferts des MRE.....	25
Graphique 3.1 : Taux interbancaire	29
Graphique 3.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	29
Graphique 3.3 : Coût de financement des banques	29
Graphique 3.4 : Taux de change du dirham.....	30
Graphique 3.5 : Taux de change effectifs nominal et réel	30
Graphique 3.6 : Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire en glissement annuel	31
Graphique 3.7 : Crédit bancaire.....	31
Graphique 3.8 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	32
Graphique 3.9 : Offre et demande de crédit.....	32
Graphique 3.10 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme	32
Graphique 3.11 : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	33
Graphique 3.12 : Evolution de l'indice MASI	33
Graphique 3.13 : Evolution des indices sectoriels au quatrième trimestre 2023	34
Graphique 3.14 : Evolution des levées des bons du Trésor	34
Graphique 3.15 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur.....	35
Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances	37
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances	38
Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires	38
Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin février	38
Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin février	38
Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin février	39
Graphique 4.7 : Endettement du Trésor	39
Graphique 5.1 : Dépenses de consommation	43
Graphique 5.2 : PIB par composante	44
Graphique 5.3 : Contributions des branches d'activité à la croissance.....	44
Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé	45

Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels	46
Graphique 5.6 : Output-gap global	46
Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente.....	48
Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	48
Graphique 6.3 : Cours du Brent et indice des prix des carburants et lubrifiants	48
Graphique 6.4 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	49
Graphique 6.5 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	49
Graphique 6.6 : Part des produits dont l'évolution en glissement annuel dépasse 2%, 4% et 6%	49
Graphique 6.7 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	50
Graphique E.6.1.1 : Contributions à l'inflation.....	50
Graphique 6.8 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises	51
Graphique 6.9 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres	51
Graphique 6.10 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier	51
Graphique 6.11 : Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle, glissement annuel	52
Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro	57
Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis.....	57
Graphique 7.3 : Prix du Brent.....	58
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires	58
Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro	58
Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis	58
Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR.....	59
Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision, en glissement annuel	63
Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision	63
Graphique 7.10 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap	64
Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision	64

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel	17
Tableau 1.2: Evolution du taux de chômage.....	18
Tableau 1.3 : Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés, en glissement annuel	22
Tableau 2.1 : Evolution des exportations par secteur	24
Tableau 2.2 : Evolution des importations par groupement d'utilisation de produits	25
Tableau 2.3 : Evolution de la balance des services	25
Tableau 2.4 : Evolution des investissements directs	26
Tableau 2.5 : Evolution des principales rubriques de la balance des paiements	27
Tableau 3.1 : Taux des bons du Trésor sur le marché primaire	29
Tableau 3.2 : Taux créditeurs	30

Tableau 3.3 : Taux débiteurs	30
Tableau 4.1 : Recettes ordinaires	37
Tableau 4.2 : Exécution des dépenses publiques	37
Tableau 4.3 : Financement du déficit	39
Tableau 4.4 : Endettement du Trésor	39
Tableau E.4.1.1 : Exécutions budgétaires de 2022 et 2023, en milliards de dirhams	40
Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail	46
Tableau 6.1 : Evolution de l'inflation et de ses composantes.....	47
Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables.....	49
Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements	60
Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire	61
Tableau 7.3 : Croissance économique	62
Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente.....	63

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 4.1 : Exécution budgétaire au titre de l'année 2023	40
Encadré 6.1 : Evolution de l'inflation en 2024.....	50