



# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 66 / 2023

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR  
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGRIB  
DU 21 MARS 2023

Dépôt légal : 2023/0033

**BANK AL-MAGHRIB**

Administration Centrale

277, Avenue Mohammed V - B.P. 445 - Rabat

Tél. : (212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax : (212) 5 37 57 41 11

E-mail : [deri@bkam.ma](mailto:deri@bkam.ma)

[www.bkam.ma](http://www.bkam.ma)

 @BankAlMaghrib

# SOMMAIRE

## PRÉAMBULE

<b>COMMUNIQUÉ DE PRESSE</b>	<b>7</b>
<b>APERÇU GÉNÉRAL</b>	<b>10</b>
<b>1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX</b>	<b>16</b>
1.1 Activité économique et emploi	16
1.2 Conditions monétaires et financières	17
1.3 Prix des matières premières et inflation	19
<b>2. COMPTES EXTÉRIEURS</b>	<b>22</b>
2.1 Balance commerciale	22
2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes	24
2.3 Compte financier	25
<b>3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS</b>	<b>27</b>
3.1 Conditions monétaires	27
3.2 Prix des actifs	31
<b>4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE</b>	<b>35</b>
4.1 Recettes ordinaires	35
4.2 Dépenses	36
4.3 Déficit et financement du Trésor	37
<b>5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL</b>	<b>41</b>
5.1 Demande intérieure	41
5.2 Demande extérieure	42
5.3 Offre globale	42
5.4 Marché du travail et capacités de production	43
<b>6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION</b>	<b>46</b>
6.1 Evolution de l'inflation	46
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation	50
6.3 Anticipations de l'inflation	50
6.4 Prix à la production	51
<b>7. Perspectives à moyen terme</b>	<b>52</b>
Synthèse	52
7.1 Hypothèses sous-jacentes	55
7.2 Projections macroéconomiques	58
7.3 Balance des risques	63
<b>LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS</b>	<b>64</b>
<b>LISTE DES GRAPHIQUES</b>	<b>66</b>
<b>LISTE DES TABLEAUX</b>	<b>67</b>
<b>LISTE DES ENCADRÉS</b>	<b>68</b>

بنك المغرب  
بنك المغرب خير

## PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

*Le Wali, Président*

*Le Directeur Général*

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

*Mme Mouna CHERKAOUI*

*M. Mohammed DAIRI*

*Mme Najat EL MEKKAOUI*

*M. Larabi JAÏDI*

*M. Mustapha MOUSSAOUI*

*M. Fathallah OUALALOU*

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

بنك المغرب  
بنك المغرب  
بنك المغرب

# COMMUNIQUÉ DE PRESSE

## REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 21 mars 2023

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu le mardi 21 mars sa première session de l'année 2023.
2. Lors de cette réunion, il a d'abord salué les avancées notables enregistrées récemment par notre pays, dont notamment sa sortie de la liste grise du GAFI, l'appréciation positive du FMI à la suite de sa demande d'un accord au titre de la Ligne de Crédit Modulable ainsi que les conditions favorables dont a bénéficié la dernière émission du Trésor sur le marché international. Ces progrès sont d'autant plus appréciables qu'ils sont réalisés dans un contexte mondial difficile et incertain, avec l'enlisement du conflit en Ukraine, la fragmentation géopolitique, le durcissement des conditions de financement et la résurgence des risques de crises bancaires.
3. Il a par la suite analysé l'évolution de la conjoncture économique nationale et les projections macroéconomiques de la Banque pour les huit prochains trimestres. Il s'est arrêté en particulier sur la transmission de ses dernières décisions de relèvement du taux directeur.
4. Le Conseil a relevé à cet effet que malgré une relative atténuation des pressions d'origine externe, les données récentes montrent que l'inflation continue de s'accroître, sous l'effet notamment de chocs d'offre internes sur certains produits alimentaires. Il a pris note à cet égard des mesures mises en place par le Gouvernement pour améliorer l'offre de ces produits et assurer le bon fonctionnement de leurs marchés.
5. Après avoir atteint 6,6% en 2022, son plus haut depuis 1992, l'inflation devrait rester à des niveaux élevés à moyen terme. Elle ressortirait en 2023 à 5,5% en moyenne et sa composante sous-jacente se situerait à 6,2%, soit une révision à la hausse de 2 points de pourcentage par rapport à la prévision de décembre dernier et ce, en raison essentiellement de la flambée des prix de certains produits alimentaires qui y sont inclus. Ces projections supposent que les chocs à l'origine de cette augmentation se dissiperaient graduellement au second semestre à la suite des différentes mesures prises par le Gouvernement à cet égard. En 2024, sous l'hypothèse que les pressions aussi bien internes qu'externes continueraient de s'atténuer, la tendance fondamentale des prix se situerait à 2,3%, mais le démarrage programmé de la décompensation des prix des produits subventionnés devrait maintenir l'inflation globalement à un niveau élevé, soit 3,9%.
6. Au regard de l'ensemble de ces données, le Conseil a décidé de relever le taux directeur de 50 points de base à 3% et ce, pour prévenir l'enclenchement de spirales inflationnistes auto-entretenu et renforcer davantage l'ancrage des anticipations d'inflation en vue de favoriser son retour à des niveaux en ligne avec l'objectif de stabilité des prix. Il continuera de suivre de près l'évolution de la conjoncture économique et les pressions inflationnistes, tant au niveau national qu'international.
7. Sur le plan international, avec la normalisation progressive des conditions sur les marchés durant les derniers mois, les cours des matières premières sont revenus à des niveaux globalement proches de ceux enregistrés avant le début du conflit en Ukraine. Après avoir terminé l'année 2022 à 99,8 dollars le baril en moyenne,

le prix du Brent en particulier reculerait à 83,3 dollars sur l'ensemble de cette année et oscillerait autour de 80 dollars en 2024. De même, et suite au repli important affiché durant le second semestre 2022, les cours des denrées alimentaires devraient accuser des baisses de 10,4% en moyenne en 2023 et de 0,6% en 2024. Concernant le phosphate et dérivés, les prix devraient revenir de 266 dollars la tonne en 2022 à 200 dollars en 2023 et à 175 dollars en 2024 pour le phosphate brut, et de 772 dollars la tonne à 750 dollars puis à 650 dollars respectivement pour le DAP.

8. Dans ces conditions, l'inflation poursuivrait son atténuation observée ces derniers mois dans les principales économies avancées, tout en restant au-dessus des objectifs des banques centrales. Aux Etats-Unis, elle passerait de 8% en 2022 à 3,9% en 2023 puis à 2,4% en 2024, et dans la zone euro, elle baisserait à 5,3% en 2023 puis à 2,4% en 2024, après avoir culminé à 8,4% en 2022.
9. Poursuivant leurs efforts pour contenir ces pressions et ramener l'inflation à leurs cibles, les banques centrales maintiennent l'orientation restrictive de leurs politiques monétaires. Ainsi, à l'issue de sa réunion des 31 janvier et 1er février, la FED a décidé de relever d'un quart de point de pourcentage la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4,50% - 4,75%] et a indiqué qu'il serait approprié de poursuivre ces hausses pour ramener l'inflation à 2%. De même, la BCE a relevé le 16 mars ses taux directeurs de 50 points de base et a souligné qu'elle surveille attentivement les tensions actuelles sur les marchés et se tient prête à prendre les mesures nécessaires pour préserver la stabilité des prix et du système financier dans la zone euro.
10. Le durcissement des conditions monétaires continuerait de peser sur les perspectives de l'activité économique qui ont toutefois été légèrement révisées à la hausse ces derniers mois en lien avec l'atténuation des difficultés d'approvisionnement énergétique en Europe et l'abandon par la Chine de sa politique zéro-Covid. Ainsi, aux Etats-Unis, la croissance devrait revenir de 2,1% en 2022 à 1,2% en 2023 et en 2024, et dans la zone euro elle passerait de 3,5% à 1% puis à 1,2%. Pénalisée par les conséquences du conflit en Ukraine et du Brexit, l'économie britannique serait la seule parmi les grandes économies avancées à enregistrer une contraction de 0,5% cette année, mais devrait renouer avec la croissance en 2024 avec une progression de son PIB de 1,2%. Dans les principaux pays émergents, la Chine devrait, à la faveur notamment de la levée des restrictions sanitaires, afficher une croissance de 5,3% en 2023 et en 2024, après 3% en 2022. En Inde, après un taux de 6,8%, la croissance s'établirait à 6,6% en 2023, puis à 6% en 2024, favorisée par l'orientation expansionniste de sa politique budgétaire.
11. Au niveau national, après un démarrage difficile, la campagne agricole connaît un relatif redressement grâce aux dernières précipitations. Toutefois, la production des trois principales céréales serait limitée par la superficie emblavée qui n'aurait pas dépassé 3,65 millions d'hectares selon le Département de l'Agriculture. De surcroît, les cultures hors céréales pâtiraient des restrictions sur l'eau d'irrigation et de la cherté des intrants. Dans ces conditions, les projections de Bank Al-Maghrib, élaborées sur la base des données disponibles au 10 mars 2023, tablent sur une récolte céréalière autour de 55 millions de quintaux. Ainsi, après une contraction de 15% en 2022, la valeur ajoutée agricole augmenterait de 1,6% en 2023, avant de s'améliorer de 6,9% en 2024 sous l'hypothèse d'un retour à une production moyenne de 75 millions de quintaux. Pour leur part, pâtissant en particulier de la détérioration de l'environnement externe, les activités non agricoles devraient poursuivre leur ralentissement en 2023, avec une progression de leur valeur ajoutée de 2,7% au lieu de 3,4%



en 2022. Elles connaîtraient en 2024 un relatif redressement avec un accroissement de 3,2%. Au total, après une forte décélération à 1,2% prévue en 2022, la croissance de l'économie nationale devrait se consolider à 2,6% cette année et s'accélérer à 3,5% en 2024.

12. Sur le plan des comptes extérieurs, la forte dynamique des échanges en 2022 s'est traduite par un creusement record du solde commercial à 311,6 milliards de dirhams. Toutefois, les hausses notables des transferts des MRE et des recettes voyages qui ont atteint des niveaux exceptionnels de 109,2 milliards et 91,3 milliards de dirhams respectivement auraient permis de limiter le déficit du compte courant à 3,9% du PIB. Ce dernier s'allégerait à 2,8% en 2023 puis à 2,6% en 2024, à la faveur notamment du reflux prévu des cours des produits énergétiques et de la poursuite de la performance de certains métiers mondiaux. Ainsi, après un rebond de près de 40%, les importations diminueraient de 2,3% en 2023 avant une légère augmentation de 0,8% en 2024, en lien essentiellement avec le recul de la facture énergétique. En parallèle, le rythme des exportations ralentirait de 29,4% à 3% en 2023 et à 0,6% en 2024, avec en particulier une progression de près de 7% annuellement des ventes du secteur automobile et un recul de celles de phosphate et dérivés. Pour ce qui est des recettes voyages, elles accuseraient une légère baisse de 3% cette année, en relation avec la décélération prévue de l'activité dans la zone euro, avant de s'accroître de 7,4% en 2024 à 95,1 milliards de dirhams, tandis que les transferts des MRE connaîtraient une certaine stabilisation cette année, suivie d'un repli de 5,4% en 2024 à 102,9 milliards de dirhams. Concernant les IDE, les recettes évolueraient légèrement au-dessus de 3% du PIB. Au total, et tenant compte notamment des financements extérieurs déjà réalisés et ceux prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 358,8 milliards de dirhams à fin 2023 puis à 367 milliards à fin 2024, soit une couverture de 5 mois et 21 jours puis 5 mois et 25 jours d'importations de biens et services.
13. S'agissant des conditions monétaires, les dernières données disponibles relatives au quatrième trimestre 2022 indiquent un accroissement du taux débiteur moyen global de 26 points de base à 4,50%. En parallèle, les taux créditeurs ont augmenté d'un trimestre à l'autre de 17 points de base pour les dépôts à 6 mois et de 18 points pour ceux à un an. Par ailleurs, au regard de la hausse prévue de la circulation fiduciaire, le besoin de liquidité des banques se creuserait de 80,9 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire en 2022 à 86,7 milliards à fin 2023 et à 99,1 milliards à fin 2024. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, après un bond de 7,8% en 2022, il devrait progresser de 4% en 2023 et de 4,6% en 2024. Cette prévision tient compte de l'évolution attendue de l'activité économique, d'un effet de base lié à la hausse sensible en 2022 des besoins de financement de trésorerie des entreprises, ainsi que des anticipations du système bancaire. Pour sa part, après une dépréciation de près de 4% en 2022, le taux de change effectif réel devrait s'apprécier de 1,6% en 2023 et de 1,9% en 2024, sous l'effet d'un accroissement de la valeur de la monnaie nationale en termes nominaux et d'un niveau d'inflation domestique supérieur en moyenne à celui des partenaires et concurrents commerciaux.
14. Sur le volet des finances publiques, après s'être établi à 5% du PIB en 2022 au lieu d'une prévision de BAM de 5,3% et d'une cible de la loi des finances de 5,9% du PIB, le déficit budgétaire devrait poursuivre sa tendance baissière à la faveur principalement de l'amélioration attendue des rentrées aussi bien fiscales que non fiscales. Il devrait ainsi, selon les projections de Bank Al-Maghrib, s'atténuer à 4,7% du PIB en 2023 puis à 4,3% en 2024.

## APERÇU GÉNÉRAL

Dans un contexte marqué par l'enlisement du conflit en Ukraine, la persistance de l'inflation à des niveaux élevés ainsi que la poursuite du durcissement des politiques monétaires, les dernières données relatives à la conjoncture économique internationale font ressortir un ralentissement de l'activité, tant dans les économies avancées qu'émergentes. Toutefois, cette décélération serait légèrement moins forte qu'initialement prévu en décembre, en liaison notamment avec la résilience des marchés de travail des principales économies avancées et l'abandon de la politique zéro-Covid en Chine.

Ainsi, aux Etats-Unis, après un taux de 1,9% en glissement annuel, la croissance a baissé à 0,9% au quatrième trimestre. Dans la zone euro, elle a progressé de 1,8% au lieu de 2,4% au troisième trimestre, reflétant notamment des ralentissements de 1,4% à 0,9% en Allemagne, de 4,8% à 2,7% en Espagne, de 1% à 0,5% en France et de 2,7% à 1,7% en Italie. Au Royaume Uni, la progression du PIB a décéléré à 0,4% après 1,9%.

Dans les principales économies émergentes, la croissance s'est établie à 2,9% en Chine après 3,9% le trimestre précédent, sous l'effet notamment du ralentissement de la production industrielle et des ventes de détail. En Russie, les dernières données relatives au troisième trimestre font ressortir une contraction du PIB de 3,7% après celle de 4,1% enregistrée un trimestre auparavant, pâtissant des implications de la guerre et des sanctions.

Sur les **marchés du travail**, le taux de chômage a enregistré une hausse aux Etats-Unis, à 3,6% en février après 3,4% un mois auparavant, avec une baisse des créations d'emplois à 311 mille postes, contre 504 mille. Dans la zone euro, ce taux a stagné, d'un mois à l'autre, à 6,7% en janvier.

Au niveau des **marchés financiers**, après avoir terminé l'année globalement en baisse, les indices boursiers des principales économies avancées se sont inscrits en hausse au cours des deux premiers mois de 2023, avec en particulier des accroissements en février, d'un mois à l'autre, de 3,6% pour l'Eurostoxx 50, de 2,4% pour le FTSE 100, de 3,6% pour le Nikkei 225 et de 0,1% pour le Dow Jones Industrials. Ces hausses se sont accompagnées d'une évolution contrastée de la volatilité, avec une atténuation sur les marchés américains, le VIX s'étant établi à 20,1 et une augmentation sur les places européennes, le VSTOXX étant passé de 18,8 points à 19,2. S'agissant des pays émergents, le MSCI EM a reculé de 1% avec des replis de 2,7% pour la Chine, de 4,7% pour l'Inde et de 2% pour le Brésil.

Après une certaine accalmie de leurs tendances haussières, la progression **des rendements souverains** s'est de nouveau accélérée, tirée par la perspective de la poursuite du rythme rapide du resserrement monétaire avec la persistance des pressions inflationnistes. Ainsi, le taux des bons à 10 ans s'est accru, entre janvier et février, de 19 points de base (pb) à 3,7% pour les Etats-Unis, de 17 pb à 2,4% pour l'Allemagne, de 17 pb à 2,9% pour la France, de 16 pb à 3,4% pour l'Espagne et de 4 pb à 4,1% pour l'Italie. Du côté des économies émergentes, ce taux s'est quasiment stabilisé à 2,9% pour la Chine, et s'est accru de 27 pb à 13,3% pour le Brésil.

Sur les **marchés de change**, après une dépréciation de 6,5% contre le dollar en 2022, l'euro s'est inscrit en progression de 1,7% en janvier, tandis qu'en février, il ressort en baisse de 0,6%. Par rapport aux autres monnaies, l'euro s'est renforcé, entre janvier et février, de 0,6% vis-à-vis de la livre sterling et de 1,3% face au yen japonais. S'agissant des monnaies des principales économies émergentes, elles ont enregistré des évolutions disparates face au dollar, avec notamment des dépréciations de 0,6% pour le renminbi chinois et de 1% pour la roupie indienne, alors que le real brésilien s'est apprécié de 0,4%.

Quant **aux marchés des matières premières**, le cours du Brent en particulier a quasiment stagné à 82,71 dollars le baril en moyenne en février, après une hausse de 2,7% en janvier, alors qu'il a marqué une baisse de 13,6% en glissement annuel. Hors énergie, les prix sont restés quasi stables en février en glissement mensuel, résultat notamment d'un accroissement de 1,2% des prix des produits agricoles et d'une baisse de 1,7% de ceux des métaux et minerais. Pour ce qui est des phosphates et dérivés, les cours ont accusé en février un repli de 2,9% à 612,5 \$/t pour le DAP et de 3,8% à 547,5 \$/t pour le TSP. A l'inverse, le prix du phosphate brut a progressé de 7,5% pour s'établir à 322,5 \$/t. En glissement annuel, les cours ressortent en hausse de 87% pour le phosphate brut, alors qu'ils ont diminué de 18% pour le DAP et de 20,4% pour le TSP.

Dans ces conditions, les **tensions inflationnistes** poursuivent leur orientation baissière, avec toutefois une certaine reprise dans certains pays de la zone euro. L'inflation a ainsi décéléré entre janvier et février, revenant de 6,4% à 6% aux Etats-Unis, et de 8,6% à 8,5% dans la zone euro, recouvrant notamment des progressions de 7% à 7,3% en France et de 5,9% à 6% en Espagne, ainsi qu'une baisse en Italie de 10,7% à 9,8%.

Dans ce contexte, les banques centrales poursuivent le resserrement de leurs politiques monétaires, jugé nécessaire pour contenir les pressions inflationnistes et converger vers leurs objectifs d'inflation malgré l'impact négatif sur l'activité économique. La **FED** a décidé à l'issue de sa réunion des 31 janvier et 1<sup>er</sup> février de relever d'un quart de point la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4,50%-4,75%] dans un contexte d'inflation jugé encore élevée et d'un marché du travail vigoureux. Elle prévoit également que des augmentations continues seront appropriées, même si l'inflation est en baisse depuis plus de 6 mois. De même, la **BCE** a relevé le 16 mars ses taux directeurs de 50 points de base et a souligné qu'elle surveille attentivement les tensions actuelles sur les marchés et se tient prête à prendre les mesures nécessaires pour préserver la stabilité des prix et du système financier dans la zone euro. Elle a également indiqué qu'elle réduira de 15 milliards d'euros par mois en moyenne jusqu'à fin juin 2023 le portefeuille de son programme APP.

**Au niveau national**, les dernières données des comptes nationaux relatives au troisième trimestre 2022 font ressortir un net ralentissement de la croissance, en glissement annuel, à 1,6% après 8,7% au même trimestre un an auparavant, résultat d'un repli de 15,1% de la valeur ajoutée agricole et d'une décélération à 3,6% du rythme d'accroissement des activités non agricoles. Du côté de la demande, cette évolution recouvre une contribution positive de sa composante intérieure de 4,7 points de pourcentage et une participation négative à hauteur de 3,1 points des échanges extérieurs de biens et services.

Sur **le marché du travail**, l'économie nationale a accusé une perte de 24 mille postes, exclusivement en milieu rural, après une création de 230 mille un an auparavant et une perte de 432 mille en 2020. Par secteur, le volume d'emplois a diminué de 215 mille postes dans l'agriculture et de mille dans le BTP, alors qu'il s'est accru de 164 mille dans les services et de 28 mille dans l'industrie y compris l'artisanat. Tenant compte d'une sortie nette de 89 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a reculé de 45,3% à 44,3%, et le taux de chômage a baissé de 12,3% à 11,8% au niveau national et de 16,9% à 15,8% en milieu urbain. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, le taux de chômage a augmenté de 0,9 point à 32,7% globalement et a connu une stagnation à 46,7% dans les villes.

S'agissant **des comptes extérieurs**, l'année 2022 a été marquée par l'accélération du rythme de progression des échanges extérieurs, avec des hausses de 39,6% des importations, et de 29,4% des exportations. Le déficit commercial a affiché un creusement record de 112,5 milliards de dirhams pour s'élever à 311,6 milliards, et

le taux de couverture est revenu de 62,3% à 57,8%. L'accroissement des importations résulte principalement des rebonds de 102,6% à 153,5 milliards de la facture énergétique, de 46,4% des achats des demi-produits et de 44,9% de ceux des produits alimentaires. Quant à l'amélioration des exportations, elle reflète la dynamique positive enregistrée par l'ensemble des principaux secteurs. Profitant du maintien des cours internationaux des engrais à un niveau élevé, les exportations des phosphates et dérivés ont ainsi affiché une progression de 43,9% à 115,5 milliards, se repositionnant ainsi comme le premier secteur à l'export pour la première fois depuis 2014. Les ventes du secteur automobile se sont, pour leur part, accrues de 33% à 111,3 milliards et celles du secteur agricole et agroalimentaire ont augmenté de 16,2% à 81,2 milliards. En parallèle, les recettes voyages ont atteint un niveau record de 91,3 milliards après 34,3 milliards un an auparavant et 78,7 milliards en 2019 et les transferts des MRE ont poursuivi leur forte dynamique avec une progression de 16,5% à 109,2 milliards de dirhams. Dans ces conditions, le déficit du compte courant se serait alourdi, selon les estimations de Bank Al-Maghrib de 2,3% du PIB en 2021 à 3,9% du PIB en 2022. Quant aux principales opérations financières, le flux net des IDE a augmenté de 8,3% à 21 milliards et celui des investissements directs des marocains résidents à l'étranger s'est amélioré de 36,7% à 6,2 milliards. A fin 2022, l'encours des avoirs officiels de réserves s'est établi à 337,6 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 13 jours d'importations de biens et services.

Sur le **plan monétaire**, le besoin de liquidité des banques s'est allégé à 87,8 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire au cours du quatrième trimestre 2022, contre 91,7 milliards un trimestre auparavant. Dans ce contexte, Bank Al-Maghrib a réduit le montant de ses injections à 102,5 milliards de dirhams. Les conditions monétaires ont été également caractérisées par une dépréciation du taux de change effectif réel et une progression des taux débiteurs de 26 points de base à 4,50%. Concernant le crédit bancaire au secteur non financier, il a terminé l'année sur un accroissement de 7,8%, une tendance qui s'est poursuivie au cours du mois de janvier, avec une augmentation de 6,8%, tirée particulièrement par l'accélération de la croissance des prêts de trésorerie.

Sur le volet **des finances publiques**, l'exercice budgétaire au titre de l'année 2022 fait ressortir une poursuite de la tendance baissière du déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'Etat, à 5% du PIB, contre 5,9% en 2021. Les recettes ordinaires se sont accrues de 20,8%, reflétant des rebonds de 17,1% des rentrées fiscales et de 50,5% de celles non fiscales, tirées essentiellement par les recettes des mécanismes de financement spécifiques qui ont atteint 25,1 milliards. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 14,5%, en liaison notamment avec les augmentations de 92,8% de la charge de compensation à 42,1 milliards de dirhams et de 7,2% des dépenses de biens et services. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont progressé de 20,6% à 93,8 milliards de dirhams, portant ainsi les dépenses globales à 414,6 milliards, en alourdissement de 15,8%. L'évolution du déficit tient compte également de la hausse de 5 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor à 8,6 milliards. Dans ces conditions, l'encours de la dette publique directe aurait baissé, revenant de 68,9% du PIB, à 68,6% à fin 2022. Les données arrêtées à fin février 2023 font ressortir un déficit budgétaire de 10,6 milliards, au lieu de 10,4 milliards au même mois de 2022, recouvrant une amélioration de 10,8% des recettes ordinaires et un accroissement de 8,1% des dépenses ordinaires.

Au **niveau de la place boursière de Casablanca**, le MASI s'est déprécié au quatrième trimestre de 7,7% et le volume des transactions boursières est passé d'un trimestre à l'autre de 8,3 milliards de dirhams à 28,5 milliards, dont 16,9 milliards réalisé sur le marché des blocs et 9,2 milliards sur le marché central. Pour ce qui est de la capitalisation boursière, elle a affiché une baisse trimestrielle de 7% à 561,1 milliards de dirhams. Sur l'ensemble de l'année, la bourse a affiché une contreperformance historique avec un recul de l'indice MASI de 19,7%. Cette évolution a concerné la majorité des secteurs, en particulier ceux des bâtiments et matériaux de construction, des télécommunications et des banques. En ce qui concerne le volume des échanges, il s'est replié de 22,8% à 57,7 milliards de dirhams et la capitalisation boursière a diminué de 129,6 milliards de dirhams.

Sur le **marché des actifs immobiliers**, les prix ressortent en fléchissement de 0,7% au quatrième trimestre 2022, traduisant des régressions de 0,8% pour le résidentiel et de 0,7% pour les terrains, les prix des biens à usage professionnel ayant pour leur part stagné d'un trimestre à l'autre. En parallèle, le nombre de transactions s'est contracté de 4,8% globalement, de 6,1% pour les actifs à usage professionnel, de 5,5% pour le résidentiel et de 1,3% pour les terrains. Sur l'ensemble de l'année 2022, l'indice des prix des actifs immobiliers a reculé de 0,7%, recouvrant des diminutions de 1,3% pour le résidentiel et de 1,7% pour les biens à usage professionnel ainsi qu'une hausse de 0,7% pour le foncier. Quant au nombre de transactions, après le rebond de 33,5% enregistré en 2021, il a accusé une chute de 15,4%, résultat des baisses des ventes de 18% pour le foncier, de 15,4% pour les biens résidentiels et de 9,8% pour les biens à usage professionnel.

S'agissant de **l'inflation**, elle a poursuivi son accélération pour atteindre 8,9% en janvier, après 8,3% en moyenne au quatrième trimestre 2022 et 6,6% sur l'ensemble de l'année 2022. Cette hausse traduit essentiellement l'accentuation de l'évolution des prix des produits alimentaires à prix volatils à 21,7% contre 16,4% un trimestre auparavant, la hausse à 8,4% au lieu de 7,9% de l'inflation sous-jacente et l'augmentation de 0,2% après 0,1% des tarifs réglementés. En revanche, les prix des carburants et lubrifiants ont connu un ralentissement de leur rythme de progression à 29,7% au lieu 40,3% en moyenne enregistré au quatrième trimestre.

**En termes de perspectives**, l'économie mondiale devrait poursuivre son ralentissement, en lien avec la persistance de l'inflation à des niveaux élevés, la poursuite des resserrements monétaires et le prolongement du conflit en Ukraine. L'affaiblissement de l'économie serait à un rythme moindre que prévu en décembre, en liaison notamment avec la résilience des marchés de travail dans les économies avancées et la réouverture de la Chine. La croissance mondiale devrait décélérer à 2,5% en 2023, après 3,2% une année auparavant, avant d'augmenter légèrement à 2,6% en 2024. Aux Etats-Unis, la progression du PIB se limiterait à 1,2% en 2023 après 2,1% un an auparavant, et maintiendrait ce rythme en 2024. Dans la zone euro, la croissance devrait également ralentir, bien qu'à un rythme modéré favorisé par la résorption des problèmes d'approvisionnement énergétique, revenant de 3,5% en 2022 à 1% en 2023 et s'établissant à 1,2% en 2024. Le Royaume-Uni serait le seul grand pays avancé à accuser une récession en 2023, avec un recul de 0,5% de son PIB, consécutivement à la baisse des dépenses de consommation et le resserrement des conditions monétaires, avant d'enregistrer une croissance à 1,2% en 2024. Pour sa part, l'économie japonaise bénéficiera des taux d'intérêt inférieurs à zéro et de la dynamique du tourisme grâce à la réouverture de la Chine. Elle devrait s'accroître de 1% en 2023 avant de ralentir à 0,8% en 2024.

Dans les principaux pays émergents, la croissance économique s'accélérait en Chine à 5,3% en 2023, après 3% en 2022, traduisant une certaine amélioration de la confiance des entreprises et des consommateurs après la politique zéro-Covid. L'Inde enregistrerait une hausse du PIB de 6,6% en 2023, puis de 6% en 2024, favorisé par l'orientation expansionniste de sa politique budgétaire. La croissance de l'économie brésilienne devrait, quant à elle, ralentir à 1% à moyen terme, tenant compte d'une demande extérieure plus faible, des termes de l'échange moins favorables et des conditions monétaires plus strictes. Dans le contexte de poursuite de la guerre en Ukraine, l'économie russe devrait se contracter encore une fois en 2023 de 1,4%, avant d'enregistrer une croissance positive en 2024.

Sur les marchés **des matières premières**, après un cours moyen de 99,8 dollars le baril, le prix du Brent devrait osciller entre 80 et 83 dollars le baril en 2023 et en 2024, sous l'effet de l'augmentation de la demande mondiale, tirée par la réouverture de la Chine et la réduction de l'offre des pays producteurs. Pour leur part, les prix du Charbon et du gaz naturel devraient poursuivre leur orientation baissière en liaison notamment avec des niveaux

de stocks suffisants en Europe et un hiver relativement clément. Concernant le phosphate et dérivés, leurs cours devraient reculer sur l'horizon des prévisions, après avoir atteint des pics en 2022. Les prix du phosphate brut passeraient de 266 \$/T en 2022 à 200 \$/t en 2023 et à 175 \$/t en 2024. De même, les prix du DAP baisseraient de 772 \$/t à 750 \$/t en 2023 puis à 650 \$/t en 2024. Ceux du TSP devraient diminuer de 716 \$/t à 650 \$/t en 2023 puis à 550 \$/t en 2024. Quant aux denrées alimentaires, l'indice FAO devrait reculer de 10,4% en 2023 et de 0,6% en 2024, en lien avec l'amélioration de l'offre mondiale et le repli des prix des intrants.

Dans ces conditions, les **pressions inflationnistes** s'atténueraient progressivement à moyen terme, mais les niveaux d'inflation resteraient élevés. Aux Etats-Unis, l'inflation régresserait de 8% en 2022 à 3,9% en 2023 puis à 2,4% en 2024, au fur et à mesure de la baisse des prix des matières premières et l'affaiblissement de la demande intérieure induite par le resserrement des conditions monétaires. Dans la zone euro, tout en restant à des niveaux élevés, elle baisserait en moyenne à 5,3% en 2023 puis à 2,4% en 2024, dans un contexte de hausses de taux d'intérêt plus agressives et de baisse plus rapide que prévu des prix de certains produits énergétiques.

Au **niveau national**, le rythme des exportations devrait décélérer à 3% en 2023 puis à 0,6% en 2024, reflétant essentiellement des baisses respectives de 1,8% et 8,3% des exportations des phosphates et dérivés, en relation avec le recul prévu de leurs cours internationaux. En parallèle, les importations diminueraient de 2,3% en 2023, sous l'effet essentiellement d'un allègement de 15,9% de la facture énergétique à 129,1 milliards. En 2024, elles devraient afficher une légère progression de 0,8%, en relation avec la hausse des acquisitions des produits finis de consommation et de celles des biens d'équipement. Pour ce qui est des recettes voyages, elles devraient accuser une baisse de 3% à 88,6 milliards en 2023, en lien avec le ralentissement de l'activité des pays émetteurs notamment la zone euro, avant de s'accroître de 7,4% à 95,1 milliards en 2024. L'évolution des transferts des MRE reste, quant à elle, entourée de fortes incertitudes, ceux-ci sont supposés quasiment se stabiliser autour de 108,9 milliards de dirhams en 2023 et accuser un recul de 5,4% à 102,9 milliards en 2024. Dans ces conditions, le déficit du compte courant devrait s'alléger à 2,8% du PIB en 2023, après 3,9% en 2022, puis à 2,6% du PIB en 2024. Concernant les IDE, elles se situeraient à 3,1% du PIB en 2023 et puis à 3,2% en 2024.

Tenant compte de la dernière émission du Trésor sur le marché financier international et sous l'hypothèse de la concrétisation du reste des financements extérieurs prévus, les AOR se situeraient à 358,8 milliards à fin 2023 puis à 367 milliards en 2024, soit l'équivalent de 5 mois et 21 jours puis 5 mois et 25 jours d'importations de biens et services.

S'agissant des **conditions monétaires**, sur la base de l'évolution prévue des réserves de change de la Banque et de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité bancaire devrait se creuser à 86,7 milliards de dirhams à fin 2023, et à 99,1 milliards à fin 2024. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, il progresserait de 4% en 2023, après 7,8% en 2022, et de 4,6% en 2024, tenant compte de l'évolution prévue de l'activité économique et des anticipations du système bancaire.

Sur le volet **des finances publiques**, le déficit budgétaire devrait poursuivre sa tendance baissière tenant compte principalement de l'amélioration attendue des rentrées fiscales et non fiscales. En effet, le déficit devrait s'atténuer de 5% du PIB en 2022 à 4,7% en 2023, sous l'hypothèse d'une progression plus importante des rentrées ordinaires,

en particulier celles fiscales, comparativement à celle des dépenses globales. En 2024, il devrait s'atténuer à 4,3% du PIB, tenant compte essentiellement des nouvelles projections macroéconomiques, d'un raffermissement des rentrées non fiscales et d'une forte régression de la charge de compensation, comme l'indiquent les données de la programmation budgétaire pluriannuelle.

Pour ce qui est du rythme de **l'activité économique**, après le rebond de 7,9% en 2021, il aurait reculé de 1,2% en 2022, recouvrant une régression de 15% de la valeur ajoutée agricole et une progression de 3,4% de celle non agricole. En 2023, la croissance devrait se consolider à 2,6%, reflétant un ralentissement du rythme de progression des activités non agricoles à 2,7% et une augmentation de 1,6% de la valeur ajoutée agricole. Cette dernière tient compte d'une production céréalière estimée par Bank Al-Maghrib autour de 55 millions de quintaux (MQx), sur la base des données climatiques et d'une superficie emblavée évaluée par le Département de l'Agriculture à 3,65 millions d'hectares. En 2024, la croissance passerait à 3,5%, tirée par une amélioration de 6,9% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 75 MQx, et par un accroissement de 3,2% de celle non agricole.

Dans ces conditions, après la forte accélération à 6,6% en 2022, **l'inflation** resterait à des niveaux élevés, en dépit du relatif apaisement des pressions d'origine externe. Elle s'établirait ainsi à 5,5% en moyenne en 2023, et à 3,9% en 2024, en lien avec la hausse qui serait induite par la forte réduction de la charge de compensation, comme il ressort des données de la programmation budgétaire triennale. Sa composante sous-jacente atteindrait 6,2% en 2023, sous l'effet notamment de la flambée des prix de certains produits alimentaires qui y sont inclus, avant de revenir à 2,3% en 2024.

Les risques entourant les perspectives demeurent très élevés, et peuvent, en cas de leur matérialisation, affecter la projection centrale, avec une balance orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation. En effet, l'intensification de la guerre en Ukraine et les tensions géopolitiques ainsi que le resserrement des coûts de financement au niveau mondial pourraient maintenir le coût des matières premières à des niveaux élevés.

Au plan national, les risques sont liés principalement aux perturbations d'ordre climatique qui peuvent affecter la production agricole aussi bien céréalière que hors céréalière, ainsi qu'un affaiblissement de la demande étrangère, en lien avec une dégradation de l'activité chez les principaux pays partenaires. A moyen terme, les retombées positives des efforts pour dynamiser l'investissement devraient contribuer à l'accélération de la croissance.

Quant à l'inflation, les risques pesant sur ses perspectives sont maintenus à la hausse. En effet, le renchérissement des coûts de l'énergie et la persistance des pressions inflationnistes domestiques pourraient entraîner une augmentation plus forte que prévue des prix à la consommation. Toutefois, un apaisement plus rapide des pressions inflationnistes d'origine externe pourrait induire une décélération plus rapide de l'inflation.

# 1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

L'économie mondiale continue de subir les implications de la guerre en Ukraine, la persistance de l'inflation à des niveaux élevés et la poursuite du durcissement des politiques monétaires. Dans ces conditions, l'activité économique a poursuivi son ralentissement au quatrième trimestre de 2022 aussi bien dans les principales économies avancées qu'émergentes. Toutefois, la situation sur les marchés du travail demeure favorable. Sur les marchés financiers, les cours boursiers dans les principales économies avancées et émergentes ont continué leur hausse, parallèlement à un accroissement des rendements obligataires souverains sur les maturités longues et ce, dans un contexte de resserrement des politiques monétaires des principales banques centrales. Quant aux marchés des matières premières, les cours ont globalement enregistré des diminutions en février en glissement annuel, en liaison essentiellement avec la dégradation des perspectives économiques. Dans ces conditions, l'inflation demeure toujours à des niveaux élevés, quoique l'orientation globale reste baissière.

## 1.1 Activité économique et emploi

### 1.1.1 Activité économique

Les données des comptes nationaux relatives au 4<sup>ème</sup> trimestre 2022 font ressortir une croissance de 0,9% en glissement annuel aux Etats-Unis, après un taux de 1,9% un trimestre auparavant. Dans la zone euro, elle a décéléré de 2,4% à 1,8%, reflétant notamment des ralentissements de 1,4% à 0,9% en Allemagne, de 4,8% à 2,7% en Espagne, de 1% à 0,5% en France et de 2,5% à 1,4% en Italie. Dans les autres principales économies avancées, la croissance a également poursuivi son recul passant de 1,9% à 0,4% au Royaume-Uni et de 1,5% à 0,4% au Japon.

Dans les principales économies émergentes, elle a décéléré en Chine au quatrième trimestre, revenant de 3,9% à 2,9%, sous l'effet notamment du ralentissement du rythme de progression de la production industrielle et des ventes de détail. De même, l'accroissement du PIB est revenu de 5,5% à 4,6% en Inde, de 3,6% à 1,9% au Brésil et de 4% à 3,5% en Turquie. Concernant l'économie russe, elle continue de pâtir de la guerre et des sanctions, accusant une contraction du PIB de 3,7% après celle de 4,1%.

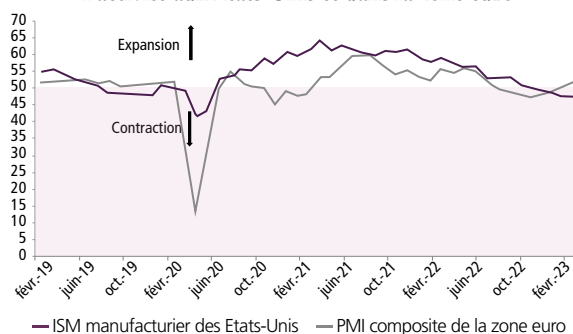
**Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel (en %)**

	2020		2021			2022			
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Pays avancés</b>									
<b>Etats-Unis</b>	-1,5	1,2	12,5	5,0	5,7	3,7	1,8	1,9	0,9
<b>Zone Euro</b>	-4,1	-0,8	14,2	4,0	4,8	5,5	4,4	2,4	1,8
France	-4,3	1,5	18,7	3,6	5,1	4,8	4,2	1,0	0,5
Allemagne	-2,1	-2,2	10,2	1,9	1,2	3,5	1,7	1,4	0,9
Italie	-6,0	0,3	16,8	5,2	6,9	6,5	5,1	2,5	1,4
Espagne	-9,5	-4,4	17,9	4,2	6,6	6,9	7,8	4,8	2,7
<b>Royaume-Uni</b>	-9,2	-7,7	24,4	8,5	8,9	10,5	3,9	1,9	0,4
<b>Japon</b>	-0,5	-1,1	7,8	1,7	0,9	0,6	1,4	1,5	0,4
<b>Pays émergents</b>									
<b>Chine</b>	6,4	18,7	8,3	5,2	4,3	4,8	0,4	3,9	2,9
<b>Inde</b>	2,8	6,3	20,3	9,3	4,7	3,9	12,1	5,5	4,6
<b>Brésil</b>	-0,4	1,7	12,4	4,4	2,1	2,4	3,7	3,6	1,9
<b>Turquie</b>	6,4	7,5	22,2	7,9	9,6	7,6	7,8	4,0	3,5
<b>Russie</b>	-1,3	-0,3	10,5	4,0	5,0	3,5	-4,1	-3,7	N.D

Source : Thomson Reuters et Eurostat.

S'agissant des indicateurs économiques avancés, l'indice PMI composite de la zone euro a poursuivi son redressement en février, s'établissant à 52 points après 50,3 points en janvier. De même, aux Etats-Unis, l'ISM manufacturier s'est légèrement accru à 47,7 points en février, contre 47,4 points un mois auparavant.



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


Source : Thomson Reuters.

### 1.1.2 Marché de l'emploi

Aux Etats-Unis, le taux de chômage a enregistré une hausse à 3,6% en février contre 3,4% un mois auparavant, avec des créations d'emplois ressortant en baisse à 311 mille postes, contre 504 mille postes.

Dans la zone euro, le taux de chômage est demeuré inchangé en janvier à 6,7% par rapport au mois précédent. Dans les principaux pays, ce taux est ressorti en léger recul de 7,2% à 7,1% en France, en hausse de 7,8% à 7,9% en Italie, et est demeuré stable à 3% en Allemagne et à 13% en Espagne.

Au Royaume-Uni, selon les derniers chiffres de décembre 2022, le taux de chômage est resté stable à 3,7% par rapport au mois précédent.

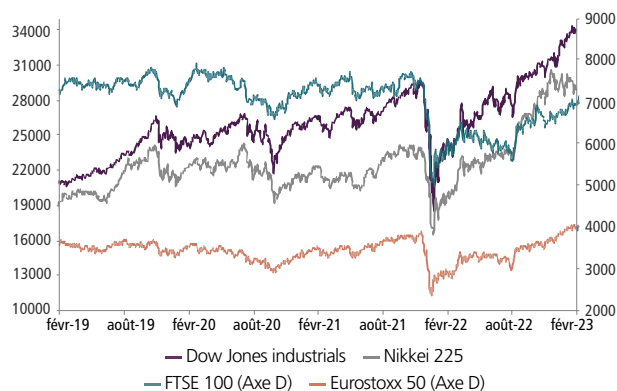
**Tableau 1.2: Evolution du taux de chômage (en%)**

(en %)	2021	2022	2022			2023
			Déc.	Jan.	Fév.	Fév.
<b>Etats-Unis</b>	<b>5,4</b>	<b>3,7</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>3,6</b>	
<b>Zone euro</b>	<b>7,7</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	<b>6,7</b>	N.D	
France	7,9	7,3	7,2	7,1	N.D	
Allemagne	3,7	3,1	3,0	3,0	N.D	
Italie	9,6	8,1	7,8	7,9	N.D	
Espagne	14,8	12,9	13,0	13,0	N.D	
<b>Royaume-Uni</b>	<b>4,5</b>	<b>3,7</b>	<b>3,7</b>	<b>N.D</b>	<b>N.D</b>	

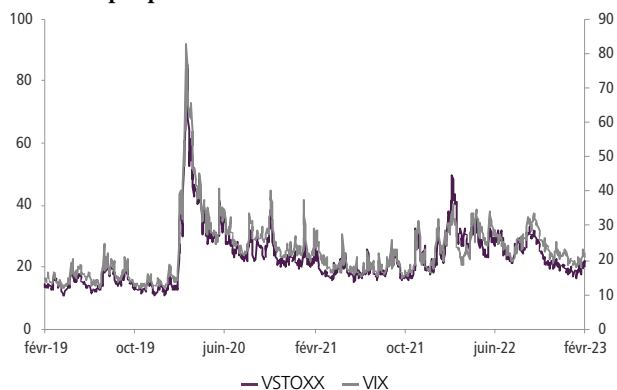
Sources : OCDE, Eurostat et BLS.

## 1.2 Conditions monétaires et financières

Après avoir terminé l'année globalement en baisse, les indices boursiers des principales économies avancées se sont inscrits en hausse au cours des deux premiers mois de 2023, avec en particulier des accroissements en février, d'un mois à l'autre, de 3,6% pour l'Eurostoxx 50, de 2,4% pour le FTSE 100, de 3,6% pour le Nikkei 225 et de 0,1% pour le Dow Jones Industrials. Ces évolutions ont été accompagnées d'une légère diminution de la volatilité sur les marchés américains, le VIX s'étant établi à 20,1, et d'une augmentation sur les marchés européens, le VSTOXX étant passé de 18,8 à 19,2. Au niveau des pays émergents, le MSCI EM a reculé de 1% avec des baisses de 2,7% pour la Chine, de 4,7% pour l'Inde et de 2% pour le Brésil.

**Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées**


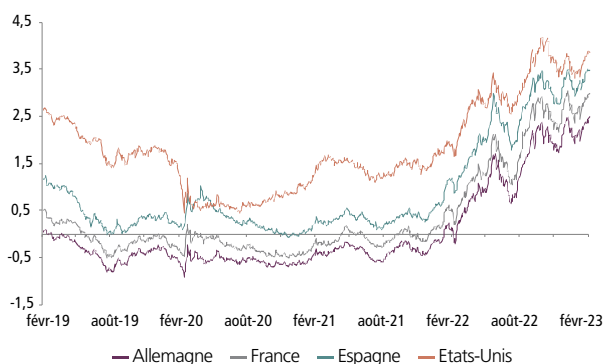
Source : Thomson Reuters.

**Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX**


Source : Thomson Reuters.

Au niveau des marchés obligataires, après une certaine accalmie de la tendance haussière, les rendements souverains se sont à nouveau accrus tirés par la perspective de la poursuite du rythme rapide du resserrement monétaire avec la persistance des pressions inflationnistes. Ainsi, le taux des bons à 10 ans a augmenté, entre janvier et février, de 19 points de base (pb) à 3,7% pour les Etats-Unis, de 17 pb à 2,4% pour l'Allemagne, de 17 pb à 2,9% pour la France, de 16 pb à 3,4% pour l'Espagne et de 4 pb à 4,1% pour l'Italie. S'agissant des économies émergentes, ce taux s'est quasiment stabilisé à 2,9% pour la Chine, à 7,4% pour l'Inde et s'est accru de 27 pb à 13,3% pour le Brésil.

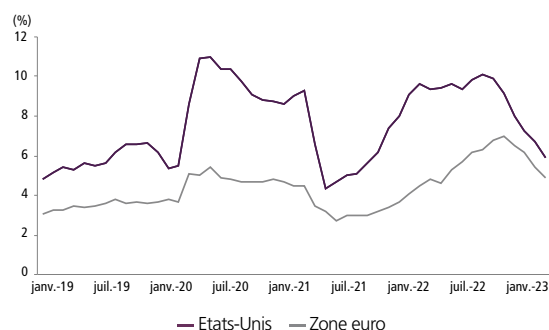
**Graphique 1.4 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans**



Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois ainsi que le Libor de même maturité ont progressé, entre janvier et février, de 29 pb à 2,6% et 8 pb à 4,9% respectivement. Concernant le crédit bancaire, son rythme a décéléré d'un mois à l'autre en janvier de 6,7% à 5,9% aux Etats-Unis et de 5,4% à 4,9% dans la zone-euro.

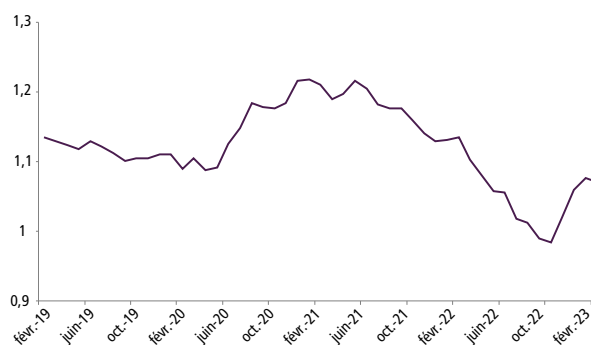
**Graphique 1.5 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)**



Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés de change, après avoir terminé l'année sur une dépréciation de 6,5% contre le dollar, l'euro s'est inscrit en hausse depuis le début de l'année, une tendance qui s'est inversé un mois après, avec une baisse de 0,6% en février. Par rapport aux autres monnaies, l'euro s'est renforcé de 0,6% vis-à-vis de la livre sterling, entre janvier et février, et de 1,3% face au yen japonais. S'agissant des monnaies des principales économies émergentes, elles ont enregistré en février des évolutions disparates face au dollar, avec notamment des dépréciations de 0,6% pour le renminbi chinois et de 1% pour la roupie indienne, ainsi qu'une appréciation de 0,4% pour le real brésilien.

**Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar**



Source : Thomson Reuters.

Pour ce qui est des décisions de politique monétaire, la FED a relevé, lors de sa réunion des 31 janvier et 1<sup>er</sup> février, d'un quart de point de pourcentage la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4,50% - 4,75%] et prévoit que des augmentations continues de la fourchette cible seront appropriées. En parallèle, elle continuera de réduire ses avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires selon le plan annoncé en mai 2022<sup>1</sup>. De même, la Banque d'Angleterre a décidé, le 1<sup>er</sup> février, de relever son taux directeur de 50 pb à 4%.

La Banque centrale européenne a également augmenté le 16 mars, de 50 points de base ses trois taux directeurs qui s'établiraient ainsi à 3,5% pour le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, à 3,75% pour celui de la facilité de prêt marginal et à 3% pour celui de la facilité de dépôt. Au regard des tensions actuelles sur les marchés, elle a souligné qu'elle se tient prête à réagir si nécessaire pour préserver la stabilité des prix et du système financier. Par ailleurs, elle a indiqué réduire le portefeuille acquis dans le cadre du Programme d'achats d'actifs (APP) à un rythme mesuré et prévisible, avec une réduction de 15 milliards d'euros par mois en moyenne jusqu'à fin juin 2023. S'agissant du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), elle entend réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme au moins jusqu'à la fin de 2024. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille du PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

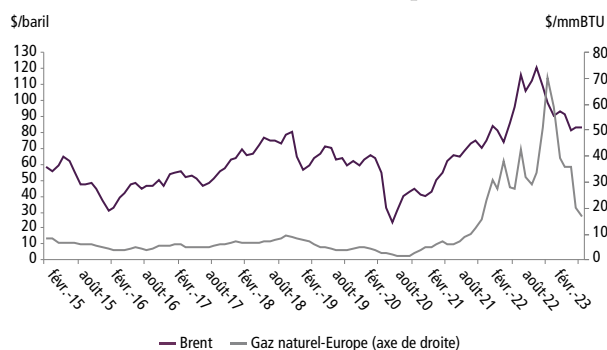
Concernant les principaux pays émergents, la Banque centrale du Brésil a maintenu, le 1<sup>er</sup> février, son taux directeur inchangé à 13,75%, alors que la Banque de réserve de l'Inde a relevé, le 8 février, son taux de 25 pb à 6,5% dans un contexte de ralentissement de l'inflation dû à la baisse des prix des produits alimentaires. La Banque centrale de la Russie a, pour sa part, gardé inchangé son taux directeur à 7,5%, lors de sa réunion du 17 mars, tout en indiquant que la capacité actuelle d'expansion de la production reste largement limitée par le marché du travail.

## 1.3 Prix des matières premières et inflation

### 1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur le marché du pétrole, après une hausse de 2,7% enregistrée en janvier, le cours du Brent a quasiment stagné à 82,71 dollars le baril en moyenne en février, alors qu'il s'est inscrit en baisse de 13,6% en glissement annuel. Parallèlement, le prix du gaz naturel sur le marché européen a marqué en février une contraction de 18,1% d'un mois à l'autre à 16,54 dollars le mBTU<sup>2</sup> et de 39,3% en glissement annuel.

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



Source : Banque Mondiale.

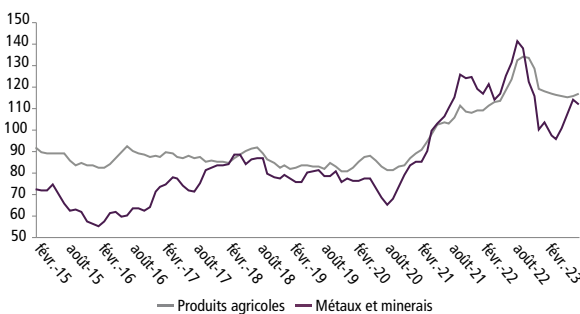
<sup>1</sup> La réduction a été plafonnée à 47,5 milliards de dollars par mois en juin, juillet et août, puis à 95 milliards de dollars par mois à partir de septembre 2022.

<sup>2</sup> Million de British Thermal Unit.

### 1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Hors énergie, les prix sont restés quasi stables en février en glissement mensuel, résultat notamment d'un accroissement de 1,2% des prix des produits agricoles et d'une baisse de 1,7% de ceux des métaux et minerais. En glissement annuel, les prix ressortent en diminution de 8,9% traduisant des replis de 14,6% des cours des métaux et minerais et de 5,5% des cours des produits agricoles, avec en particulier un fléchissement du prix de plusieurs catégories d'huile.

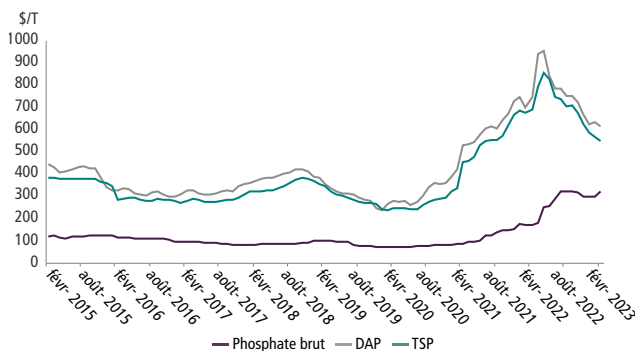
**Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie (2010=100)**



Source : Banque Mondiale.

Pour ce qui est des phosphates et dérivés, les cours ont accusé en février un repli de 2,9% à 612,5 \$/t pour le DAP et de 3,8% à 547,5 \$/t pour le TSP. A l'inverse, le prix du phosphate brut a progressé de 7,5% pour s'établir à 322,5 \$/t. En glissement annuel, les cours ressortent en hausse de 87% pour le phosphate brut, alors qu'ils ont diminué de 18% pour le DAP et de 20,4% pour le TSP.

**Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés**



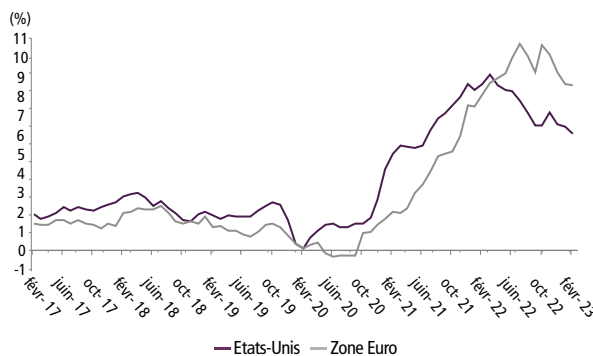
Source : Banque Mondiale.

### 1.3.3 Inflation

Les dernières données de février indiquent une légère baisse de l'inflation de 8,6% à 8,5% dans la zone euro, recouvrant notamment des augmentations de l'inflation de 7% à 7,3% en France, de 5,9% à 6% en Espagne et de 9,2% à 9,3% en Allemagne, alors qu'en Italie, elle a ralenti de 10,7% à 9,8%. Dans le même sens, l'inflation aux Etats-Unis a poursuivi son ralentissement s'établissant à 6% en février au lieu de 6,4% reflétant une décélération des prix des carburants et ceux des produits alimentaires. S'agissant des autres principales économies avancées, les données de janvier indiquent une décélération de l'inflation de 10,5% à 10,1% au Royaume-Uni, tandis qu'au Japon, elle a enregistré une accélération de 4% à 4,4%.

Au niveau des principaux pays émergents, les données de février font ressortir un ralentissement de l'inflation de 2,1% à 1% en Chine, de 5,8% à 5,6% au Brésil, de 11,8% à 11% en Russie et de 6,5% à 6,4% en Inde.

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



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

	2020	2021	2022		2023	
			Déc.	Janv.	Fév.	
<b>Etats-Unis</b>	<b>1,2</b>	<b>4,7</b>	<b>6,5</b>	<b>6,4</b>	<b>6,0</b>	
<b>Zone Euro</b>	<b>0,3</b>	<b>2,6</b>	<b>9,2</b>	<b>8,6</b>	<b>8,5</b>	
Allemagne	0,4	3,2	9,6	9,2	9,3	
France	0,5	2,1	6,7	7,0	7,3	
Espagne	-0,3	3,0	5,5	5,9	6,0	
Italie	-0,1	1,9	12,3	10,7	9,8	
<b>Royaume-Uni</b>	<b>0,9</b>	<b>2,6</b>	<b>10,5</b>	<b>10,1</b>	<b>N.D</b>	
<b>Japon</b>	<b>0,0</b>	<b>-0,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,4</b>	<b>N.D</b>	

Sources : Thomson Reuters, Eurostat &amp; FMI.

## 2. COMPTES EXTÉRIEURS

L'année 2022 a été marquée par une forte dynamique des échanges extérieurs de biens, la reprise des recettes voyages qui ont atteint un niveau supérieur à celui d'avant crise et par la poursuite d'un rythme élevé des transferts des MRE. Les exportations de biens ont ainsi affiché une progression de 29,4% et les importations une hausse de 39,6%. Le déficit commercial s'est, en conséquence, alourdi de 56,5% par rapport à 2021 pour s'établir à 311,6 milliards de dirhams, et le taux de couverture est revenu de 62,3% à 57,8%. En particulier, les recettes voyages ont atteint 91,3 milliards de dirhams après 34,3 milliards en 2021 et 78,7 milliards en 2019 et les transferts des MRE se sont élevés à 109,2 milliards, en accroissement de 16,5% d'une année à une autre. S'agissant des principales opérations financières, les recettes d'IDE ont augmenté de 20,5% à 38,4 milliards et les investissements directs des marocains à l'étranger ont connu une hausse de 6,8% à 19,4 milliards. Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib se sont situés à 337,6 milliards de dirhams, représentant l'équivalent d'une couverture de 5 mois et 13 jours d'importations de biens et services.

En janvier 2023, les échanges extérieurs de biens et services ont poursuivi leur tendance haussière, avec des augmentations de 3,6% des exportations et de 6,3% des importations. En parallèle, les recettes voyages et les transferts des MRE ont affiché des progressions notables et les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib ont atteint 333,6 milliards de dirhams à fin janvier, représentant ainsi l'équivalent de 5 mois et 11 jours d'importations de biens et services.

### 2.1 Balance commerciale

#### 2.1.1 Exportations

En 2022, la hausse des exportations a concerné l'ensemble des secteurs. Bénéficiant de la hausse des cours à l'international, les ventes de phosphates et dérivés ont ainsi enregistré une progression de 43,9% à 115,5 milliards, tirées essentiellement par un accroissement de 53,9% des expéditions des « engrais naturels et chimiques » et de 49,7% de celles des ventes de phosphates brut.

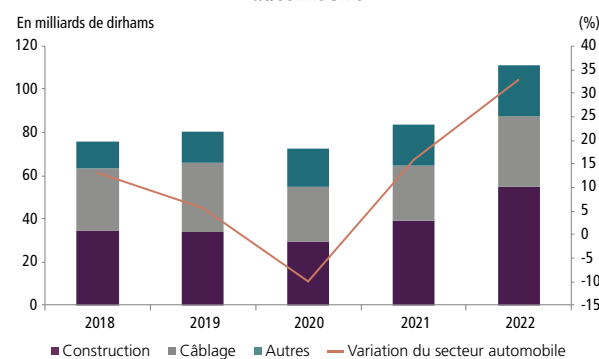
Les exportations du secteur automobile ont également poursuivi leur dynamique avec un accroissement de 33% à 111,3 milliards, traduisant des améliorations de 40% à 55,1 milliards pour le segment de la construction et de 28,9% à 32,6 milliards pour celui du câblage. Les ventes du secteur « agricole et agroalimentaire » ont également connu une hausse de 16,2% à 81,2 milliards, résultat des progressions de 19,9% à 43,9 milliards de celles de l'industrie alimentaire et de 11,4% à

34,9 milliards pour les produits agricoles, malgré le contexte de sécheresse ayant marqué la campagne agricole.

Quant aux exportations du secteur du « textile et cuir », elles se sont accrues de 20,7% à 44 milliards, en lien essentiellement avec la progression de 21,9% des ventes de la branche « vêtements confectionnés » qui ont représenté 63% des exportations du secteur en 2022.

Concernant les ventes de l'aéronautique, elles ont enregistré une augmentation de 34,4% à 21,3 milliards, avec des accroissements de 35,8% de celles du segment de l'assemblage et de 31,7% pour celui des « EWIS<sup>1</sup> ». Pour ce qui est des exportations de l'« électronique et électricité », elles ont progressé de 38,5% à 18,6 milliards avec une amélioration de 62,8% pour les composantes électroniques.

<sup>1</sup> Systèmes d'interconnexion de câblage électrique.

**Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile**

Source : Office des Changes.

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

Secteurs/Segments	Année		Variations	
	2022	2021	En milliards	en %
<b>Exportations</b>	<b>426,1</b>	<b>329,4</b>	<b>96,7</b>	<b>29,4</b>
<b>Phosphates et dérivés</b>	<b>115,5</b>	<b>80,3</b>	<b>35,2</b>	<b>43,9</b>
<b>Automobile</b>	<b>111,3</b>	<b>83,7</b>	<b>27,6</b>	<b>33,0</b>
Construction	55,1	39,4	15,7	40,0
Câblage	32,6	25,3	7,3	28,9
Interieur véhicules et sièges	7,3	7,0	0,3	3,7
<b>Agriculture et Agro-alimentaire</b>	<b>81,2</b>	<b>69,9</b>	<b>11,3</b>	<b>16,2</b>
Industrie alimentaire	43,9	36,6	7,3	19,9
Agriculture, sylviculture et chasse	34,9	31,4	3,6	11,4
<b>Textile et Cuir</b>	<b>44,0</b>	<b>36,4</b>	<b>7,5</b>	<b>20,7</b>
Vêtements confectionnés	27,6	22,6	5,0	21,9
Articles de bonneterie	8,5	7,5	0,9	12,5
Chaussures	3,5	2,7	0,9	32,0
<b>Aéronautique</b>	<b>21,3</b>	<b>15,8</b>	<b>5,4</b>	<b>34,4</b>
Assemblage	14,5	10,7	3,8	35,8
EWIS	6,7	5,1	1,6	31,7
<b>Electronique et Electricité</b>	<b>18,6</b>	<b>13,4</b>	<b>5,2</b>	<b>38,5</b>
Composants électroniques (transistors)	6,7	4,1	2,6	62,8
Fils et câbles	7,2	5,3	1,9	36,0
Appareils coup. ou connex. des circuits électr.	2,0	1,7	0,3	16,6
<b>Autres extractions minières</b>	<b>5,7</b>	<b>5,0</b>	<b>0,7</b>	<b>13,8</b>
Minerai de cuivre	1,7	1,7	0,0	-0,2
Sulfate de baryum	1,2	0,9	0,3	32,5
<b>Autres industries</b>	<b>28,6</b>	<b>24,9</b>	<b>3,7</b>	<b>14,8</b>
Métallurgie et travail des métaux	9,0	8,7	0,3	3,5
Industrie du plastique et du caoutchouc	2,4	2,1	0,4	19,2
Industrie pharmaceutique	1,4	1,4	0,1	5,6

Source : Office des Changes.

## 2.1.2 Importations

L'évolution des importations a été marquée essentiellement par le renchérissement des matières premières sur le marché international. Ainsi, la facture énergétique a plus que doublé pour s'établir à 153,5 milliards. Les achats de « gas-oils et fuel-oils » se sont alourdis de 40,3 milliards à 76,3 milliards, ceux des « houilles ; cokes et combustibles solides similaires » de 13,6 milliards à 24,2 milliards et ceux de « gaz de pétrole et autres hydrocarbures » de 8,9 milliards à 26,3 milliards de dirhams.

De même, les importations de demi-produits ont affiché une augmentation exceptionnelle de 46,4% à 169,7 milliards, reflétant notamment l'accroissement à 21,4 milliards de l'approvisionnement en ammoniac contre 6,9 milliards en 2021, sous l'effet de la progression de son prix à l'importation de 206,9%. Les acquisitions de produits alimentaires ont, pour leur part, augmenté de 44,9%, en relation essentiellement avec l'accroissement des approvisionnements en blé à 25,9 milliards contre 14,3 milliards en 2021. En parallèle, les achats de produits bruts se sont élevés à 44,3 milliards, en accroissement de 14,7 milliards dont 8 milliards au titre de la hausse des acquisitions du « soufres bruts et non raffinés », intrant important dans l'industrie des engrais phosphatés.

S'agissant des importations de biens d'équipement, elles ont progressé de 20,2% à 148,9 milliards, avec notamment des hausses de 57,4% des importations des « parties d'avions et d'autres véhicules aériens » et de 31,2% des acquisitions des « moteurs à pistons ». Concernant les achats de produits finis de consommation, ils ont affiché une augmentation de 8,8% à 134,4 milliards, traduisant en particulier des accroissements de 22,4% pour les « parties et pièces pour voitures de tourisme » et de 26,7% pour les « tissus et fils de fibres synthétiques et artificiels ».

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

Groupements d'utilisation	Année		Variations	
	2022	2021	En milliards	en %
<b>Importations CAF</b>	<b>737,7</b>	<b>528,6</b>	<b>209,2</b>	<b>39,6</b>
<b>Produits énergétiques</b>	<b>153,5</b>	<b>75,8</b>	<b>77,7</b>	-
Gas-oils et fuel-oils	76,3	36,0	40,3	-
Houilles; coques et combustibles solides similaires	24,2	10,6	13,6	-
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	26,3	17,4	8,9	50,9
<b>Demi produits</b>	<b>169,7</b>	<b>115,9</b>	<b>53,8</b>	<b>46,4</b>
Ammoniac	21,4	6,9	14,5	-
Matières plastiques	21,7	16,1	5,5	34,4
Produits chimiques	16,9	12,5	4,4	35,0
<b>Produits alimentaires</b>	<b>86,7</b>	<b>59,9</b>	<b>26,9</b>	<b>44,9</b>
Blé	25,9	14,3	11,6	81,2
Orge	3,2	0,7	2,5	-
Sucre brut ou raffiné	7,9	5,9	2,0	33,7
<b>Produits bruts</b>	<b>44,3</b>	<b>29,5</b>	<b>14,7</b>	<b>49,9</b>
Soufres bruts et non raffinés	18,8	10,7	8,0	74,8
Huile de soja brute ou raffinée	8,1	5,8	2,3	40,6
Ferraille, déchets et autres minerais	3,6	2,0	1,6	76,1
<b>Biens d'équipement</b>	<b>148,9</b>	<b>123,9</b>	<b>25,0</b>	<b>20,2</b>
Parties d'avions et d'autres véhicules aériens	15,0	9,5	5,5	57,4
Moteurs à pistons	13,2	10,1	3,1	31,2
Fils et câbles	11,2	8,0	3,1	39,0
<b>Produits finis de consommation</b>	<b>134,4</b>	<b>123,5</b>	<b>10,9</b>	<b>8,8</b>
Parties et pièces pour voitures de tourisme	24,1	19,7	4,4	22,4
Tissus et fils de fibres synthétiques et artificielles	11,4	9,0	2,4	26,7

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 82,2% à 113,6 milliards, résultat d'un accroissement de 58,3% à 220,2 milliards des exportations, plus important que celui de 38,9% à 106,5 milliards des importations.

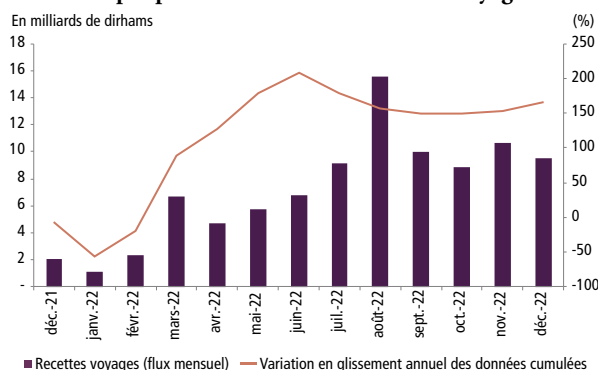
**Tableau 2.3 : Evolution de la balance des services (en milliards de dirhams)**

	Année		Variation	
	2022	2021	En milliards	en %
Importations	106,5	76,7	29,8	38,9
Exportations	220,2	139,1	81,1	58,3
Solde	113,6	62,4	51,3	82,2

Source : Office des Changes.

S'agissant des recettes voyages, sous l'effet de la reprise notable de l'activité touristique, elles ont terminé l'année avec un niveau supérieur à celui d'avant crise, se situant à 91,3 milliards après 34,3 milliards en 2021 et 78,7 milliards en 2019. Les dépenses au même titre ont également progressé de 52,8% à 16,3 milliards de dirhams après 10,7 milliards en 2021 et 20,9 milliards en 2019.

**Graphique 2.2 : Evolution des recettes voyages**

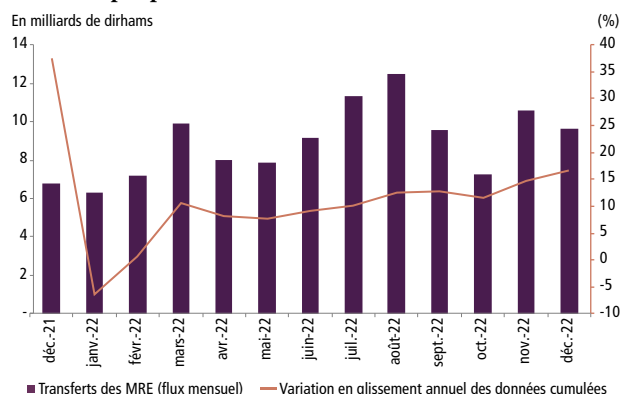


Source : Office des Changes.



Concernant les transferts des MRE, ils ont poursuivi la dynamique haussière exceptionnelle entamée depuis le début de la crise avec une nouvelle augmentation à 109,2 milliards de dirhams après 93,7 milliards en 2021 et une moyenne de 65,3 milliards en 2017 et 2019.

**Graphique 2.3 : Evolution des transferts des MRE**



Source : Office des Changes.

## 2.3 Compte financier

Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux net des IDE a augmenté de 8,3% à 21 milliards, résultat des hausses de 20,5% des recettes et de 39,2% des cessions. Quant aux investissements directs des marocains à l'étranger, leur flux net s'est accru de 36,7% à 6,2 milliards, traduisant un accroissement de 1,2 milliard des investissements et un repli de 429 millions des recettes.

A fin 2022, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est établi à 337,6 milliards de dirhams, représentant ainsi l'équivalent de 5 mois et 13 jours d'importations de biens et services.

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

	Année		Variation	
	2022	2021	En milliards	en %
<b>Investissements directs étrangers</b>	<b>21,0</b>	<b>19,4</b>	<b>1,6</b>	<b>8,3</b>
Recettes	38,4	31,9	6,5	20,5
Dépenses	17,5	12,6	4,9	39,2
<b>Investissements des marocains à l'étranger</b>	<b>6,2</b>	<b>4,6</b>	<b>1,7</b>	<b>36,7</b>
Dépenses	19,4	18,2	1,2	6,8
Recettes	13,2	13,6	-0,4	-3,2

Source : Office des Changes.

Les données relatives au mois de janvier 2023 laissent constater un creusement du déficit commercial de 2,1 milliards, reflétant une augmentation de 6,3% des importations, plus importante que celle de 3,6% des exportations. Le taux de couverture est revenu ainsi de 61,5% à 60%.

L'accroissement des importations a été tiré essentiellement par les acquisitions de produits énergétiques et des biens d'équipements. La facture énergétique a, en effet, augmenté de 30% à 10,5 milliards, intégrant des hausses de 61,6% des achats en « houilles ; coques et combustibles solides similaires », de 17,8% pour ceux en « gas-oils et fuel-oils » et de 32% pour ceux en « gaz de pétrole et autres hydrocarbures ». Concernant les importations des biens d'équipements, elles ont progressé de 16,8% à 12,8 milliards, en relation notamment avec l'augmentation de 74,6% des achats des « moteurs à pistons ». A l'inverse, les importations de produits bruts et de demi-produits ont baissé de 18,4% et 7,1% respectivement.

L'amélioration des exportations a été généralisée à l'ensemble des secteurs, à l'exception de celui des phosphates et dérivés dont les ventes ont accusé un recul de 38,6% à 5,4 milliards. Ainsi, les ventes du secteur automobile ont affiché une progression de 44,8% à 10 milliards de dirhams, traduisant les accroissements des expéditions des segments de la construction de 48,4% et du câblage de 51%. S'agissant des exportations des secteurs « textile et cuir » et « agriculture et agro-alimentaire », elles ont augmenté de 14,1% et 2,5% respectivement.

En parallèle, les recettes voyages ont connu une amélioration notable de 7,1 milliards pour atteindre 8,2 milliards. De même, les transferts des MRE ont poursuivi leur dynamique haussière, enregistrant un accroissement de 46,3% à 9,2 milliards. Concernant les autres principales rubriques de la balance des paiements, les recettes des investissements directs étrangers se sont élevées à 3 milliards de dirhams après 1,8 milliard en janvier 2022 alors que les investissements des marocains à l'étranger ont diminué de 25,2% à 1,2 milliard.

A fin janvier 2023, l'encours des avoirs officiels de réserve a atteint 333,6 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 milliards de dirhams)**

Secteurs/Groupements d'utilisation	Janvier		Variations	
	2023	2022	En milliards	en %
<b>Exportations de biens</b>	<b>32,6</b>	<b>31,5</b>	<b>1,1</b>	<b>3,6</b>
Automobile	10,0	6,9	3,1	44,7
Textile et Cuir	3,4	3,0	0,4	14,1
Agriculture et Agro-alimentaire	7,8	7,6	0,2	2,5
Phosphates et dérivés	5,4	8,8	-3,4	-38,6
<b>Importations de biens</b>	<b>54,4</b>	<b>51,2</b>	<b>3,2</b>	<b>6,3</b>
Produits énergétiques	10,5	8,1	2,4	30,0
Biens d'équipement	12,8	10,9	1,8	16,8
Produits alimentaires	7,2	6,9	0,3	4,2
Produits finis de consommation	9,7	9,5	0,2	2,0
<b>Recettes voyages</b>	<b>8,2</b>	<b>1,1</b>	<b>7,1</b>	<b>-</b>
<b>Transferts des MRE</b>	<b>9,2</b>	<b>6,3</b>	<b>2,9</b>	<b>46,3</b>
<b>Recettes des investissements directs étrangers</b>	<b>3,0</b>	<b>1,8</b>	<b>1,2</b>	<b>65,9</b>
<b>Dépenses des investissements des marocains à l'étranger</b>	<b>1,2</b>	<b>1,5</b>	<b>-0,4</b>	<b>-25,2</b>

Source : Office des Changes.

## 3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du quatrième trimestre 2022, les conditions monétaires ont été marquées par la dépréciation du taux de change effectif réel et une hausse des taux débiteurs. La croissance annuelle du crédit bancaire au secteur non financier s'est accélérée de 5% au troisième trimestre à 6,7% au quatrième trimestre et à 6,8% en janvier, tiré principalement par les facilités de trésorerie. Concernant les autres contreparties de la masse monétaire, l'accroissement des avoirs officiels de réserve est revenu de 8,2% à 4,9% et celle des créances nettes sur l'administration centrale s'est accélérée de 10,3% à 14,4%. Au total, la progression de la masse monétaire est passée de 4,6% à 6,6%.

Sur le marché immobilier, les prix des actifs ressortent en baisse de 0,7% au quatrième trimestre 2022, traduisant des reculs de 0,8% pour le résidentiel et de 0,7% pour les terrains, les prix des biens à usage professionnel ayant stagné d'un trimestre à l'autre. En parallèle, le nombre de transactions a diminué de 4,8% globalement, de 6,1% pour les actifs à usage professionnel, de 5,5% pour le résidentiel et de 1,3% pour les terrains.

Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI s'est déprécié au quatrième trimestre de 7,7% et le volume des transactions boursières est passé d'un trimestre à l'autre de 8,3 milliards de dirhams à 28,5 milliards, dont 16,9 milliards sur le marché des blocs et 9,2 milliards sur le marché central. Pour ce qui est de la capitalisation boursière, elle a affiché une baisse trimestrielle de 7% à 561,1 milliards de dirhams.

### 3.1 Conditions monétaires

#### 3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Au cours du quatrième trimestre de 2022, le besoin en liquidité des banques s'est atténué à 87,8 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, contre 91,7 milliards un trimestre auparavant.

Dans ces conditions, la Banque a réduit le montant de ses injections de 105,1 milliards à 102,5 milliards, dont 50,5 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 26,8 milliards à travers les opérations de pensions livrées, 25,1 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME et 40 millions sous forme de swap de change.

Dans ce contexte, la durée moyenne résiduelle des interventions de la Banque est passée de 44,7 jours à 45,1 jours et le taux interbancaire est demeuré aligné sur le taux directeur à 2,06% en moyenne, un niveau intégrant la décision du Conseil de la Banque de relever en décembre le taux directeur de 50 points de base.

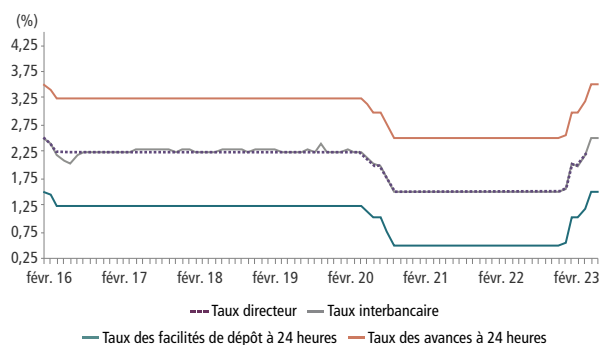
Pour l'ensemble de l'année 2022, le déficit de liquidité des banques s'est creusé à 80,9 milliards de dirhams

en moyenne contre 70,8 milliards en 2021, en lien essentiellement avec la progression de la circulation fiduciaire.

Les dernières données disponibles indiquent une atténuation du besoin de la liquidité bancaire à 75,5 milliards en moyenne en janvier et février 2022.

Au niveau du marché des bons du Trésor, les taux ont poursuivi leur augmentation au quatrième trimestre aussi bien sur le marché primaire que secondaire. Durant les mois de janvier et février, la tendance haussière des rendements s'est maintenue, sur les deux marchés, en particulier pour les maturités moyenne et longue.

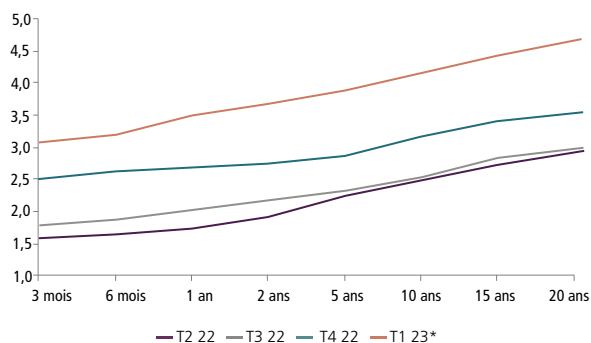
Graphique 3.1 : Taux interbancaire (données quotidiennes)



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

	2021	2022				2023	
	T4	T1	T2	T3	T4	janv.	fév.
26 semaines	1,40	1,49	1,66	1,90	3,07	3,30	3,15
2 ans	1,72	1,83	1,91	2,33	2,44	3,70	3,84
5 ans	2,01	2,08	2,27	2,64	-	3,90	4,07
10 ans	2,34	2,43	-	-	3,20	4,20	4,55
15 ans	2,64	2,70	-	-	-	-	-

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

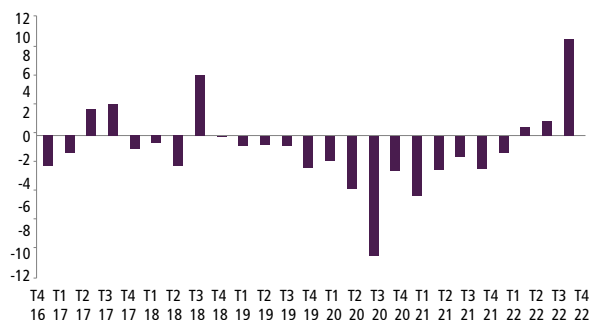


\*Moyenne observée en janvier et février

Dans le même sens, sur le marché de la dette privée, les taux assortissant les émissions des certificats de dépôt se sont inscrits en hausse au quatrième trimestre. Pour ce qui est des taux créditeurs, ils ont connu une augmentation trimestrielle de 17 points de base à 2,24 % en moyenne pour les dépôts à 6 mois et de 18 points à 2,57% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement<sup>1</sup> des banques a enregistré une légère progression par rapport au troisième trimestre.

Les dernières données disponibles relatives au mois de janvier indiquent des hausses mensuelles des taux créditeurs de 4 points de base à 2,28% pour les dépôts à 6 mois et de 20 points à 2,87% pour ceux à un an.

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



S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrif auprès des banques relatifs au quatrième trimestre de 2022 indiquent une augmentation trimestrielle de 26 points de base du taux moyen global à 4,50%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les prêts aux entreprises ont progressé de 26 points à 4,30%, reflétant des hausses de 26 points de base de ceux des facilités de trésorerie et de 24 points de ceux des prêts à l'équipement. Les taux appliqués aux crédits aux particuliers, ont pour leur part augmenté de 39 points, avec une hausse de 13 points pour les crédits à l'habitat et une quasi-stabilité pour les prêts à la consommation.

**Tableau 3.2 : Taux créditeurs (en %)**

	2021				2022			
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4
6 mois	2,42	2,23	2,34	2,16	2,10	2,05	2,07	2,24
12 mois	2,77	2,63	2,57	2,42	2,48	2,47	2,39	2,57

**Tableau 3.3 : Taux débiteurs (en %)**

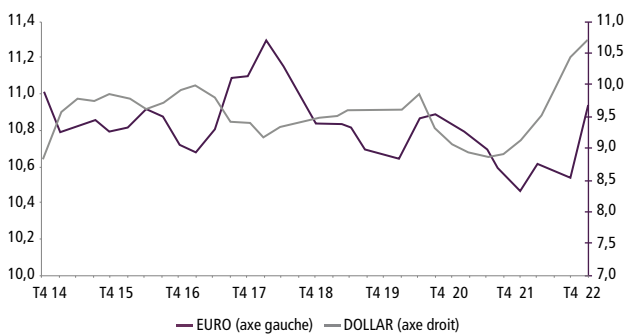
	2021		2022			
	T3	T4	T1	T2	T3	T4
<b>Taux global</b>	<b>4,35</b>	<b>4,44</b>	<b>4,28</b>	<b>4,29</b>	<b>4,24</b>	<b>4,50</b>
<b>Particuliers</b>	<b>5,20</b>	<b>5,16</b>	<b>5,23</b>	<b>5,14</b>	<b>5,33</b>	<b>5,72</b>
Crédits immobiliers	4,24	4,24	4,21	4,19	4,19	4,32
Crédits à la consommation	6,51	6,47	6,50	6,32	6,39	6,40
<b>Entreprises</b>	<b>4,17</b>	<b>4,26</b>	<b>4,00</b>	<b>4,03</b>	<b>4,04</b>	<b>4,30</b>
Crédits de trésorerie	3,95	4,06	3,83	3,84	3,93	4,19
Crédits à l'équipement	4,84	4,58	4,31	4,60	4,14	4,38
Crédits immobiliers	5,71	5,78	5,53	5,83	5,41	5,61

<sup>1</sup> Le coût de financement est calculé comme une moyenne pondérée des coûts des ressources des banques.

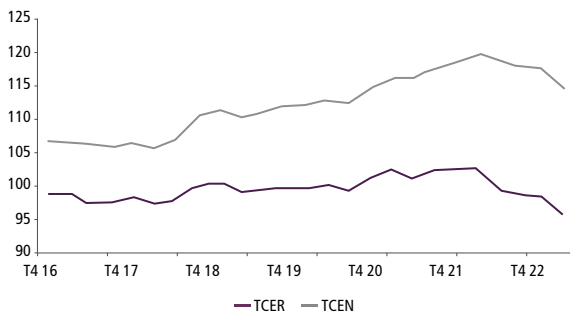
### 3.1.2 Taux de change

Durant le quatrième trimestre 2022, l'euro s'est apprécié de 1,32% par rapport au dollar américain. Dans ce contexte, le dirham s'est déprécié de 3,86% vis-à-vis de l'euro et de 2,67% face au dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, la monnaie nationale s'est appréciée de 1% par rapport à la livre turque et de 1,11% face au yuan chinois. Au total, le taux de change effectif a baissé de 2,28% en termes nominaux et de 2,75% 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 2022, une augmentation annuelle de 18,5% à 42,3 milliards de dirhams pour les ventes et de 29,1% à 41,1 milliards pour les achats. De même, les opérations à terme se sont accrues de 79,9% à 30,2 milliards pour

les achats et de 79,5% à 11,8 milliards pour les ventes. Dans le cadre des opérations des adjudications en devises de Bank Al-Maghrib avec les banques, aucune séance d'adjudication n'a été tenue depuis décembre 2021. Dans ces conditions, la position de change déficitaire des banques s'est améliorée à 692,9 millions de dirhams à fin décembre.

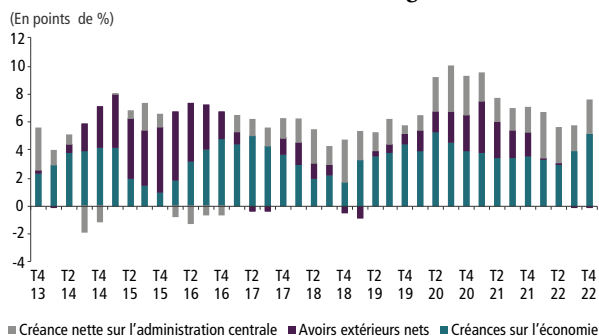
### 3.1.3 Situation monétaire

L'agrégat M3 a affiché une hausse de 6,6% au quatrième trimestre 2022 contre 4,6% un trimestre auparavant. Cette évolution traduit une accélération du rythme d'accroissement de la monnaie fiduciaire de 7,1% à 9%. En parallèle, le repli des dépôts à terme s'est atténué à 8,3% après 11%, en lien avec l'augmentation des dépôts du secteur public de 36,3%, après un recul de 31% un trimestre auparavant. De même, la croissance des dépôts en devises s'est accélérée de 1,2% à 3%. Concernant la croissance des dépôts à vue auprès des banques, elle est passée de 8% à 8,7% en lien notamment avec l'accélération de 13,8% à 16,8% de la progression de ceux du secteur public. Dans le même sens, les titres des OPCVM monétaires se sont accrus de 18,1% après 8,1% un trimestre auparavant.

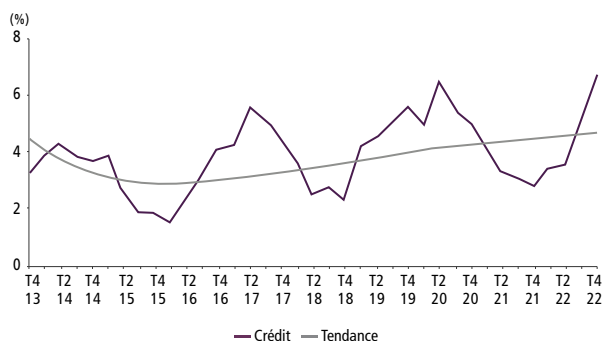
Sur l'ensemble de l'année, le rythme de croissance l'agrégat M3 s'est accéléré à 8%, après 5,1% en décembre 2021, reflétant notamment un net accroissement de la progression de la monnaie fiduciaire de 6,5% en 2021 à 10,8% et des dépôts à vue auprès des banques à 8,9% après 7,6%.

Par principales contreparties, l'évolution de la masse monétaire reflète notamment les accélérations de 10,3% à 14,4% du rythme d'accroissement des créances nettes sur l'administration centrale, et de 5,1% à 6,7% pour du crédit bancaire, alors que la progression des avoirs officiels de réserve est revenue de 8,2% à 4,9%.

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



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



En particulier, le crédit au secteur non financier s'est accru de 6,7% au lieu de 5% un trimestre auparavant, résultat des accélérations des rythmes de progression des prêts accordés aux entreprises privées de 8,7% à 9,8%, et aux ménages de 3,4% à 3,6%, ainsi qu'une augmentation de 6,3% des prêts aux entreprises publiques contre une baisse de 10,9% au troisième trimestre.

L'évolution du crédit aux entreprises privées reflète notamment une hausse de 4% des prêts à l'équipement après 3,2% et une consolidation du rythme de progression des facilités de trésorerie à 14,7%.

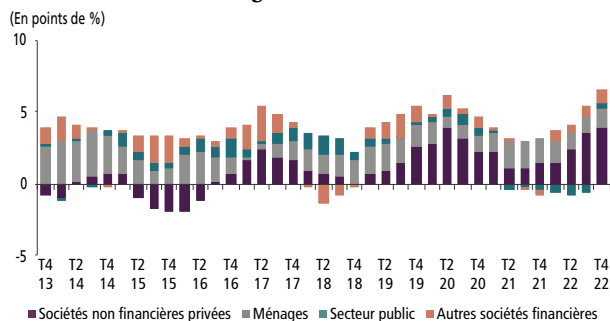
S'agissant des concours accordés aux entreprises publiques, les facilités de trésorerie ont augmenté de 166,1% après 54,9% au troisième trimestre et la baisse des prêts à l'équipement s'est atténuée de 16,9% à 5,9%.

Concernant les crédits aux entrepreneurs individuels, leur rythme d'accroissement est passé de 7,5% à 7,8%, reflétant en particulier la progression des facilités de trésorerie de 11,9% après 9,2%.

Quant aux prêts aux particuliers, ils ont augmenté de 3,3% après 3% un trimestre auparavant, résultat d'une hausse des crédits à l'habitat de 3,2% après 2,9% et des crédits à la consommation de 4% après 3,5%.

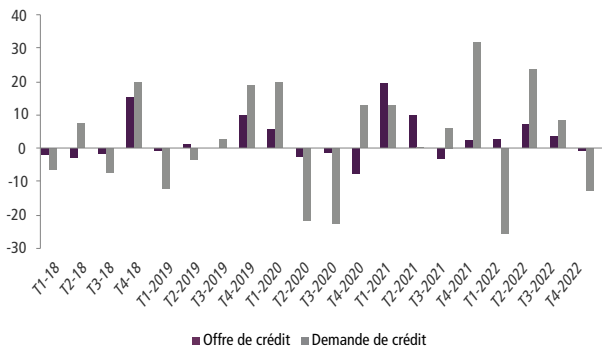
Par branche d'activité, les données du quatrième trimestre de 2022 indiquent des progressions annuelles de 39,9% des crédits accordés aux entreprises du secteur de l'« électricité, gaz et eau », de 10,1% pour les « industries alimentaires et tabac », de 7,5% pour l'« agriculture et pêche » et de 12,5% pour les « industries extractives ». A l'inverse, les concours aux entreprises des « transports et communications » et des « bâtiment et travaux publics » ont diminué respectivement de 5,7% et 1%.

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



Source : BAM.

Pour ce qui est des créances en souffrance, elles ont augmenté de 5,2% et leur ratio à l'encours du crédit bancaire est revenu de 8,7% au troisième trimestre à 8,6%. Elles se sont accrues de 9,2% pour les entreprises non financières privées et de 1,2% pour les ménages avec des ratios aux encours de 11,7% et 9,8% respectivement.

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

Source : BAM.

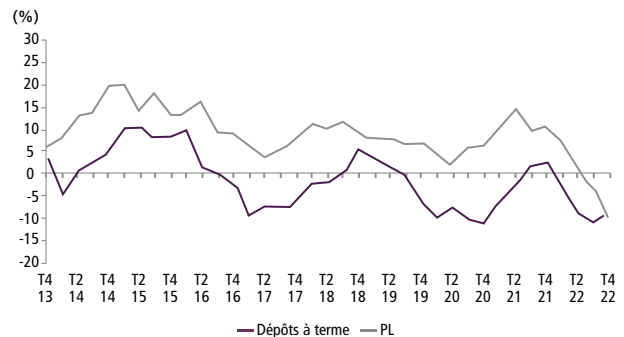
Pour les prêts octroyés au secteur non financier par les sociétés financières autres que les banques, ils ont progressé de 6,5% au quatrième trimestre 2022. Cette évolution traduit notamment des améliorations de 6,4% des crédits accordés par les sociétés de financement, de 17,5% de ceux distribués par les banques off-shores et de 4,4% des prêts consentis par les associations de microcrédit.

En comparaison annuelle, la croissance du crédit bancaire au secteur non financier ressort en accélération à 7,8% après 2,9% en 2021, reflétant un accroissement du rythme de progression des crédits aux entreprises privées de 4,1% à 10,5%, une hausse des prêts aux entreprises publiques de 22,6%, après une baisse de 14,9%, et une décélération de la progression des crédits destinés aux ménages de 4,1% à 3,5%.

Les dernières données disponibles relatives au mois janvier indiquent une croissance annuelle du crédit bancaire de 7,1%, traduisant des accélérations du rythme d'accroissement des prêts accordés aux autres sociétés financières à 9,2% et de ceux destinés au secteur non financier à 6,8%.

Concernant les agrégats de placements liquides, ils ont enregistré une baisse de 9,9% après celle de 3,1% un trimestre auparavant, reflétant l'accroissement de la diminution des titres des OPCVM obligataires de 11,9%

à 19,7% et le repli de 11,3% des titres des OPCVM actions et diversifiés après une augmentation de 8%. Quant aux bons du Trésor, ils ont reculé de 3,5%, après une progression de 0,9% un trimestre auparavant.

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

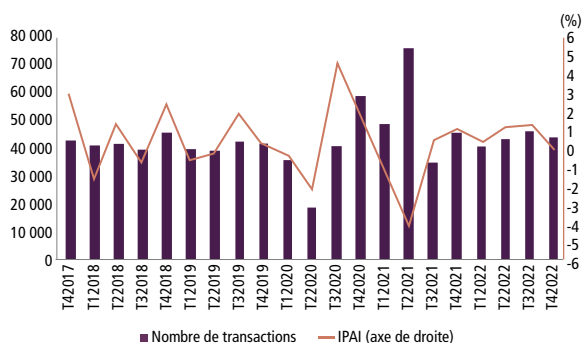
## 3.2 Prix des actifs

### 3.2.1 Actifs immobiliers

Au quatrième trimestre de 2022, l'indice des prix des actifs immobiliers a diminué de 0,7%, en lien avec les baisses des prix de 0,8% pour le résidentiel et de 0,7% pour les terrains, ceux des biens à usage professionnel ayant stagné d'un trimestre à l'autre. En parallèle, le nombre de transactions a régressé de 4,8%, reflétant des replis de 6,1% pour les biens à usage professionnel, de 5,5% pour les biens résidentiels et de 1,3% pour les terrains.

Au niveau des principales villes, hormis Casablanca, Agadir et Rabat, où les prix ont marqué des hausses variant de 0,2% à 0,7% et Marrakech qui a connu une stagnation des prix, les autres villes ont affiché des baisses avec des taux allant de 0,4% à Kénitra à 3,4% à El Jadida. S'agissant des ventes, à l'exception de Rabat, Tanger et Meknès qui ont affiché des hausses respectives de 10%, 2,2% et 0,2%, des reculs ont été enregistrés dans les autres villes allant de 0,7% à Casablanca à 18,1% à Kénitra.

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



Sources : BAM et ANCFCC.

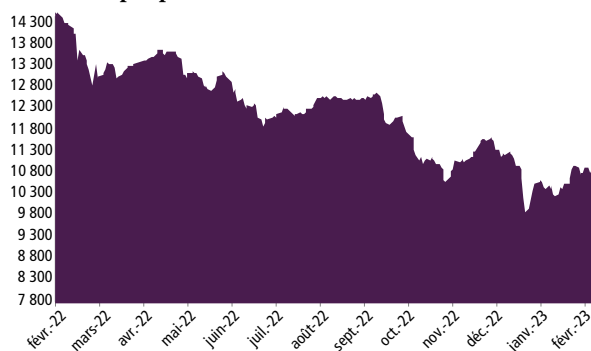
Sur l'ensemble de l'année, après un repli de 3,5% en 2021, l'indice des prix des actifs immobiliers a diminué de 0,7%, recouvrant des diminutions de 1,3% pour le résidentiel et de 1,7% pour les biens à usage professionnel ainsi qu'une hausse de 0,7% pour le foncier. Quant au nombre de transactions, après le rebond de 33,5% enregistré en 2021, il a accusé une chute de 15,4%, résultat des baisses des ventes de 18% pour le foncier, de 15,4% pour les biens résidentiels et de 9,8% pour les biens à usage professionnel.

## 3.2.2 Actifs financiers

### 3.2.2.1 Actions

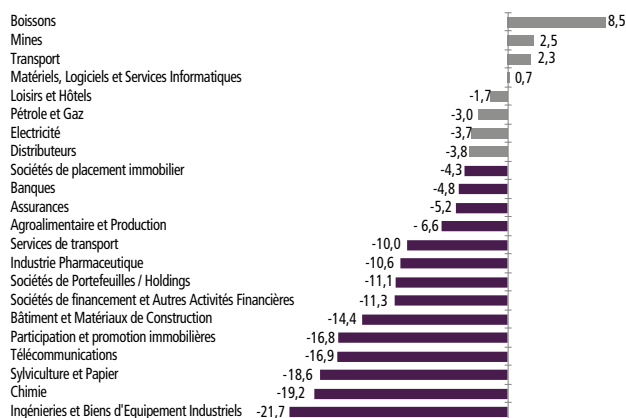
Au cours du quatrième trimestre de 2022, le MASI a reculé de 7,7%, portant sa contreperformance depuis le début de l'année à 19,7%. Cette évolution trimestrielle reflète principalement les diminutions des indices sectoriels des bâtiments et matériaux de construction de 14,4%, des banques de 4,8% et des sociétés de placement immobilier de 4,3%. A l'inverse, les indices des secteurs des boissons et des mines ont augmenté respectivement de 8,5% et 2,5%.

**Graphique 3.12 : Evolution de l'indice MASI**



Source : Bourse de Casablanca.

**Graphique 3.13 : Evolution des indices sectoriels au quatrième trimestre 2022 (en %)**



Source : Bourse de Casablanca.

Pour ce qui est du volume des échanges, il est passé, d'un trimestre à l'autre, de 8,3 milliards de dirhams à 28,5 milliards. Par compartiments, le chiffre d'affaires s'est élevé à 16,9 milliards après 2,5 milliards sur le marché de blocs et à 9,2 milliards contre 5,5 milliards sur le marché central. Dans ce contexte, la capitalisation boursière a enregistré une baisse trimestrielle de 7% à 561,1 milliards de dirhams.

Il est à noter que le mois de décembre s'est caractérisé par l'introduction en bourse de la société Akdital, qui opère dans le domaine de la santé. L'opération a porté sur un montant de 1,2 milliard de dirhams, par augmentation de capital et cession d'actions pour 800 millions et 400 millions respectivement.



Les dernières données disponibles indiquent une hausse du MASI de 6,2% en février, après une diminution de 4,1% en janvier, soit une performance annuelle de 1,7%. L'évolution mensuelle de l'indice de référence recouvre notamment les progressions des indices sectoriels des assurances de 14,3%, des banques de 13%, et des sociétés de placement immobilier de 3,7%, ainsi que les baisses de ceux des télécommunications et de l'« Ingénierie et Biens d'Équipement Industriel » de 4,2% et de 3,9% respectivement. S'agissant du volume des transactions, il s'est élevé à 11,1 milliards en février et la capitalisation boursière s'est chiffrée à 570,4 milliards, en accroissement de 1,6% depuis le début de l'année.

### 3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

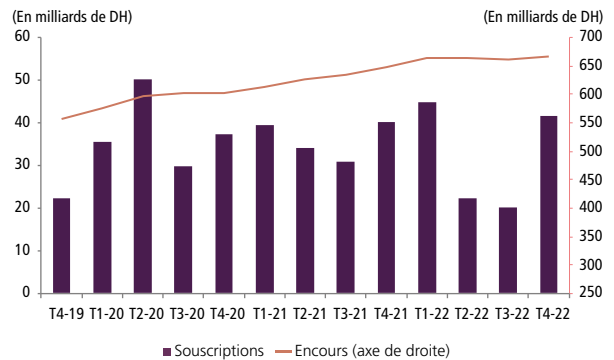
Les émissions du Trésor sur le marché intérieur ont plus que doublé au quatrième trimestre 2022 pour atteindre 41,5 milliards de dirhams. Elles ont porté à hauteur de 77% sur des maturités courtes et de 23% sur celles moyennes. Tenant compte des remboursements, l'encours des bons du Trésor s'est établi à 665,8 milliards, en hausse de 3% depuis le début de l'année.

Sur l'ensemble de l'année, le marché intérieur des bons du Trésor fait ressortir une hausse des rendements. En parallèle, c'est ainsi que les souscriptions ont diminué de 10,9% à 128,7 milliards et ont porté pour moitié, contre 17% un an auparavant, sur les maturités de court terme. La part des bons de long terme a été limitée à 10%, au lieu de 25%, et celle des titres à moyen terme est revenue de 58% à 40%. Il est à noter que le Trésor a émis pour la première fois depuis 2013 des bons de moins de 13 semaines et a introduit en fin d'année des titres à taux révisables, en liaison avec la forte incertitude qui entourait l'évolution des taux.

Les dernières données disponibles font ressortir que les émissions de bons de Trésor se sont élevées

à 42 milliards de dirhams en février 2023 contre 40,8 milliards en janvier et ont porté pour plus de la moitié sur des maturités moyennes. Compte tenu des remboursements, l'encours des bons du Trésor a atteint 716,5 milliards, en progression de 7,6% depuis le début de l'année.

**Graphique 3.14 : Evolution des levés des bons du Trésor**



Source : BAM.

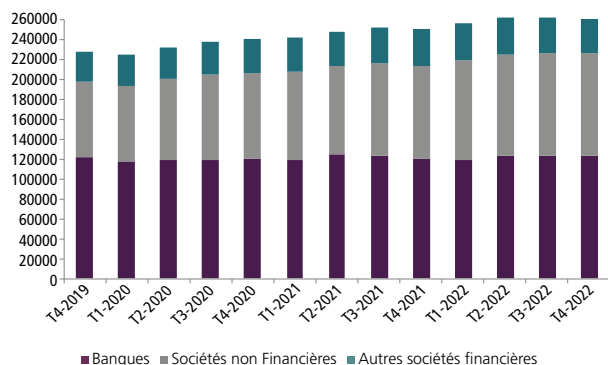
### 3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions ont augmenté de 29,6% à 15,5 milliards de dirhams au quatrième trimestre de 2022. Les banques ont levé un montant de 12,2 milliards après 8,5 milliards le trimestre précédent et les sociétés non financières 3 milliards contre 1,7 milliard.

Sur l'ensemble de l'année, les émissions de titres privés ont augmenté de 5,3% à 63,7 milliards, en liaison avec la hausse de 27,3% des levées des banques à 42,3 milliards, celles des entreprises non financières ayant reculé de 2% à 14,9 milliards.

Les dernières données disponibles montrent que les émissions de dette privée se sont élevées à 8,9 milliards en février contre 2,7 milliards en janvier et compte tenu des remboursements, l'encours de la dette privée a atteint 258,5 milliards de dirhams, en baisse de 1,2% depuis le début de l'année.

**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 2022, les souscriptions aux titres des OPCVM ont diminué de 6,1% à 267,1 milliards et les rachats de 13,8% à 281,6 milliards, soit une décollecte nette de 14,5 milliards de dirhams. S'agissant des performances, elles se sont orientées à la baisse pour les fonds actions, diversifiés et obligataires à moyen et long termes avec des taux respectifs de 7%, 2,3% et 0,1%, et à la hausse pour ceux monétaires et obligataires à court terme avec des taux de 0,3% et 0,2% respectivement.

Sur l'ensemble de l'année 2022, la montée des taux s'est traduite par un repli de l'actif net des OPCVM, qui est revenu à 500,9 milliards de dirhams, en baisse de 15,5%. Le recul a été de 24% à 304 milliards pour les OPCVM obligataires, de 19,5% à 37,9 milliards pour les fonds actions et de 8% à 58 milliards pour ceux diversifiés. En revanche, l'encours net a augmenté de 10,2% à 89,2 milliards pour les OPCVM monétaires et est passé de 1,7 milliard à 11,8 milliards pour ceux contractuels.

Les données du mois de février indiquent une progression de 2,7% de l'actif net des OPCVM depuis le début de l'année à 514,3 milliards de dirhams, en lien avec les hausses des encours des fonds monétaires et obligataires à court terme de 34,5% et 6,9% respectivement. En revanche, l'actif net des OPCVM a, pour sa part, diminué de 11,2% pour les fonds contractuels, de 6,8% pour les diversifiés, de 5,9% pour les obligataires à moyen et long terme et de 0,2% pour les actions.

## 4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Au terme de l'année 2022, la situation des charges et ressources du Trésor fait ressortir une poursuite de la tendance baissière du déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'Etat, à 69,5 milliards, ou à 5% du PIB, contre 75,6 milliards ou 5,9% en 2021. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 20,8%, reflétant des rebonds de 17,1% des rentrées fiscales et de 50,5% de celles non fiscales, tirées essentiellement par les recettes des mécanismes de financement spécifiques qui ont atteint 25,1 milliards. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 14,5%, en liaison notamment avec les augmentations de 92,8% de la charge de compensation et de 7,2% des dépenses de biens et services. L'évolution du déficit tient compte également de la hausse de 5 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor à 8,6 milliards.

L'exécution budgétaire à fin février 2023 s'est soldée par un déficit de 10,6 milliards, contre 10,4 milliards un an auparavant. Cette évolution résulte notamment d'une amélioration de 10,8% des recettes ordinaires, recouvrant un accroissement de 10,8% des rentrées fiscales et une baisse de 2,7% de celles non fiscales, et d'une progression de 8,1% des dépenses ordinaires. Le solde ordinaire est ressorti ainsi déficitaire à 7,9 milliards, contre 8,4 milliards, et celui des comptes spéciaux du Trésor s'est établi à 13,6 milliards après 12,9 milliards.

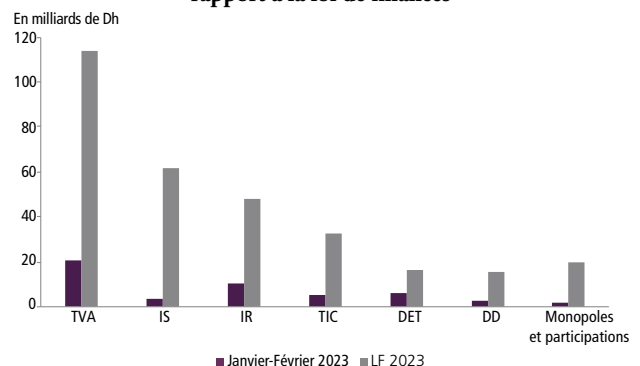
Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 7 milliards, le déficit de caisse s'est atténué à 17,7 milliards en février 2023, au lieu de 18,9 milliards à la même période en 2022. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 17 milliards et par un flux net extérieur positif de 718 millions de dirhams. Ainsi, l'encours de la dette publique directe se serait alourdi de 5,4% par rapport à son niveau à fin décembre 2022. Quant aux conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles se sont resserrées comparativement à la même période en 2022.

### 4.1 Recettes ordinaires

L'exécution budgétaire à fin février 2023 fait ressortir une amélioration de 10,8% à 49,1 milliards des recettes ordinaires, reflétant une progression de 10,8% à 46,1 milliards des rentrées fiscales et une baisse de 2,7% à 2,2 milliards de celles non fiscales. Le produit fiscal a été tiré principalement par les rentrées de la TVA, de l'IR et des droits d'enregistrement et de timbre.

Les recettes des impôts directs se sont appréciées de 11% à 13,5 milliards, incorporant des accroissements de 18,1% à 2,8 milliards du produit de l'IS et de 7,9% à 10,3 milliards des rentrées de l'IR, avec notamment des reculs de 5,7% à 1,5 milliard de celles générées par l'IR sur les salaires publics versés par la Direction des Dépenses de Personnel (DDP) et de 6,9% à 643 millions de celles de l'IR sur les profits immobiliers.

**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
- IS : Impôt sur les sociétés
- TIC : Taxe intérieure de consommation
- DD : Droits de douane

Pour leur part, les impôts indirects ont drainé 24,8 milliards, en progression de 9,7%, traduisant des

augmentations de 11% à 20 milliards des rentrées de la TVA et de 4,5% à 4,9 milliards de celles de la TIC. Celle-ci recouvre en particulier un accroissement de 12,3% à 2,1 milliards de la TIC sur les tabacs et un repli de 0,4% à 2,4 milliards de celle sur les produits énergétiques. L'évolution du produit de la TVA résulte des hausses de 10,3% à 11,7 milliards des recettes de la TVA à l'importation et de 12,1% à 8,3 milliards de celles de la TVA à l'intérieur. Cette dernière tient compte, selon les données de la TGR, des remboursements de crédit de TVA d'un montant d'un milliard, au lieu de 1,6 milliard à fin février 2022.

**Tableau 4.1 : Evolution des recettes ordinaires (en milliards de dirhams)\***

	Jan.- Fév. 2022	Jan.- Fév. 2023	Var. en %	LF 2023	Réalisation par rapport à la LF (en %)
<b>Recettes ordinaires</b>	<b>44,3</b>	<b>49,1</b>	<b>10,8</b>	<b>341,7</b>	<b>14,4</b>
<b>Recettes fiscales</b>	<b>41,5</b>	<b>46,1</b>	<b>10,8</b>	<b>289,3</b>	<b>15,9</b>
- Impôts directs	12,2	13,5	11,0	113,2	12,0
Dont IS	2,4	2,8	18,1	60,9	4,6
IR	9,5	10,3	7,9	47,9	21,4
- Impôts indirects	22,7	24,8	9,7	145,1	17,1
TVA*	18,0	20,0	11,0	113,3	17,6
TIC	4,7	4,9	4,5	31,8	15,3
- Droits de douane	1,9	2,4	22,2	15,0	15,8
- Enregistrement et timbre	4,8	5,3	11,2	15,9	33,3
<b>Recettes non fiscales</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>-2,7</b>	<b>49,1</b>	<b>4,4</b>
- Monopoles et participations	0,8	1,3	53,6	19,5	6,4
- Autres recettes	1,4	0,9	-35,5	29,7	3,0
<b>Recettes des CST</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>58,4</b>	<b>3,3</b>	<b>27,0</b>

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

De leur côté, les rentrées des droits de douane et des droits d'enregistrement et de timbre se sont améliorées de 22,2% à 2,4 milliards et de 11,2% à 5,3 milliards, respectivement.

S'agissant des recettes non fiscales, elles ont régressé de 2,7% à 2,2 milliards, traduisant un encaissement de 1,3 milliard au titre des recettes provenant des établissements et entreprises publics (EEP), au lieu de 814 millions un an auparavant, dont un milliard versé par l'ANCFCC et 130 millions par Bank Al-Maghrib.

## 4.2 Dépenses

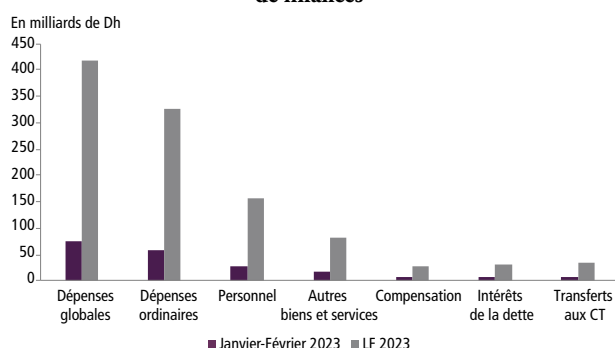
Les dépenses globales se sont accrues de 8,5% à 73,3 milliards de dirhams, résultat des augmentations de 8,1% à 57 milliards des dépenses ordinaires et de 9,6% à 16,4 milliards des investissements. Les dépenses de biens et services se sont alourdies de 7,3% à 40,6 milliards, reflétant des accroissements de 6,4% à 25,6 milliards des dépenses de personnel et de 8,9% à 15 milliards de celles au titre des autres biens et services. Ces dernières traduisent notamment des hausses de 4,3% à 7,2 milliards des transferts au profit des EEP et de 198,7% à 1,3 milliard des versements aux comptes spéciaux du Trésor. L'évolution de la masse salariale, pour la partie servie par la DDP (TGR), reflète des progressions de 0,8% de sa composante structurelle et de 5,4% à 840 millions des rappels.

**Tableau 4.2 : Evolution et exécution des dépenses publiques (en milliards de dirhams)**

	Jan.- Fév. 2022	Jan.- Fév. 2023	Var. en %	LF 2023	Exécution par rapport
<b>Dépenses globales</b>	<b>à la LF</b>	<b>73,3</b>	<b>8,5</b>	<b>416,6</b>	<b>17,6</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	<b>(en %)</b>	<b>57,0</b>	<b>8,1</b>	<b>325,5</b>	<b>17,5</b>
Biens et services	37,8	40,6	7,3	234,9	17,3
Personnel	24,0	25,6	6,4	155,8	16,4
Autres biens et services	13,8	15,0	8,9	79,2	18,9
Intérêts de la dette	4,2	4,7	12,6	30,0	15,8
Compensation	5,3	5,7	7,6	26,6	21,3
Transferts aux CT	5,4	6,0	11,0	34,0	17,6
<b>Investissement</b>	<b>14,9</b>	<b>16,4</b>	<b>9,6</b>	<b>91,1</b>	<b>18,0</b>

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

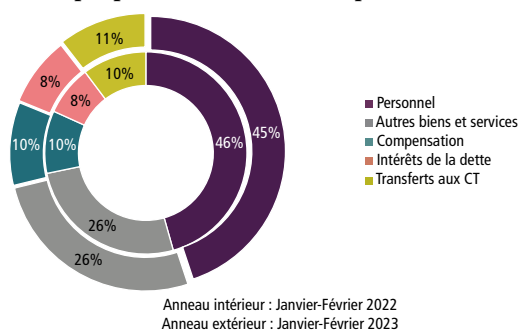
**Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances**



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

De leur côté, les charges en intérêts de la dette ont augmenté de 12,6% à 4,7 milliards, résultat des accroissements de 4% à 3,9 milliards des intérêts sur la dette intérieure et 80,1% à 862 millions de ceux sur la dette extérieure.

**Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires**

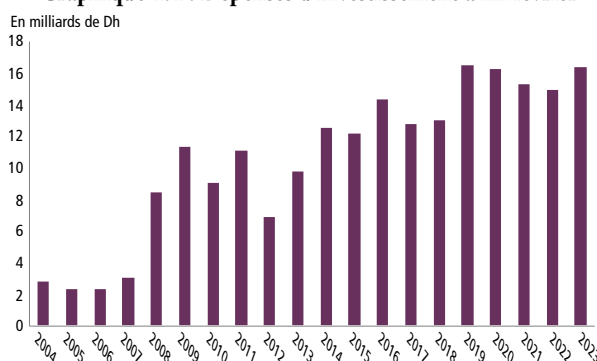


Sources : MEF (DTFE), retraitement TVA par BAM.

Pour sa part, la charge de compensation s’est accrue de 7,6% à 5,7 milliards, soit un taux d’exécution de 21,3% par rapport à la programmation de la loi de finances.

S’agissant des dépenses d’investissement, elles ont progressé de 9,6% à 16,4 milliards à fin février 2023, résultat des hausses de 24,8% des dépenses des Ministères et de 6,3% de celles relatives aux charges communes. Comparativement aux prévisions de la loi de finances, le taux d’exécution des investissements en termes d’émissions est ressorti à 18%.

**Graphique 4.4 : Dépenses d’investissement à fin février**

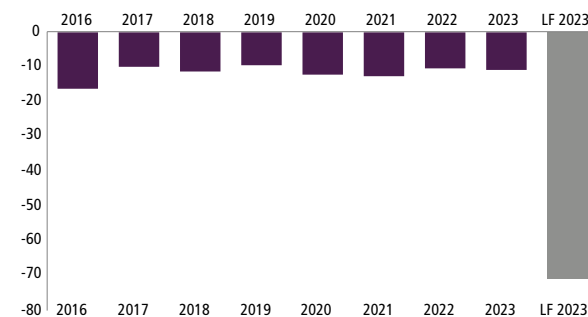


Source : MEF (DTFE).

### 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 s’est soldée par un déficit de 10,6 milliards contre 10,4 milliards un an auparavant. Le Trésor a, par ailleurs, réduit son stock des opérations en instance d’un montant de 7 milliards, ramenant ainsi le déficit de caisse de 18,9 milliards à 17,7 milliards.

**Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin février**



Source : Données MEF (DTFE).

Le besoin de financement du Trésor a été couvert par des ressources intérieures d’un montant net de 17 milliards et un flux net extérieur positif de 718 millions de dirhams.

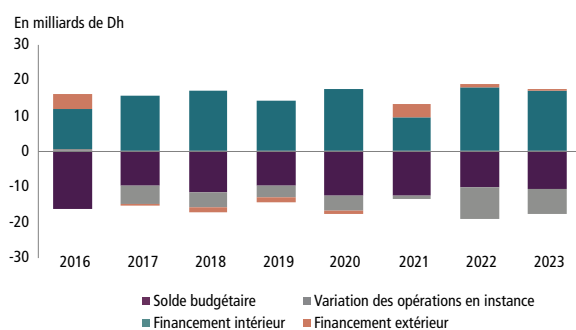
**Tableau 4.3 : Financement du déficit  
(en milliards de dirhams)**

	Jan.- Fév. 2022	Jan.- Fév. 2023	LF 2023
<b>Solde ordinaire</b>	<b>-8,4</b>	<b>-7,9</b>	<b>16,3</b>
Solde des CST	12,9	13,6	4,2
Solde primaire	-6,1	-5,9	-40,7
<b>Solde budgétaire</b>	<b>-10,4</b>	<b>-10,6</b>	<b>-70,7</b>
Variation des opérations en instance	-8,5	-7,0	
<b>Besoin de financement</b>	<b>-18,9</b>	<b>-17,7</b>	<b>-70,7</b>
Financement intérieur	17,9	17,0	13,1
Financement extérieur	0,9	0,7	52,5
Produit de cession des participations de l'Etat	0,0	0,0	5,0

Sources : Données MEF (DTFE).

En ce qui concerne le financement intérieur, le recours au marché des adjudications a porté sur un montant net de 50,8 milliards, contre 21,3 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes sur les maturités courtes ont été réalisées sur les bons à 2 ans à hauteur de 21,7 milliards, sur ceux à 13 semaines pour un montant net de 16,2 milliards, sur ceux à 26 semaines à hauteur de 10 milliards et sur ceux à 52 semaines pour un montant net de 5,9 milliards. Pour les maturités moyennes et longues, les souscriptions nettes ont concerné les bons à 10 ans à hauteur de 6,1 milliards, ceux à 5 ans pour 889 millions et ceux à 20 ans pour 30 millions. Quant aux remboursements nets, ils n'ont porté que sur les bons à 32 jours pour un montant de 10 milliards.

**Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin février\***



Source : MEF (DTFE).

\*Les recettes de privatisation, limitées et discontinues dans le temps, ont été incluses dans le financement intérieur.

S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, les données arrêtées à fin février indiquent une augmentation des taux moyens pondérés par rapport à la même période en 2022. Ils se sont ainsi accrus de 195 points de base (pdb) pour les maturités à 2 ans et à 10 ans à 3,77% et à 4,38%, respectivement, et de 190 pdb à 3,98% pour les bons à 5 ans.

**Tableau 4.4 : Evolution de l'endettement du Trésor  
(en milliards de dirhams)**

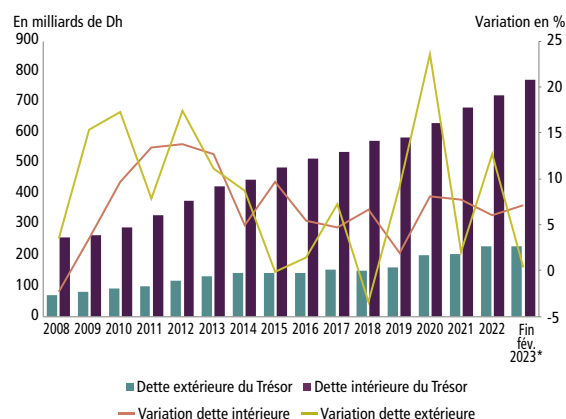
	2018	2019	2020	2021	2022	Fin février 2023*
<b>Dettes extérieures du Trésor</b>	<b>148,0</b>	<b>161,6</b>	<b>199,7</b>	<b>203,7</b>	<b>229,5</b>	<b>230,2</b>
Var en %	-3,4	9,2	23,6	2,0	12,6	0,3
<b>Dettes intérieures du Trésor</b>	<b>574,6</b>	<b>585,7</b>	<b>632,9</b>	<b>681,5</b>	<b>722,2</b>	<b>773,2</b>
Var en %	6,6	1,9	8,1	7,7	6,0	7,1
<b>Encours de la dette directe</b>	<b>722,6</b>	<b>747,2</b>	<b>832,6</b>	<b>885,3</b>	<b>951,7</b>	<b>1003,5</b>
Var en %	4,4	3,4	11,4	6,3	7,5	5,4

Sources : MEF (DTFE).

\* Pour la dette à fin février 2023, elle est estimée sur la base des flux de financement nets générateurs de dette.

Dans ces conditions, les estimations de la dette publique directe basées sur les flux de financement font ressortir une progression de 5,4% de son encours, avec un accroissement de 7,1% de sa composante intérieure et une légère hausse de 0,3% de celle extérieure.

**Graphique 4.7 : Endettement du Trésor**



Sources : MEF (DTFE), \*Estimations BAM.

### Encadré 4.1 : Exécution budgétaire au titre de l'année 2022

La situation budgétaire au titre de l'année 2022 fait ressortir un déficit, hors produit de cession des participations de l'Etat, de 69,5 milliards au lieu de 75,6 milliards un an auparavant. Rapporté au PIB\*, ce déficit est revenu de 5,9% à 5% en 2022. Les recettes ordinaires ont progressé de 20,8% à 336,5 milliards, reflétant des accroissements de 17,1% des rentrées fiscales et de 50,5% de celles non fiscales, dont 25,1 milliards au titre des recettes des mécanismes de financement spécifiques. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 14,5% à 320,8 milliards, résultat essentiellement des hausses de 92,8% de la charge de compensation et de 7,2% des dépenses de biens et services. Le solde ordinaire ressort ainsi excédentaire à 15,7 milliards, au lieu d'un déficit de 1,4 milliard un an auparavant. De leur côté, les dépenses d'investissement ont progressé de 20,6% à 93,8 milliards, portant ainsi les dépenses globales à 414,6 milliards, en accroissement de 15,8%. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il s'est amélioré de 5 milliards à 8,6 milliards, tenant compte d'un montant de 6,7 milliards correspondant au produit de la Contribution sociale de solidarité sur les bénéficiaires et revenus, affecté au Fonds d'appui à la protection sociale et à la cohésion sociale, contre 4 milliards en 2021.

Au niveau des recettes fiscales, les rentrées des impôts directs se sont accrues de 24,8% à 113,3 milliards, en liaison principalement avec le rebond de 40% à 62,4 milliards des rentrées de l'IS. Cette évolution traduit principalement des progressions de 6,3 milliards du complément des régularisations et de 10,5 milliards des acomptes. Les rentrées de l'IR se sont améliorées de 8,1% à 48 milliards, soit un taux de réalisation de 111,6% par rapport à la loi de finances, recouvrant une augmentation de 9,7% à 10,6 milliards de l'IR sur les salaires servis par la Direction des Dépenses

**Tableau 4.1.1 : Exécutions budgétaires de 2021 et 2022, en milliards de dirhams**

	2021	2022	Ecart		Exécution /LF 2022
			en %	en valeur	
<b>Recettes ordinaires</b>	<b>278,7</b>	<b>336,5</b>	<b>20,8</b>	<b>57,8</b>	<b>117,3</b>
Recettes fiscales*	242,5	284,0	17,1	41,6	112,8
- Impôts directs	90,8	113,3	24,8	22,5	116,0
Dont : IS	44,6	62,4	40,0	17,8	121,4
IR	44,4	48,0	8,1	3,6	111,6
- Impôts indirects	124,0	138,7	11,9	14,8	109,1
TVA	93,0	107,1	15,2	14,1	111,2
TIC	31,0	31,6	2,1	0,6	102,6
- Droits de douane	11,9	13,9	16,9	2,0	115,5
- Enregistrement et timbre	15,8	18,1	14,5	2,3	121,6
Recettes non fiscales	32,3	48,7	50,5	16,3	157,3
- Monopoles	10,7	13,1	22,7	2,4	94,0
- Autres recettes	21,6	35,5	64,3	13,9	209,4
Y.c. Recettes a/t mécanismes spécifiques	11,9	25,1	110,6	13,2	208,9
Recettes de certains CST	3,9	3,8	-1,9	-0,1	92,7
<b>Dépenses globales</b>	<b>357,9</b>	<b>414,6</b>	<b>15,8</b>	<b>56,7</b>	<b>112,4</b>
<b>Dépenses ordinaires</b>	<b>280,1</b>	<b>320,8</b>	<b>14,5</b>	<b>40,7</b>	<b>110,2</b>
Biens et services	203,3	217,9	7,2	14,7	100,4
- Personnel	140,5	147,8	5,2	7,3	100,1
- Autres biens et services	62,8	70,2	11,7	7,4	101,1
Dettes publiques	27,1	28,6	5,5	1,5	101,9
Compensation	21,8	42,1	92,8	20,3	247,4
Transferts aux CT	27,9	32,1	15,2	4,2	111,2
<b>Solde ordinaire</b>	<b>-1,4</b>	<b>15,7</b>			
Investissement	77,8	93,8	20,6	16,0	120,3
Solde des CST	3,6	8,6			
<b>Solde budgétaire</b>	<b>-75,6</b>	<b>-69,5</b>			
En points du PIB	-5,9	-5,0			
Solde primaire	-48,5	-40,9			
Variation des opérations en instance	-4,8	-1,6			
<b>Solde de financement</b>	<b>-80,4</b>	<b>-71,1</b>			
Financement intérieur	66,8	65,0			
Financement extérieur	8,2	6,1			
Produit de cessions de participations de l'Etat	5,4	0,0			

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

\* Sur la base de la prévision de BAM du PIB de 2022.

de Personnel (DDP) et un repli de 0,7% à 4,4 milliards de l'IR sur les profits immobiliers. Réalisées à hauteur de 109,1%, les impôts indirects ont généré des recettes de 138,7 milliards, en hausse de 11,9%, tirée par les augmentations de 15,2% à 107,1 milliards des rentrées de la TVA et de 2,1% à 31,6 milliards des recettes de la TIC. L'évolution de cette dernière taxe est attribuable essentiellement aux accroissements de 3,7% à 12,7 milliards de la TIC sur les tabacs et de 15,5% à 2,7 milliards de celle sur les produits autres que les produits énergétiques et tabacs. L'amélioration des rentrées de la TVA, recouvre un raffermissement de 28,1% à 78,2 milliards des recettes de la TVA à l'importation et un recul de 9,4% à 28,9 milliards de celles de la TVA à l'intérieur, laquelle tient compte des remboursements de crédit de TVA, selon la TGR, d'un montant de 16,7 milliards au lieu de 12,6 milliards à fin 2021. Pour ce qui est des recettes des droits de douane et d'enregistrement et de timbre, elles se sont accrues de 16,9% à 13,9 milliards et de 14,5% à 18,1 milliards respectivement.

S'agissant des rentrées non fiscales, leur évolution est marquée essentiellement par les encaissements de 25,1 milliards au titre des recettes des mécanismes de financement spécifiques, contre 11,9 milliards en 2021 et 12 milliards dans la LF 2022, ainsi que de 13,1 milliards de celles provenant des EEP au lieu de 10,7 milliards. Ces dernières proviennent de l'OCP pour un montant de 6,5 milliards, de l'ANCFCC pour 4 milliards, de Maroc télécom pour 786 millions et de Bank Al-Maghrib à hauteur de 738 millions.

En regard, les dépenses de biens et services se sont alourdies de 7,2% à 217,9 milliards, traduisant des accroissements de 5,2% à 147,8 milliards des charges du personnel et de 11,7% à 70,2 milliards de celles des autres biens et services. Ces dernières tiennent compte notamment d'une hausse de 16,7% à 35 milliards des transferts au profit des EEP et d'une baisse de 4,7% à 6,1 milliards des versements aux comptes spéciaux du Trésor. L'évolution de la masse salariale est attribuable aux progressions de 2,1% de sa composante structurelle et de 50,7% à 9,3 milliards des rappels pour les salaires servis par la DDP. De leur côté, les charges en intérêt de la dette se sont accrues 5,5% à 28,6 milliards, résultat des augmentations de 5,4% à 23,6 milliards de celles sur la dette intérieure et de 5,8% à 5 milliards de celles sur la dette extérieure. Pour sa part, la charge de compensation a connu un rebond de 92,8% à 42,1 milliards, sous l'effet notamment de l'appréciation de 17,9% à 739 dollars la tonne du cours moyen du gaz butane.

Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 1,6 milliard, le déficit de caisse a atteint 71,1 milliards, après 80,4 milliards un an auparavant. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 65 milliards et par un flux net extérieur de 6,1 milliards. Selon les données de la DTFE, la dette totale du Trésor a atteint 951,7 milliards de dirhams à fin décembre 2022, en hausse de 66,5 milliards ou 7,5%. Il est à noter que la structure de cette dette reste dominée par sa composante intérieure avec une part de 75,9% de l'encours.



## 5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Au troisième trimestre 2022, la croissance économique a nettement ralenti à 1,6% après 8,7% un an auparavant, résultat d'un repli de 15,1% de la valeur ajoutée agricole et d'une décélération à 3,6% des activités non agricoles. Du côté de la demande, la contribution à la croissance de sa composante intérieure est revenue à 4,7 points de pourcentage, tandis que celle des échanges extérieurs de biens et services est ressortie négative à -3,1 points. Au quatrième trimestre, l'activité économique continuerait son atonie dans un contexte marqué par des effets cumulés de plusieurs chocs défavorables.

Au total, le PIB aurait connu une hausse limitée de 1,2% en 2022 après un rebond de 7,9% en 2021. Cette évolution refléterait une progression de 3,4%, au lieu de 6,6%, des activités non agricoles et une contraction de 15%, après une amélioration de 17,8%, de la valeur ajoutée agricole. Au premier trimestre 2023, la croissance s'accélérait à 2,9%, recouvrant des progressions de 2% de la valeur ajoutée agricole, tenant compte d'une estimation par BAM de la récolte céréalière autour de 55 millions de quintaux<sup>1</sup>, et de 3,1% de celle non agricole avec toutefois des disparités sectorielles.

Sur le marché du travail, l'économie nationale a accusé une perte de 24 mille postes, exclusivement en milieu rural, après une création de 230 mille un an auparavant. Par secteur, le volume d'emplois a diminué de 215 mille dans l'agriculture et de mille dans le BTP, alors qu'il s'est accru de 164 mille dans les services et de 28 mille dans l'industrie y compris l'artisanat. Tenant compte d'une sortie nette de 89 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a reculé de 45,3% à 44,3%, et le taux de chômage a baissé de 12,3% à 11,8% au niveau national et de 16,9% à 15,8% en milieu urbain. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, le taux de chômage a augmenté de 0,9 point à 32,7% globalement et a connu une stagnation à 46,7% dans les villes.

### 5.1 Demande intérieure

#### 5.1.1 Consommation

Les dernières données des comptes nationaux relatives au troisième trimestre montrent une nette décélération à 2,4% après 6,4% une année auparavant, des dépenses de consommation des ménages, leur contribution à la croissance étant ainsi revenue de 3,8 points de pourcentage à 1,4 point. Cette évolution se serait poursuivie au quatrième trimestre avec une progression limitée à 2,6% après 7,9%, en lien en particulier avec la hausse des prix à la consommation. De surcroît, l'indice de confiance des ménages s'est fortement dégradé, se situant à son niveau le plus bas depuis la mise en place, par le HCP, de l'enquête de conjoncture auprès des ménages en 2008. En revanche, les transferts des MRE continuent leur raffermissement au même titre que les crédits à la consommation.

Au total, sur l'ensemble de l'année 2022, la consommation des ménages aurait fortement ralenti,

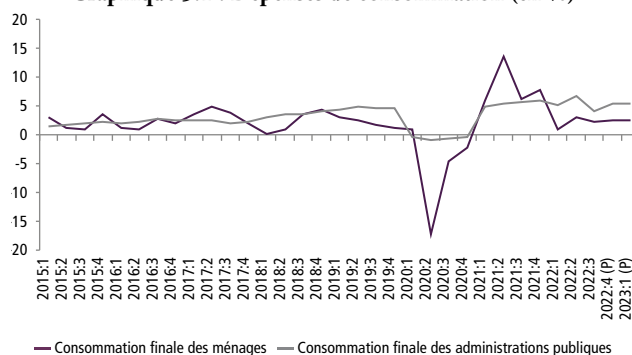
revenant de 8,2% à 2,3%, soit un rythme inférieur à celui d'avant crise. Au premier trimestre de l'année 2023, elle devrait s'accroître de 2,3% dans un contexte marqué par l'amélioration des revenus agricoles.

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, elle s'est accrue de 4,1% au troisième trimestre de 2022 après 5,7%, et sa participation à la croissance est ainsi revenue de 1,1 point de pourcentage à 0,8 point.

Au dernier trimestre de 2022, la consommation des administrations publiques aurait ralenti à 5,5% au lieu de 6,1% au même trimestre une année auparavant, ramenant ainsi la progression sur l'ensemble de l'année 2022 à 5,4%, un rythme qui devrait se stabiliser au premier trimestre de 2023.

<sup>1</sup> Sur la base des données climatiques arrêtées au 28 février 2023.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

## 5.1.2 Investissement

Au troisième trimestre de 2022, l'investissement s'est accru de 8,4% après une hausse de 13% le même trimestre un an auparavant. Au quatrième trimestre, il aurait progressé de 7%, après le rebond de 23,5%. Toutefois, les crédits à l'équipement et l'investissement du Trésor se sont inscrits en amélioration, en termes de flux, au quatrième trimestre 2022 après des reculs au même trimestre de l'année précédentes.

Par ailleurs, les résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib au titre du quatrième trimestre 2022 indiquent que le climat des affaires a été qualifié de « normal » par 61% des entreprises et de « défavorable » par 30% d'entre elles.

Sur l'ensemble de l'année 2022, l'investissement aurait progressé de 2,4% après 13,3% en 2021 et son rythme devrait s'accélérer, au premier trimestre de 2023, à 8,6%.

## 5.2 Demande extérieure

Au troisième trimestre 2022, les exportations nettes de biens et services en volume ont participé négativement à la croissance à hauteur de 3,1 points de pourcentage au lieu d'une contribution nulle un an auparavant. Les exportations se sont accrues de 23,2% après 19,5%, et les importations de 25,8% contre 15,1%.

Au quatrième trimestre de l'année 2022, les exportations, en volume, se seraient améliorées de 13,7%, sous l'effet notamment d'une accélération de 16,9% à 28,7% des expéditions automobiles. En revanche, les exportations des phosphates et dérivés ont accusé un recul de 4% après un bond de 94,1%.

En parallèle, les importations auraient augmenté de 19% après 17%, résultat du rebond de 22,3% après 9,9% des importations de biens d'équipement. Néanmoins, celles des produits énergétiques auraient décéléré de 93,7% à 59,5%.

Sur l'ensemble de l'année 2022, les exportations et les importations de biens et services se seraient accrues respectivement de 20% et 20,1% contre 8,7% et 11,8% en 2021.

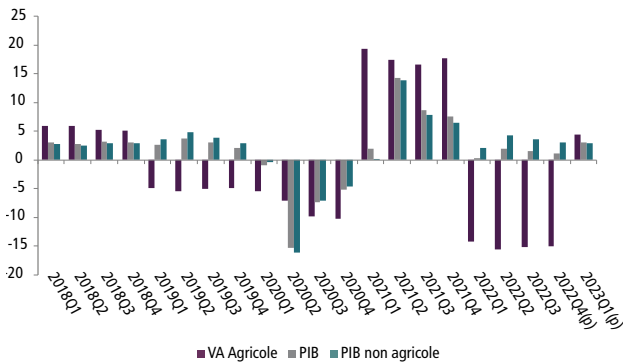
Au premier trimestre 2023, elles devraient afficher des progressions de 12,8% pour les exportations et de 15,2% pour les importations.

## 5.3 Offre globale

Au troisième trimestre 2022, la hausse du PIB a nettement ralenti à 1,6% après 8,7% la même période une année auparavant, reflétant une contraction de 15,1%, après un rebond de 16,6%, de la valeur ajoutée agricole et une augmentation de 3,6%, au lieu de 7,4%, des activités non agricoles.

Au quatrième trimestre, l'atonie de l'activité se serait poursuivie, avec une progression du PIB limitée à 1,1% après 7,6% un an auparavant, traduisant une chute de 15,1%, contre une amélioration de 17,8%, de la valeur ajoutée agricole et un accroissement de 3,2%, au lieu de 6,6%, des activités non agricoles.

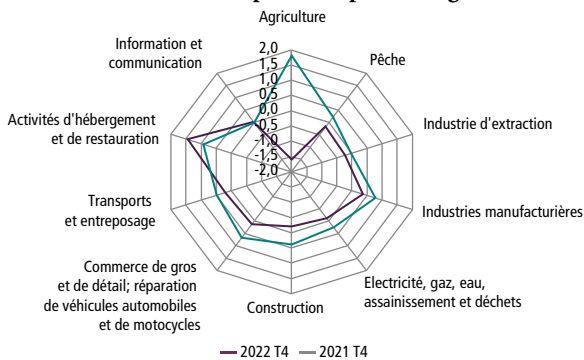
**Graphique 5.2 : PIB par composante (aux prix de l'année précédente, variation en %, en glissement annuel, base 2014)**



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Au niveau du secteur secondaire, l'activité aurait affiché un recul de 0,8% après une hausse de 5,4%. Cette évolution traduirait des baisses de 13,5% dans les industries d'extraction, de 3,7% dans la branche « Electricité et eau » et de 3,5% dans la construction ainsi qu'une décélération de la croissance à 2,2% dans l'industrie de transformation.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

S'agissant des activités tertiaires, elles auraient augmenté de 5,6%, au lieu de 6,9%, reflétant notamment une poursuite du dynamisme observé dans les branches « Hébergement et restauration », « services de transport » ainsi que les services non marchands.

Sur l'ensemble de l'année 2022, l'accroissement du PIB se serait limité à 1,2% après un rebond de 7,9% en 2021, résultat d'une contraction de 15% après une

amélioration de 17,8%, de la valeur ajoutée agricole et d'un ralentissement de 6,6% à 3,4% du rythme des activités non agricoles.

Au premier trimestre 2023, la croissance nationale devrait s'accélérer à 2,9% au lieu de 0,3% un an auparavant. La valeur ajoutée agricole progresserait de 2%, tenant compte d'une récolte céréalière estimée par BAM autour de 55 millions de quintaux. Pour leur part, les secteurs non agricoles devraient s'accroître de 3,1%, reflétant notamment une poursuite du dynamisme observé dans les branches « Hébergement et restauration », « services de transport » et l'« Administration publique ».

## 5.4 Marché du travail et capacités de production

### 5.4.1 Activité et emploi

En 2022, la population active a accusé une baisse de 0,7% à 12,2 millions de personnes, soit une sortie nette de 89 mille demandeurs d'emploi. Cette évolution recouvre un recul de 3,6% en zones rurales et une hausse de 1,1% dans les villes. Compte tenu de la progression de la population en âge de travailler, le taux d'activité s'est replié d'un point à 44,3% au niveau national, de 0,4 point à 41,9% en milieu urbain et de 1,8 point à 49,1% dans les campagnes.

En parallèle, l'économie nationale a perdu 24 mille emplois après une création de 230 mille un an auparavant, et la population active occupée a ainsi diminué de 0,2% à 10,7 millions de personnes. Au niveau sectoriel, le volume d'emplois a baissé de 215 mille dans l'agriculture et de mille dans le BTP et s'est accru de 164 mille postes dans les services et de 28 mille dans l'industrie y compris l'artisanat.

### 5.4.2 Chômage et sous-emploi

Après un net ralentissement en 2021, la population au chômage s'est contractée de 4,4% pour s'établir à près de 1,4 million de personnes, et le taux de chômage est revenu de 12,3% à 11,8% au niveau national et de

16,9% à 15,8% en milieu urbain. En zones rurales, le taux a connu une légère augmentation de 0,2 point à 5,2%.

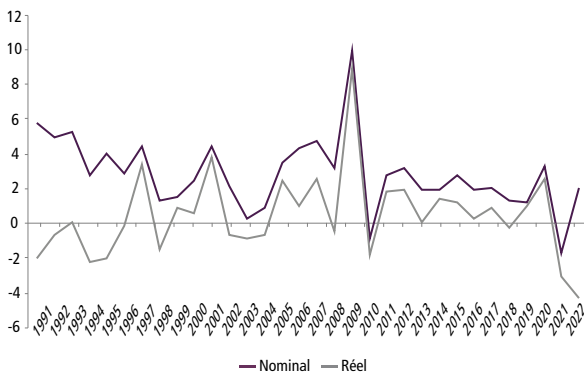
Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux a progressé de 0,9 point à 32,7% globalement et a stagné à 46,7% pour les citadins. Parallèlement, le taux de sous-emploi<sup>1</sup> est revenu de 9,3% à 9% au niveau national, de 8,8% à 8,1% en milieu urbain et est passé de 10% à 10,4% en zones rurales.

### 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, aurait progressé de 0,8% en 2022 après 4,2% un an auparavant. Cette évolution traduirait des augmentations de 3,4%, après 6,6%, de la valeur ajoutée et de 2,6%, au lieu de 2,3%, 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 2022 une hausse de 2,1% contre une baisse de 1,7% un an auparavant, alors qu'en termes réels, il ressort en diminution de 4,3% après celle de 3%.

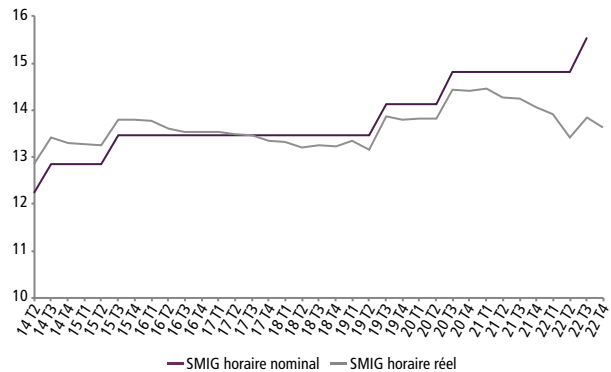
**Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)**



Sources : Données CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il s'est établi en termes nominaux à 15,55 dirhams au quatrième trimestre 2022, en progression de 5% en glissement annuel. Tenant compte d'un rebond de 8,2% de l'indice des prix à la consommation, il aurait diminué en termes réels de 3%.

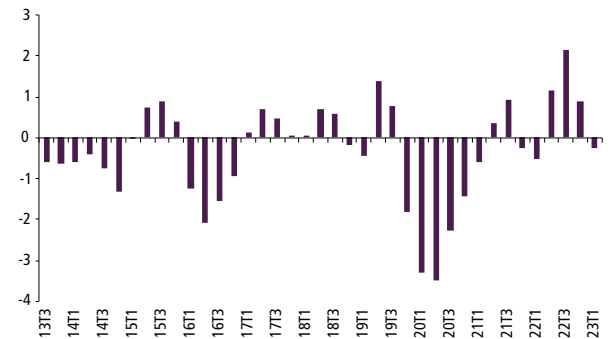
**Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)**



Sources : Ministère de l'Emploi et des Affaires Sociales et calculs BAM.

Dans ces conditions, l'output-gap aurait été proche de zéro aux cours du quatrième trimestre 2022 et du premier trimestre 2023.

**Graphique 5.6 : Output-gap global (en %)**



Source : Estimation BAM.

<sup>1</sup> 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.

**Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail**

	2021	2022
<b>Taux d'activité (en %)</b>	<b>45,3</b>	<b>44,3</b>
Urbain	42,3	49,1
Rural	50,9	41,9
<b>Taux de chômage (en %)</b>	<b>12,3</b>	<b>11,8</b>
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	31,8	32,7
Urbain	16,9	15,8
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	46,7	46,7
Rural	5,0	5,2
<b>Créations d'emplois (en milliers)</b>	<b>230</b>	<b>-24</b>
Urbain	100	150
Rural	130	-174
Secteurs		
- Agriculture, forêt et pêche	68	-215
- Industrie y compris l'artisanat	-19	28
- BTP	71	-1
- Services	115	164
<b>Productivité apparente non agricole (variation en %)</b>	<b>4,2</b>	<b>0,8</b>
<b>Indice des salaires moyens (variation en %)</b>		
Nominal	-1,7	2,1
Réel	-3,0	-4,3

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

## 6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

En dépit d'une relative atténuation des pressions d'origine externe avec notamment un allègement des tensions émanant des goulets d'étranglement des chaînes internationales d'approvisionnement et de production ainsi qu'un niveau plus bas des cours des produits énergétiques et alimentaires, l'inflation a poursuivi sa trajectoire haussière portée en particulier par l'effet du recul de l'offre nationale de certains produits alimentaires. Ainsi, en ligne avec la prévision communiquée dans le RPM de décembre 2022, elle s'est accélérée à 8,3% au quatrième trimestre 2022, portant sa moyenne à 6,6% sur l'ensemble de l'année 2022 avant d'enregistrer un nouveau rebond à 8,9% en janvier 2023. Par composante, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont vu leur rythme de progression passer de 16,4% au quatrième trimestre à 21,7%. De même, l'inflation sous-jacente a augmenté de 7,9% à 8,4%, traduisant l'accélération des prix des produits alimentaires qui y sont inclus, avec notamment un accroissement sensible des prix des « viandes fraîches », du « lait » et des « huiles ». Pour leur part, les tarifs réglementés se sont accrus de 0,2% au lieu de 0,1%, en lien avec la hausse de 5,4% des prix des tabacs. En revanche, ceux des carburants et lubrifiants ont connu un ralentissement de leur rythme de 40,3% au quatrième trimestre à 29,7% en janvier 2023 dans un contexte marqué par un repli des cours internationaux des produits pétroliers et une appréciation du taux de change du dirham vis-à-vis du dollar.

Au premier trimestre 2023, l'inflation devrait poursuivre son ascension pour atteindre 9,1%. Sa composante sous-jacente devrait, pour sa part, ressortir à 9,1%.

### 6.1 Evolution de l'inflation

L'inflation continue de s'inscrire dans une tendance haussière, passant de 8,3% au quatrième trimestre 2022 à 8,9% en janvier 2023, son plus haut depuis octobre 1991. Cette évolution recouvre d'une part, une accélération du rythme de progression des prix de sa composante alimentaire à prix volatils, des tarifs des produits règlementés et une augmentation de l'inflation sous-jacente et de l'autre, un ralentissement du rythme d'évolution des prix des carburants et lubrifiants.

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

Pâtissant particulièrement de chocs négatifs sur l'offre de certaines denrées, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont enregistré un accroissement mensuel de 2,2% en janvier. Ce dernier est attribuable en majeure partie aux renchérissements de 3,5% des « légumes frais », de 3,5% des « fruits frais » et de 7,1% des « œufs ». En comparaison annuelle, les prix des produits alimentaires à prix volatils ressortent en hausse de 21,7% en janvier après 16,4% au quatrième trimestre 2022. Ils continuent ainsi de contribuer positivement à l'inflation à hauteur de 2,5 points de pourcentage après 2 points en moyenne au cours des trois derniers mois de l'année 2022.

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

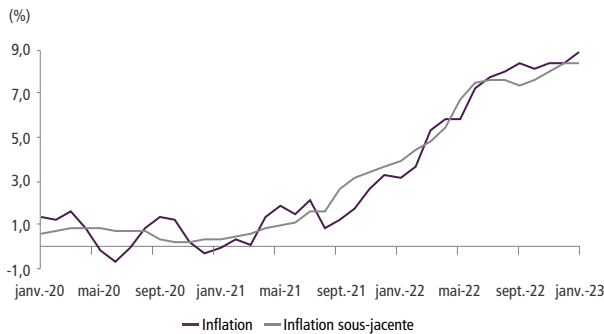
(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	nov. 22	déc. 22	janv. 23	nov. 22	déc. 22	janv. 23
<b>Inflation</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>0,5</b>	<b>8,3</b>	<b>8,3</b>	<b>8,9</b>
- Produits alimentaires à prix volatils	-1,2	-0,6	2,2	16,1	16,4	21,7
- Produits règlementés	0,0	0,0	0,4	0,1	0,1	0,2
- Carburants et lubrifiants	7,0	-7,5	-3,2	45,3	35,5	29,7
<b>Inflation sous-jacente</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>8,0</b>	<b>8,3</b>	<b>8,4</b>
Produits alimentaires	1,5	1,5	0,8	14,6	15,5	15,5
- Articles d'habillement et chaussures	0,4	0,4	0,2	5,1	5,1	5,1
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles <sup>1</sup>	0,2	0,2	0,0	2,5	2,4	2,2
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,3	0,2	0,2	6,4	6,3	6,2
- Santé <sup>1</sup>	1,2	-0,2	0,5	2,2	1,9	2,4
- Transport <sup>2</sup>	0,2	0,5	-0,1	5,4	5,6	5,3
- Communication	0,0	0,0	0,0	0,7	0,6	0,6
- Loisirs et cultures <sup>1</sup>	-0,1	-0,1	-0,1	7,1	6,1	5,9
- Enseignement	0,2	0,0	0,0	4,5	4,5	4,5
- Restaurants et hôtels	0,2	0,5	0,4	4,6	5,1	5,0
- Biens et services divers <sup>1</sup>	0,1	0,2	0,3	2,1	2,3	2,5

<sup>1</sup> Hors produits règlementés.

<sup>2</sup> Hors carburants et lubrifiants et produits règlementés.

Sources : Données HCP et calculs BAM.

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

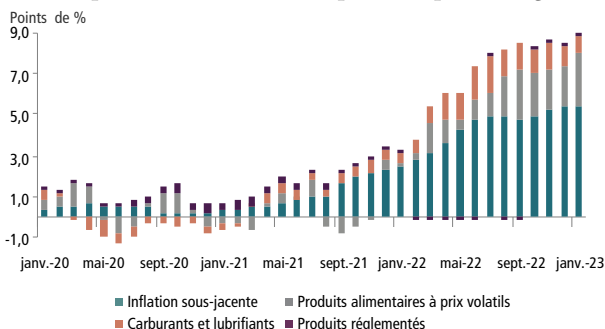


Sources : HCP et calculs BAM.

S'agissant des tarifs réglementés, ils ont augmenté de 0,2% en janvier après 0,1% au quatrième trimestre. Leur évolution est imputable à l'accroissement de 5,4% au lieu de 3,5% des tarifs des « tabacs » induit par la révision, promulguée dans la Loi des Finances de 2022, des modalités de taxation des cigarettes. Elle a été atténuée par le repli de 2,9% des prix du « transport routier des passagers ».

Ainsi, la contribution des tarifs réglementés à l'inflation ressort à 0,1 point de pourcentage en janvier contre une contribution nulle au dernier trimestre de l'année 2022.

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

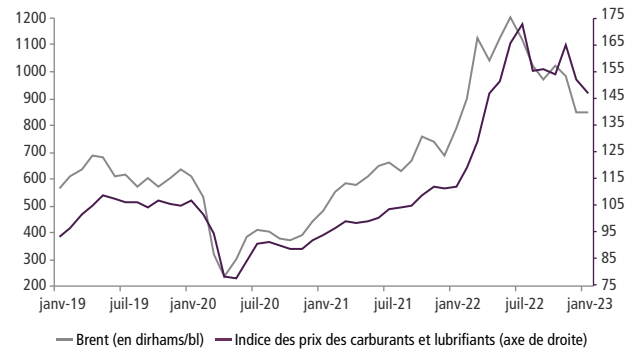


Sources : Données HCP et calculs BAM.

En revanche, les prix des carburants et lubrifiants ont connu un ralentissement de leur rythme de progression, de 40,3% au quatrième trimestre 2022 à 29,7% en janvier.

En termes de contribution à l'inflation, les prix de ces produits ont participé à hauteur de 0,9 point de pourcentage en janvier au lieu de 1,2 point le trimestre précédent.

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

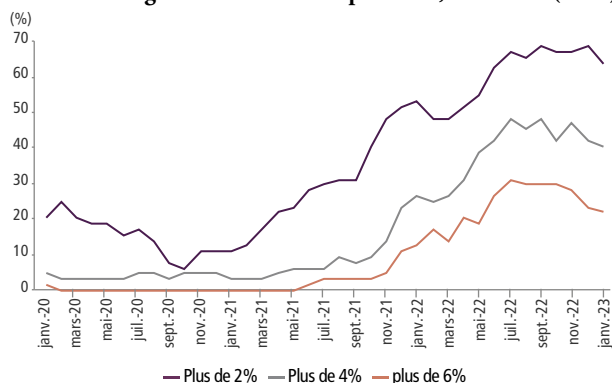


Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

## 6.1.2. Inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente continue de s'accélérer pour atteindre 8,4% en janvier 2023 contre 7,9% en moyenne au quatrième trimestre 2022. Elle est portée principalement par sa composante alimentaire dont les prix ont progressé de 15,5% au lieu de 14,5%, sous l'effet principalement de l'envolée des prix de 12,4% pour les « viandes fraîches », de 35,8% pour les « huiles » et de 18,6% pour le « lait », suite aux chocs d'offre d'origine interne. Hors produits alimentaires, le rythme d'accroissement des prix est passé de 2,2% à 2,5% pour les « biens et services divers », de 4,4% à 4,5% pour l'« enseignement » et de 4,8% à 5% pour les « restaurants et hôtels ». En revanche, les prix des « loisirs et culture » ont ralenti de 6,9% à 5,9%, ceux des « meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer » de 6,5% à 6,2% et ceux du « transport » de 5,5% à 5,3%.

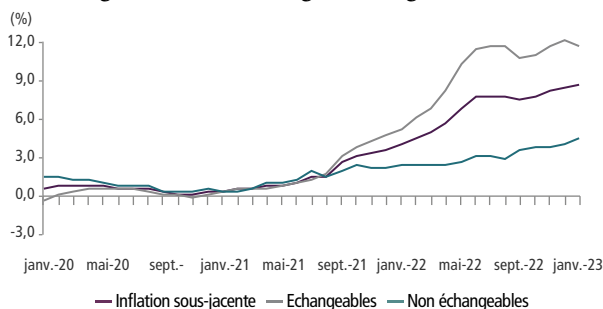
**Graphique 6.4 : Part\* des produits non alimentaires dont l'évolution en glissement annuel dépasse 2%, 4% et 6% (en %)**



\* Il s'agit de la part dans le panier de l'IPCX hors produits alimentaires.  
Sources : HCP et calcul BAM.

La part des produits non alimentaires inclus dans l'IPCX qui ont progressé de plus de 2% reste élevée mais en repli à 59% en janvier après un pic de 64% en décembre dernier. Les proportions des produits ayant connu une hausse de prix de plus de 4% et de 6% continuent de régresser.

**Graphique 6.5 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables en glissement annuel**



Sources : Données HCP et calculs BAM.

La répartition des produits inclus dans le panier de l'indicateur de l'inflation sous-jacente en produits échangeables et non échangeables montre que l'accélération de la tendance fondamentale des prix en janvier reflète en majeure partie celle des prix des produits non échangeables.

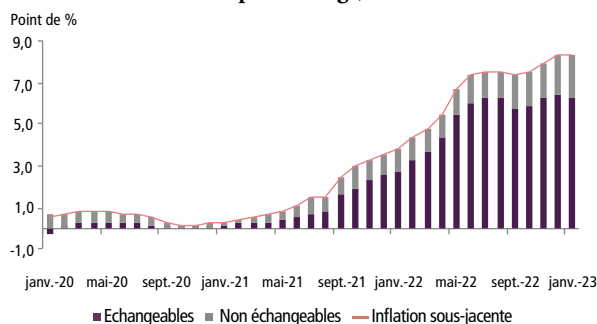
**Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables**

	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	nov. 22	déc. 22	jan. 23	nov. 22	déc. 22	jan. 23
Biens échangeables	1,1	1,0	0,4	11,4	11,8	11,4
Biens non échangeables	0,2	0,4	0,5	3,8	4,1	4,5
<b>Inflation sous-jacente</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>0,4</b>	<b>8,0</b>	<b>8,3</b>	<b>8,4</b>

Sources : Données HCP et calculs BAM.

Ces derniers ont, en effet, augmenté de 4,5% en janvier après 3,9% au quatrième trimestre 2022.

**Graphique 6.6 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente, (en points de pourcentage)**



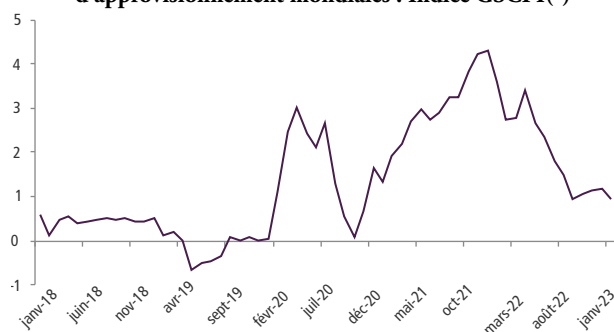
Sources : HCP et calculs BAM.

En revanche, les prix des biens échangeables ont progressé de 11,4% en janvier, soit un rythme inchangé par rapport au trimestre précédent.

Ils auraient affiché, compte non tenu des prix du « lait » et des « huiles », une certaine décélération à 8% au lieu de 8,4% et 8,9% au quatrième et troisième trimestre de 2022 respectivement. Ces évolutions seraient liées à la poursuite de la normalisation des conditions des chaînes d'approvisionnement mondiales, aux replis successifs des cours internationaux des produits alimentaires, l'indice FAO ayant baissé en comparaison annuelle de 3,3% en janvier au lieu d'une stagnation au quatrième trimestre 2022, et au ralentissement de l'inflation dans la zone euro à 8,5% contre 10% un trimestre auparavant.



**Graphique 6.7 : Pressions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales : Indice GSCPI(\*)**



Source: Fed de New York.

(\*) Il s'agit d'un indice qui intègre des données sur les coûts de transport et les délais de livraison pour fournir une évaluation des conditions des chaînes d'approvisionnement mondiales.

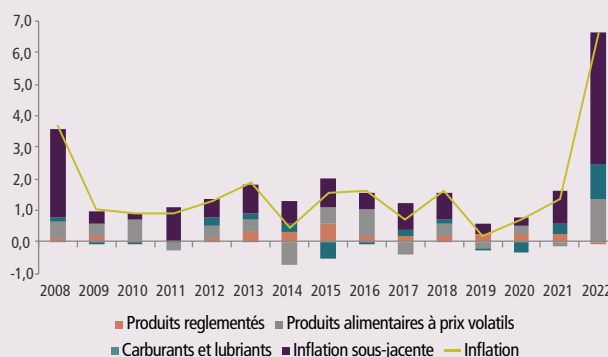
### Encadré 6.1 : Evolution de l'inflation en 2022

L'inflation a connu une forte montée en 2022, en lien avec les séquelles de la pandémie, la nouvelle vague de la Covid-19 en Chine ainsi qu'avec les implications de la guerre en Ukraine. Ces tensions inflationnistes d'origine externe se sont traduites par une poursuite de l'envolée des cours des produits alimentaires et énergétiques qui s'est diffusée vers un large éventail de produits et services inclus dans le panier de l'IPC. Le sentier haussier de l'inflation a été, en outre, exacerbé par l'impact sur l'offre de certains produits alimentaires, d'une sécheresse particulièrement sévère et du renchérissement des intrants agricoles. Ainsi, après un taux de 1,4% en 2021, l'inflation, mesurée par la variation de l'indice des prix à la consommation, a atteint 6,6% en 2022, son taux le plus élevé depuis 1992.

L'accélération a concerné sa composante sous-jacente, qui a poursuivi sa trajectoire ascendante tout au long de l'année pour ressortir à 6,6% en moyenne au lieu de 1,7%, tirée à hauteur de 87% par sa composante échangeable. En dépit d'une relative atténuation des pressions extérieures vers la fin de l'année, la tendance fondamentale de l'inflation a continué de progresser, impactée par le repli de l'offre interne de certains produits alimentaires, en l'occurrence les « huiles », les « viandes fraîches » et le « lait ».

Dans le même sens, les prix des carburants et lubrifiants ont connu un rebond de 42,3% au lieu de 12,9% en 2021 et les produits alimentaires à prix volatils ont vu leur prix augmenter de 11,1% après un recul de 1,3%. En revanche, les tarifs réglementés se sont légèrement repliés de 0,1% après un accroissement de 1,2%, recouvrant une diminution de 3,1% des prix du « transport routier de passagers » et un rehaussement de 3,5% des prix des « tabacs ».

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



Sources : Données HCP et calculs BAM.

## 6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

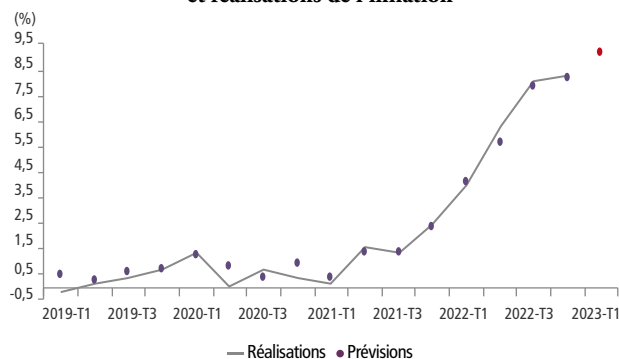
A court terme, l'inflation devrait poursuivre sa hausse pour atteindre 9,1% au premier trimestre 2023 après 8,3% au trimestre précédent, orientée essentiellement par l'accélération des prix des produits alimentaires à prix volatils. En effet, ces derniers devraient progresser de 22,4% au lieu de 16,4%, impactés par les chocs d'offre occasionnés par la vague de froid, les répercussions du stress hydrique, le renchérissement des intrants agricoles et la hausse de la demande au cours de la période précédant le mois de Ramadan.

L'accélération de l'inflation serait liée également à celle de sa composante sous-jacente qui devrait se situer à 9,1%, après 7,9% au quatrième trimestre portée principalement par la hausse de sa composante alimentaire.

Dans le même sens, les tarifs réglementés devraient augmenter de 0,6% en moyenne sur les trois premiers mois au lieu de 0,1% un trimestre auparavant, reflétant essentiellement l'effet de l'accroissement de 5,4% des prix des tabacs au 1<sup>er</sup> janvier 2023.

A l'opposé, les prix des carburants et lubrifiants devraient poursuivre leur ralentissement au cours du premier trimestre pour revenir à 19,2% au lieu de 40,3% au trimestre précédent, en raison du recul projeté des cours internationaux des produits pétroliers.

**Graphique 6.8 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation**

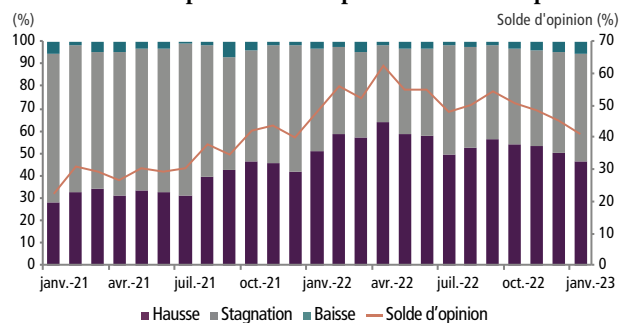


Les écarts de prévisions observés entre T1 2018 et T1 2020 sont en partie liés à la refonte, en mai 2020, de l'IPC par le HCP. Ainsi, l'IPC base 100=2006 est désormais remplacé par celui base 100=2017 (cf. Encadré 6.1 : « Publication d'un nouvel indice des prix à la consommation base 100=2017 » au niveau du RPM de juin 2020).  
Source : Données HCP et prévisions BAM.

## 6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie pour le mois de janvier 2023 indiquent que 48% des industriels interrogés anticipent une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 46% d'entre eux s'attendent à une hausse, tandis que 6% prévoient une baisse. Ainsi, le solde d'opinion ressort à 41%, en repli par rapport au quatrième trimestre 2022.

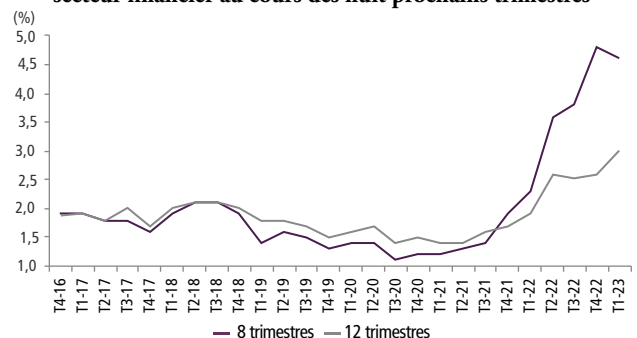
**Graphique 6.9 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises**



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

De surcroît, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrib relatifs au premier trimestre 2023 font ressortir une décélération de l'inflation anticipée par les experts du secteur financier à 4,6% en moyenne au cours des huit prochains trimestres, contre 4,8% prévu un trimestre auparavant. A plus long terme, soit à l'horizon des 12 prochains trimestres, leur anticipation s'établit à 3% au lieu de 2,6%.

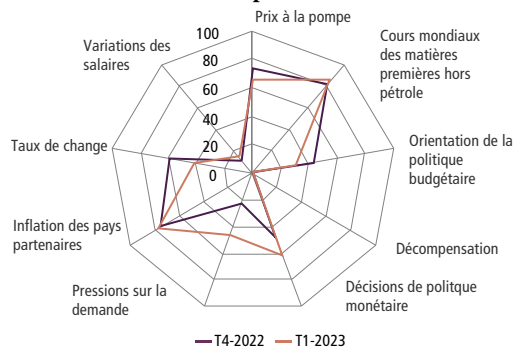
**Graphique 6.10 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres**



Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM auprès des experts du secteur financier.

En effet, les enquêtés estiment que l'évolution de l'inflation au cours des huit prochains trimestres serait essentiellement déterminée par les cours mondiaux des matières premières hors pétrole, l'inflation des pays partenaires et les prix à la pompe.

**Graphique 6.11 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier**



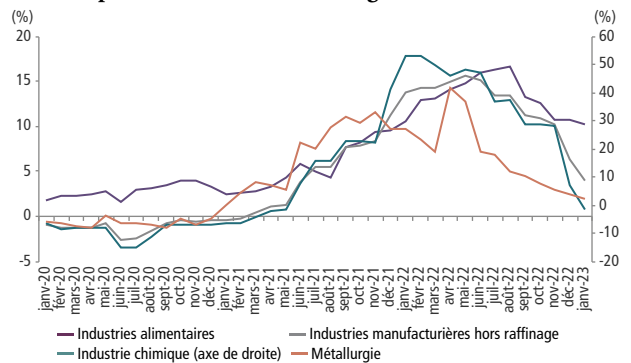
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

## 6.4 Prix à la production

Les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage, continuent de voir leur rythme d'accroissement décélérer, revenant de 9,1 % en moyenne au quatrième trimestre 2022 à 4% en janvier 2023.

Cette évolution traduit pour l'essentiel le repli de 1,6%, au lieu d'une hausse de 20,6%, des prix à la production de l' « industrie chimique », le ralentissement de ceux des « industries alimentaires » de 11,4% à 10,3% et de la branche « métallurgie » de 5,8% à 2%.

**Graphique 6.12 : Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle, en glissement annuel**



Source : HCP.

## 7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

---

### Synthèse

---

L'économie mondiale devrait poursuivre sa décélération en lien avec la persistance de l'inflation à des niveaux élevés, la poursuite des resserrements monétaires et le prolongement du conflit en Ukraine. Le ralentissement serait toutefois moins prononcé que prévu en décembre, à la faveur notamment de la résilience des marchés de travail dans les économies avancées et la réouverture de la Chine. La prévision de la croissance mondiale a été ainsi révisée à la hausse de 0,3 point de pourcentage à 2,5% en 2023, avant d'augmenter légèrement à 2,6% en 2024. Aux Etats-Unis, le rythme de la croissance a été révisé à la hausse, en dépit de l'affaiblissement du secteur manufacturier et du ralentissement de la consommation des ménages, suite à l'épuisement de l'épargne accumulée pendant la pandémie. La zone euro s'est également montrée résiliente face au choc énergétique découlant de la guerre en Ukraine. Elle a réussi à assurer son approvisionnement énergétique grâce à la baisse de sa consommation d'énergie conjuguée à la diversification des sources d'approvisionnement. Quant à l'économie britannique, elle devrait être la seule parmi les grandes économies à accuser une récession en 2023, en lien avec la baisse des dépenses de consommation et le resserrement des conditions monétaires. Au Japon, l'économie bénéficierait des taux d'intérêt inférieurs à zéro et de la dynamique du tourisme grâce à la réouverture de la Chine.

S'agissant des principaux pays émergents, en Chine, la croissance a été légèrement révisée à la hausse traduisant une certaine amélioration de la confiance des entreprises et des consommateurs après l'abandon de la politique zéro-Covid. En Inde, l'orientation budgétaire expansionniste devrait stimuler sa croissance, grâce notamment à la réduction de l'impôt sur le revenu et à des dépenses record en investissement. L'économie brésilienne devrait quant à elle enregistrer une décélération de sa croissance, en liaison avec une demande extérieure plus faible, des termes de l'échange moins favorables et des conditions monétaires plus strictes. Dans le contexte de poursuite de la guerre en Ukraine, l'économie russe devrait se contracter encore une fois en 2023, avant d'enregistrer une croissance positive en 2024.

Sur les marchés des matières premières, le cours du pétrole devrait osciller entre 80 et 83 dollars le baril à moyen terme, en légère révision à la hausse. La demande mondiale devrait être tirée par la réouverture de la Chine et les pays producteurs poursuivraient leur stratégie de réduction de l'offre. Pour ce qui est du charbon et du gaz, leurs prix devraient poursuivre l'orientation baissière en liaison avec des réserves suffisantes en Europe et un hiver relativement clément. S'agissant du phosphate et dérivés, et après avoir atteint des pics en 2022, leurs cours devraient reculer en 2023 et en 2024. Toutefois, ils demeureraient à des niveaux élevés à moyen terme, l'offre restant tendue en raison notamment de niveaux élevés des prix des intrants ainsi que des incertitudes liées aux sanctions contre la Biélorussie et la Russie. Pour leur part, les prix des denrées alimentaires se sont inscrits en baisse ces derniers mois, en particulier pour les huiles végétales, les produits laitiers et le sucre. Les projections de l'indice FAO ont été légèrement révisées à la baisse, en raison de l'amélioration de l'offre mondiale et de l'atténuation des pressions sur les coûts des intrants.

Dans ces conditions, les pressions inflationnistes s'atténueraient progressivement à moyen terme, mais les niveaux d'inflation resteraient élevés. Aux Etats-Unis, l'inflation devrait reculer au fur et à mesure de la baisse des prix des matières premières, de l'affaiblissement de la demande intérieure, et du resserrement des conditions monétaires. S'agissant de la zone euro, tout en restant à des niveaux élevés, l'inflation a été révisée à la baisse, dans un contexte de hausses de taux d'intérêt plus agressives et de baisse plus rapide que prévu des prix de certains produits énergétiques.

Dans ce contexte, les principales banques centrales ont continué le resserrement de leurs politiques monétaires. Ainsi, la BCE et la FED ont décidé, à l'issue de leurs dernières réunions, de relever leurs taux directeurs de 50 points de base (pb) et 25 pb, portant le cumul des hausses à 350 pb et 450 pb respectivement.

Au niveau national, l'année 2022 a été marquée par une forte progression des échanges extérieurs de biens, la reprise des recettes voyages qui ont atteint un niveau supérieur à celui d'avant crise et par le maintien de la dynamique exceptionnelle des transferts des MRE. Le déficit du compte courant aurait terminé l'année à 3,9% du PIB, après 2,3% en 2021. Sur l'horizon de prévision, le rythme de progression des exportations devrait décélérer en lien essentiellement avec le recul des expéditions de phosphates et dérivés, alors que les importations devraient diminuer en 2023, sous l'effet de l'allègement de la facture énergétique, avant d'afficher une légère progression en 2024. Les recettes voyages devraient, pour leur part, accuser une baisse en 2023, en lien avec la dégradation de l'activité des pays émetteurs, notamment la zone euro, avant d'augmenter en 2024. Quant à l'évolution des transferts des MRE, elle reste entourée de fortes incertitudes. Après les hausses notables enregistrées depuis le début de la crise sanitaire, ces transferts devraient se stabiliser en 2023 avant d'accuser un recul en 2024, tout en restant à des niveaux élevés. Le déficit du compte courant devrait ainsi ressortir à 2,8% du PIB en 2023 avant de s'alléger à 2,6% en 2024. Concernant les recettes d'IDE, elles se situeraient à 3,1% du PIB en 2023, après 2,8% en 2022, puis à 3,2% en 2024.

Tenant compte de la dernière émission du Trésor sur le marché financier international et sous l'hypothèse de la concrétisation du reste des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 358,8 milliards à fin 2023 puis à 367 milliards en 2024, soit l'équivalent de 5 mois et 21 jours puis 5 mois et 25 jours d'importations de biens et services.

Sur le volet des finances publiques, le déficit budgétaire devrait poursuivre sa tendance baissière tenant compte principalement de l'amélioration attendue des rentrées fiscales et non fiscales. En effet, le déficit devrait s'atténuer de 5% du PIB en 2022 à 4,7% en 2023 puis à 4,3% en 2024, tenant compte essentiellement des nouvelles projections macroéconomiques et des données de la programmation budgétaire pluriannuelle.

S'agissant des conditions monétaires, elles connaîtraient une atténuation en termes réels de leur caractère accommodant à court terme. Le crédit bancaire au secteur non financier devrait progresser de 4% en 2023 et de 4,6% en 2024. Pour sa part, le taux de change effectif réel devrait s'apprécier à moyen terme, après sa dépréciation en 2022.

Pour ce qui est du rythme de l'activité économique, après le rebond de 7,9% en 2021, la croissance de l'économie nationale aurait accusé un ralentissement pour se situer à 1,2% en 2022, recouvrant une baisse de 15% de la valeur ajoutée agricole, et une augmentation de 3,4% de celle non agricole. En 2023, la croissance s'accélérait à 2,6% puis se consoliderait à 3,5% en 2024. Cette évolution reflèterait une hausse de 1,6% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'une production céréalière estimée par Bank Al-Maghrib autour de 55 MQx, suivie d'un accroissement de 6,9% en 2024, sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 75 MQx. Pour leur part, les activités non agricoles devraient enregistrer un ralentissement de leur rythme de progression à 2,7% en 2023 suivi d'une accélération à 3,2% en 2024. Du côté de la demande, sa composante intérieure se consoliderait, en dépit des taux élevés de l'inflation. En revanche, quoiqu'en atténuation, la contribution à la croissance des exportations nettes resterait négative.

Dans ces conditions, après une forte accélération de 1,4% en 2021 à 6,6% en 2022, l'inflation resterait à des niveaux élevés. Elle devrait ainsi ressortir à 5,5% en moyenne en 2023 et à 3,9% en 2024, en lien avec la hausse qui serait induite par la forte réduction de la charge de compensation. Sa composante sous-jacente atteindrait 6,2% en moyenne en 2023 avant de revenir à 2,3% en 2024.

## 7.1 Hypothèses sous-jacentes

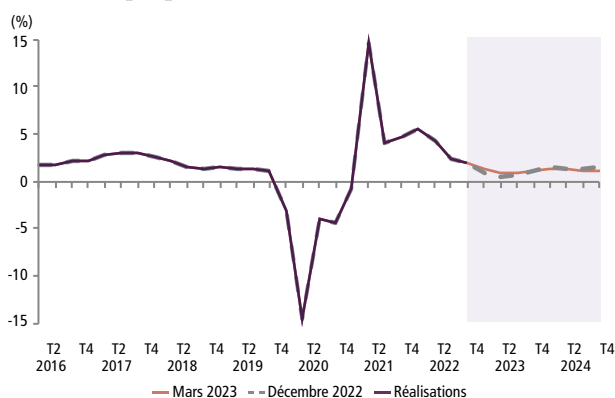
### Une légère amélioration des perspectives économiques mondiales

L'économie mondiale devrait poursuivre sa décélération en lien avec la persistance de l'inflation à des niveaux élevés, la poursuite des resserrements monétaires et le prolongement du conflit en Ukraine, mais à un rythme moindre que prévu en décembre, en liaison notamment avec la résilience des marchés de travail dans les économies avancées et la réouverture de la Chine. La prévision de la croissance mondiale a été ainsi révisée à la hausse de 0,3 point de pourcentage à 2,5% en 2023, avant d'augmenter légèrement à 2,6% en 2024.

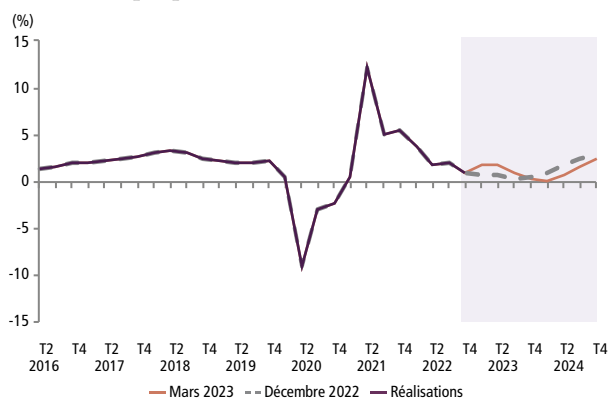
Aux Etats-Unis, la décélération de l'économie devrait être moins importante que prévu, et ce malgré l'affaiblissement du secteur manufacturier et le ralentissement de la consommation des ménages, suite à l'épuisement de l'épargne accumulée pendant la pandémie. La croissance devrait ralentir à 1,2% en 2023, un taux en révision à la hausse de 0,6 point, et se stabiliserait à ce niveau en 2024. La zone euro s'est également montrée résiliente face au choc énergétique découlant de la guerre en Ukraine. Elle a réussi à assurer son approvisionnement énergétique grâce en partie à la baisse de sa consommation d'énergie. Ainsi, le ralentissement dans la zone devrait être plus modéré, avec une croissance estimée à 1% en 2023 et à 1,2 % en 2024. Quant à l'économie britannique, elle devrait être la seule parmi les grandes économies à connaître une récession en 2023, son PIB devrait se contracter de 0,5%, en lien avec la baisse des dépenses de consommation, le resserrement des conditions monétaires et les impacts structurels liés au Brexit. Au Japon, l'économie bénéficierait des taux d'intérêt inférieurs à zéro et de la dynamique du tourisme grâce à la réouverture de la Chine. Son PIB devrait croître cette année de 1% avant de ralentir à 0,8% en 2024.

Dans les principaux pays émergents, en Chine, la croissance devrait s'établir à 5,3% en 2023, en légère révision à la hausse traduisant l'amélioration marginale de la confiance des entreprises et des consommateurs après l'abandon de la politique zéro-Covid. Elle resterait autour de 5% pour les années à venir avec le vieillissement de la population et le ralentissement de la productivité. En Inde, la croissance devrait s'établir à 6,6% en 2023 et à 6% en 2024. L'orientation budgétaire expansionniste pour l'exercice 2023/2024 devrait stimuler sa croissance, grâce notamment à la réduction de l'impôt sur le revenu et à des dépenses record en investissement. Au Brésil, l'économie devrait enregistrer une décélération de sa croissance à environ 1% en sur l'horizon des prévisions, en liaison avec une demande extérieure plus faible, des termes de l'échange moins favorables et des conditions monétaires plus strictes. Dans le contexte de poursuite de la guerre en Ukraine, l'économie russe devrait se contracter encore une fois en 2023, sa croissance s'établirait à -1,4%. Cette prévision a été légèrement révisée à la hausse en raison notamment de la prise en compte de la récente amélioration des indicateurs de confiance des agents économiques. En 2024, elle devrait enregistrer une croissance positive.

**Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro**



**Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis**



Source : GPMN, février 2023.

## Révision à la hausse du prix du pétrole avec la réouverture de la Chine et décélération graduelle de l'inflation à moyen terme

Après un cours moyen de 99,8 dollars le baril en 2022, le cours du Brent devrait osciller entre 80 et 83 dollars le baril à moyen terme, soit un niveau plus haut que prévu. En effet, la demande mondiale devrait être tirée par la réouverture de la Chine et les pays producteurs devraient poursuivre leur stratégie de réduction de l'offre. Pour ce qui est des prix du charbon et du gaz, ils devraient poursuivre leur orientation baissière en lien avec le recul de la demande, des réserves suffisantes en Europe et un hiver clément.

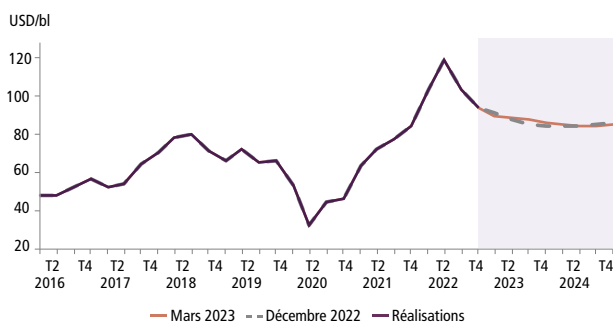
S'agissant du phosphate et de ses dérivés, et après avoir atteint des pics en 2022, leurs cours devraient reculer en 2023 et en 2024. Toutefois, ils demeureraient à des niveaux élevés en raison notamment de niveaux élevés des prix des intrants ainsi que des incertitudes liées aux sanctions contre la Biélorussie et la Russie. Concernant tout particulièrement le phosphate brut, et tout en restant à des niveaux élevés, son prix devrait diminuer de 266 USD/t en 2022 à 200 USD /t en 2023, et à 175 USD /t en 2024. Quant au prix du DAP, il devrait baisser de 772 USD /t à 750 USD /t en 2023 puis à 650 USD /t en 2024. Celui du TSP reculerait de 716 USD /t à 650 USD /t en 2023 puis à 550 USD /t en 2024.

Pour leur part, les prix des denrées alimentaires poursuivent leur tendance baissière. L'indice FAO a diminué en février 2023, et ce pour le onzième mois consécutif, de 0,6% par rapport à janvier 2023 et de 8,1% en glissement annuel. Dans ces conditions, et tenant compte de l'amélioration prévue de l'offre mondiale et de l'atténuation des pressions sur les coûts des intrants (pétrole et gaz), l'indice FAO devrait en moyenne diminuer de 10,4% en 2023 et de 0,6% en 2024.

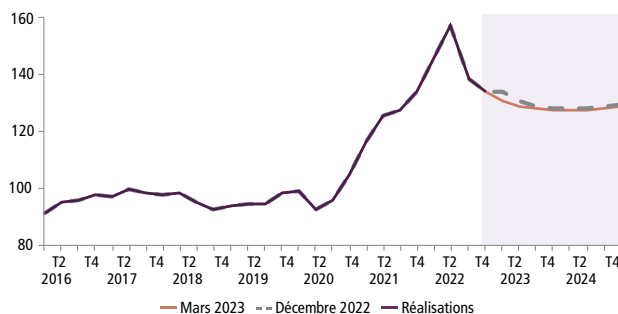
Dans ces conditions, les pressions inflationnistes continueraient à s'atténuer progressivement. L'inflation mondiale serait en 2023 de 4,4% et de 2,8% en 2024. Aux Etats-Unis, elle devrait reculer de 8% en 2022 à 3,9% en 2023 et à 2,4% en 2024, au fur et à mesure de la baisse des prix des matières premières, de l'affaiblissement de la demande intérieure, et du resserrement des conditions monétaires. Tout en restant à des niveaux élevés, l'inflation dans la zone euro a été révisée significativement à la baisse pour cette année, dans un contexte de baisse rapide des prix des matières premières énergétiques. Les prévisions tablent sur un taux moyen à 5,3% en 2023 et à 2,4% en 2024.



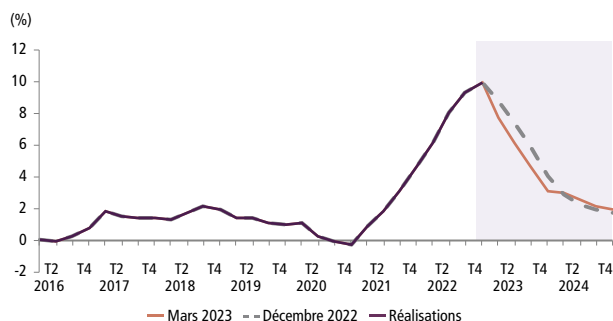
Graphique 7.3 : Prix du Brent



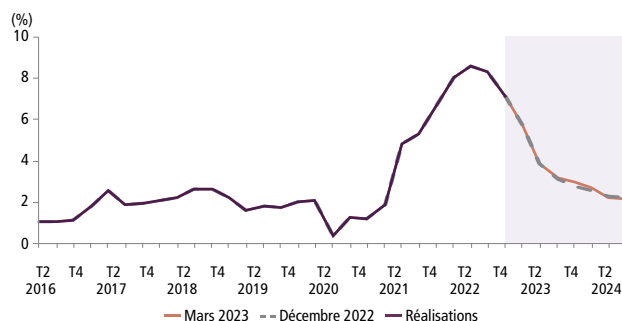
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2014-2016=100)



Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis



Source : GPMN, février 2023.

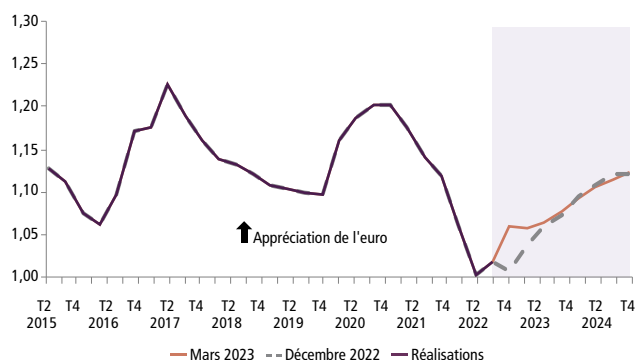
## Les principales banques centrales affichent leur volonté de poursuivre le resserrement monétaire

Les principales banques centrales ont poursuivi le resserrement de leurs politiques monétaires et restent déterminées à poursuivre la hausse des taux directeurs. S'agissant de la **BCE**, elle a décidé à l'issue de sa réunion du 16 mars de relever de 50 pb ses taux directeurs et a souligné qu'elle surveille attentivement les tensions actuelles sur les marchés et se tient prête à prendre les mesures nécessaires pour préserver la stabilité des prix et du système financier dans la zone euro. Elle a également indiqué qu'elle réduira de 15 milliards d'euros par mois en moyenne jusqu'à fin juin 2023 le portefeuille de son programme APP.

De même, la **FED** a décidé à l'issue de sa réunion des 31 janvier et 1er février de relever d'un quart de point de pourcentage la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4,5%-4,75%] dans un contexte d'inflation jugé encore élevée et d'un marché du travail vigoureux. Elle prévoit également que des augmentations continues seront appropriées, même si l'inflation est en baisse depuis plus de 6 mois.

Sur les marchés de change, l'euro devrait poursuivre sa tendance à l'appréciation face au dollar à moyen terme. Il devrait passer en moyenne de 1,05 dollar en 2022 à 1,07 en 2023 et à 1,1 en 2024. Cette évolution est liée principalement à l'amélioration relative des fondamentaux de la zone euro, atténuée par le rythme du resserrement de la Fed plus rapide que celui de la BCE en 2022.

Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, février 2023.

## Une production céréalière autour de 55 MQx pour la campagne agricole 2022/2023

Le déroulement de la campagne agricole 2022/2023 se caractérise par un retard des précipitations avec une période, allant jusqu'à fin novembre, relativement sèche. Cependant, les deux premières décades de décembre ont enregistré des précipitations importantes et quasi-généralisées, ce qui a permis de réduire le déficit pluviométrique et de favoriser les travaux d'emblavement des sols. Au 10 mars 2023, le cumul pluviométrique a atteint 201,5 mm, en hausse de 81,1% par rapport à la campagne précédente mais en baisse de 5,2% en comparaison avec la moyenne des cinq dernières années. Pour sa part, le taux de remplissage des barrages a connu une relative amélioration à partir du mois de novembre pour se situer 34,8% en moyenne au 20 mars. S'agissant de l'état de la végétation, les données disponibles relatives à la première décade de mars indiquent que la situation du couvert végétal<sup>1</sup> est supérieure de 45,7% par rapport à la campagne précédente, et de 8,3% par rapport à la moyenne des cinq dernières années. Dans ces conditions, et sur la base d'une superficie emblavée de 3,65 millions d'hectares annoncée par le Département de l'Agriculture le 7 février 2023, la récolte céréalière s'établirait autour de 55 MQx selon les premières estimations de Bank Al-Maghrib (BAM). Tenant compte des évolutions des cultures hors céréales qui devraient être impactées par les restrictions sur l'eau d'irrigation, la valeur ajoutée agricole augmenterait, selon les projections de BAM, de 1,6% au lieu de 7% retenue dans l'exercice de décembre.

Pour la campagne 2023-2024, les hypothèses d'une production céréalière moyenne de 75 MQx et d'une évolution tendancielle des autres cultures sont maintenues.

## 7.2 Projections macroéconomiques

### Décélération des échanges extérieurs de biens et services et allègement du déficit courant sur l'horizon de prévision

Tenant compte des données du commerce extérieur à fin 2022, le déficit du compte courant a été révisé à la hausse à 3,9% du PIB, après 2,3% en 2021. Il devrait s'alléger à 2,8% du PIB en 2023 puis à 2,6% en 2024.

La révision pour 2022 est liée essentiellement à une hausse moins importante que prévu des exportations de phosphates et dérivés et à une sous-estimation des importations notamment de biens d'équipement et de demi-produits. Les avoirs officiels de réserve se sont établis à 337,6 milliards de dirhams à fin 2022, représentant une couverture de 5 mois et 13 jours d'importations de biens et services.

<sup>1</sup> La situation du couvert végétal est mesurée par l'indice de végétation fourni par le Centre Royal de Télédétection Spatiale (CRTS) dont l'historique remonte seulement à 2008.

Sur l'horizon de prévision, le rythme de progression des exportations devrait décélérer à 3% en 2023 puis à 0,6% en 2024, reflétant essentiellement des baisses des ventes des phosphates et dérivés, en relation avec le recul prévu de leurs cours internationaux. A l'inverse, les expéditions du secteur automobile devraient, sous l'hypothèse notamment de l'augmentation annoncée des capacités de production du constructeur Stellantis, poursuivre leur dynamique quoiqu'à un rythme moins important. En parallèle, les importations devraient diminuer de 2,3% en 2023, sous l'effet essentiellement d'un allègement de la facture énergétique. En 2024, elles devraient afficher une légère progression de 0,8%, en relation avec la hausse des acquisitions des produits finis de consommation et de celles des biens d'équipement.

Les recettes voyages devraient, pour leur part, accuser une baisse de 3% à 88,6 milliards de dirhams en 2023, en lien avec la dégradation de l'activité des pays émetteurs, notamment la zone euro, avant d'enregistrer une hausse de 7,4% à 95,1 milliards en 2024. L'évolution des transferts des MRE reste, quant à elle, entourée de fortes incertitudes, ceux-ci sont supposés se stabiliser autour de 108,9 milliards en 2023 et accuser un recul de 5,4% à 102,9 milliards en 2024. S'agissant des recettes d'IDE, elles se situeraient à 3,1% du PIB en 2023 puis à 3,2% en 2024.

Tenant compte de la dernière émission du Trésor sur le marché financier international et sous l'hypothèse de la concrétisation du reste des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 358,8 milliards à fin 2023 puis à 367 milliards en 2024, soit l'équivalent de 5 mois et 21 jours puis 5 mois et 25 jours 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	2023	2024
Exportations de biens (FAB)	10,7	3,3	-7,5	25,2	29,4	3,0	0,6	0,4	0,3
Importations de biens (CAF)	9,9	2,0	-13,9	25,0	39,6	-2,3	0,8	0,7	-0,3
Recettes voyages	1,2	7,8	-53,7	-5,9	166,1	-3,0	7,4	-3,4	1,8
Transferts des MRE	-1,5	0,1	4,8	37,5	16,5	-0,3	-5,4	3,8	-7,7
<b>Solde du compte courant (en % PIB)</b>	<b>-4,9</b>	<b>-3,4</b>	<b>-1,2</b>	<b>-2,3</b>	<b>-3,9*</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,6</b>	<b>-0,7</b>	<b>-0,6</b>
<b>Avoirs officiels de réserve en mois d'importations de biens et services</b>	<b>5,4</b>	<b>6,9</b>	<b>7,1</b>	<b>5,3</b>	<b>5,4</b>	<b>5,7</b>	<b>5,8</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,1</b>

\* Estimation.

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

### Les conditions monétaires resteraient accommodantes à court terme et la croissance du crédit au secteur non financier reviendrait à un rythme modéré

Sur la base de l'évolution prévue des réserves de change de BAM et de la circulation fiduciaire, le déficit de liquidité bancaire devrait s'établir à 86,7 milliards de dirhams à fin 2023 et à 99,1 milliards à fin 2024. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, il s'est accru de 7,8% en glissement annuel à fin 2022, traduisant en particulier la forte hausse des facilités de trésorerie. En termes de perspectives, et tenant compte de l'évolution prévue de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, il devrait progresser à un rythme de 4% en 2023 et de 4,6% en 2024. Dans ces conditions, et en ligne avec l'évolution prévue des autres contreparties de la masse monétaire, la progression de l'agrégat M3 devrait se situer à 6,1% à fin 2023 et à 5,4% à fin 2024.

Pour sa part, et après une forte dépréciation de 3,9% en 2022, le taux de change effectif réel (TCER) devrait s'apprécier de 1,6% en 2023, résultat de l'appréciation de sa valeur en termes nominaux et dans une moindre mesure du différentiel d'inflation. Cette appréciation devrait s'accroître en 2024, compte tenu d'un différentiel d'inflation plus important comparativement à 2023.

**Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire**

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations					Prévisions		Ecart (mars/déc.)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2023	2024
Crédit bancaire au secteur non financier	3,1	5,5	4,2	2,9	7,8	4,0	4,6	0,7	-0,9
M3	4,1	3,8	8,4	5,1	8,0	6,1	5,4	0,7	-0,1
Besoins de liquidité, en MMDH	-62,4	-76,6	-90,2	-70,8	-80,9	-86,7	-99,1	1,0	1,4

### Amélioration de la situation budgétaire à l'horizon de 2024

Après s'être établi à 5% du PIB en 2022, le déficit budgétaire devrait s'alléger à 4,7% au titre de l'année 2023, en révision à la hausse de 0,1 point par rapport à l'exercice de décembre. Cette prévision tient compte d'un ajustement à la hausse des recettes fiscales, tenant compte principalement des réalisations à fin 2022 et des nouvelles projections macroéconomiques. Pour ce qui est des dépenses, la charge de compensation a été revue à la baisse, incorporant notamment les nouvelles hypothèses des cours de gaz butane et de change. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont été rehaussées, sous l'hypothèse d'une exécution supérieure à la programmation de la LF, devant ainsi augmenter de 6,9% d'une année à l'autre.

Au titre de l'année 2024, le déficit budgétaire devrait s'atténuer à 4,3% du PIB, au lieu de 4% prévu en décembre, traduisant une amélioration des recettes fiscales, tenant compte des nouvelles prévisions macroéconomiques. Du côté des dépenses, la charge de compensation a été revue à la baisse, intégrant les nouvelles hypothèses relatives à la subvention du gaz butane et des produits alimentaires, tandis que les dépenses d'investissement ont été ajustées à la hausse à 6,3% du PIB au lieu de 5,7% prévu en décembre, sous l'hypothèse d'une exécution supérieure à celle de la programmation budgétaire pluriannuelle.

### Décélération du rythme de progression des activités non agricoles en 2023

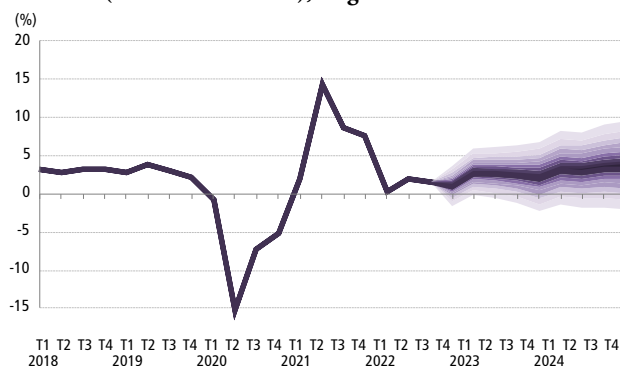
Après le rebond de 7,9% en 2021, la croissance économique aurait décéléré à 1,2% en 2022, en légère révision à la hausse de 0,1 point de pourcentage comparativement à l'exercice de décembre, en lien principalement avec des réalisations plus optimistes que prévu de la rubrique des impôts moins les subventions sur les produits.

A moyen terme, la croissance économique devrait continuer à être rythmée par les conditions climatiques. Elle ressortirait à 2,6% en 2023 puis se consoliderait à 3,5% en 2024. Cette évolution reflèterait une hausse de 1,6% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'une production céréalière estimée par Bank Al-Maghrib à autour de 55 MQx, suivie d'un accroissement de 6,9% en 2024, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne. Pour leur part, les activités non agricoles auraient enregistré un ralentissement de leur rythme de progression à 2,7% en 2023 suivi d'une accélération à 3,2% en 2024. Du côté de la demande, sa composante intérieure devrait connaître une relative consolidation, tandis que la contribution à la croissance des exportations nettes resterait négative, quoiqu'en atténuation, dans un contexte externe défavorable.

**Tableau 7.3 : Croissance économique**

Variation en %	Réalizations				Prévisions			Ecart (mars/déc.)		
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>Croissance nationale</b>	3,1	2,9	-7,2	7,9	1,2	2,6	3,5	0,1	-0,4	0,3
VA agricole	5,6	-5,0	-8,1	17,8	-15,0	1,6	6,9	0,0	-5,4	5,1
VA non agricole	2,8	4,0	-6,9	6,6	3,4	2,7	3,2	0,0	0,3	-0,3

Sources : données du HCP et prévisions BAM.

**Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T4 2022 - T4 2024), en glissement annuel\***

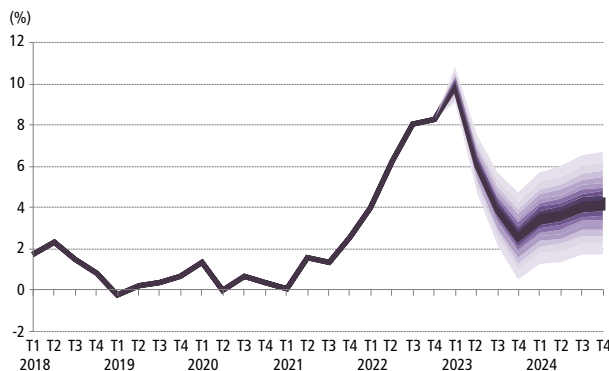
\* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

## L'inflation resterait à des niveaux élevés à moyen terme

En dépit du relatif apaisement de celles d'origine externe, l'internalisation des pressions inflationnistes et la baisse des dépenses de compensation en 2024 continueraient de peser sur l'évolution des prix à la consommation à court terme et maintiendraient l'inflation à un niveau élevé à moyen terme.

Ainsi, après une forte accélération à 6,6% en 2022, l'inflation se situerait à 5,5% en moyenne en 2023, en révision à la hausse de 1,6 point de pourcentage comparativement aux prévisions communiquées en décembre. Elle serait tirée principalement par sa composante sous-jacente qui atteindrait 6,2%, sous l'effet de la flambée des prix de certains produits alimentaires qui y sont inclus, et dans une moindre mesure par le renchérissement important des produits alimentaires à prix volatils. L'effet de ces hausses est supposé se dissiper graduellement au second semestre de l'année en lien avec les mesures prises par le Gouvernement. En 2024, l'inflation devrait s'établir à 3,9%, tirée essentiellement par la hausse des tarifs réglementés, suite à la mise en œuvre de la réforme de compensation, selon les données de la programmation budgétaire pluriannuelle, alors que sa composante sous-jacente reviendrait à 2,3%. Quant aux carburants et lubrifiants, leurs prix devraient connaître une baisse sur l'horizon de prévision, tenant compte de l'évolution des prix du pétrole à l'international et du taux de change ainsi que de la récente baisse observée.

**Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T1 2023 - T4 2024), en glissement annuel\***

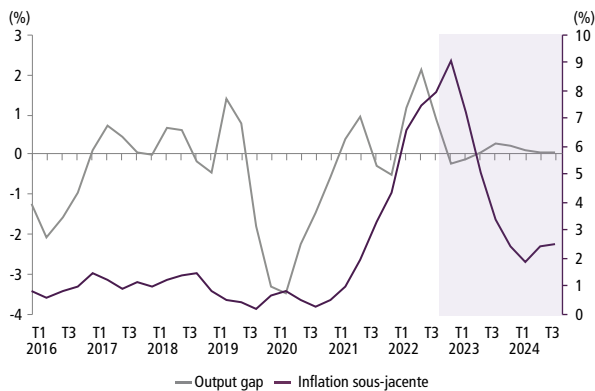


**Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente**

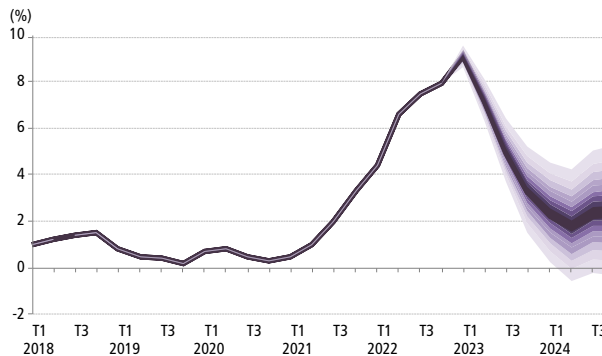
	Réalizations					Prévisions			Ecart (mars/déc.)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Horizon de 8 trimestres (T1 2023-T4 2024)	2023	2024
<b>Inflation</b>	1,6	0,2	0,7	1,4	6,6	5,5	3,9	4,7	1,6	-0,3
Inflation sous-jacente	1,3	0,5	0,5	1,7	6,6	6,2	2,3	4,2	2,0	0,2

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 2023 - T4 2024)\***



\* 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 risques entourant les perspectives demeurent très élevés, et peuvent, en cas de leur matérialisation, affecter la projection centrale, avec une balance orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation. En effet, l'intensification de la guerre en Ukraine et les tensions géopolitiques ainsi que le resserrement des coûts de financement au niveau mondial pourraient maintenir le coût des matières premières à des niveaux élevés.

Au plan national, les risques sont liés principalement aux perturbations d'ordre climatique qui peuvent affecter la production agricole aussi bien céréalière que non céréalière, ainsi qu'à l'affaiblissement de la demande étrangère, en lien avec une dégradation plus importante de l'activité chez les principaux pays partenaires. A moyen terme, les retombées positives des efforts pour dynamiser l'investissement devraient contribuer à l'accélération de la croissance.

Quant à l'inflation, les risques pesant sur ses perspectives sont maintenus à la hausse. En effet, le renchérissement des coûts de l'énergie et la persistance des pressions inflationnistes liées aux facteurs domestiques pourraient entraîner une hausse plus forte que prévu des prix à la consommation. Toutefois, un apaisement plus rapide des pressions inflationnistes d'origine externe pourrait induire à une décélération plus rapide de l'inflation.

## LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

---

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



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

## LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1 : Evolution de quelques indicateurs avancés de l'activité aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	17
Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées .....	17
Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX .....	17
Graphique 1.4 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans .....	18
Graphique 1.5 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	18
Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar .....	18
Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent et du Gaz naturel-Europe.....	19
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie .....	20
Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés.....	20
Graphique 1.10 : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro.....	20
Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile .....	23
Graphique 2.2 : Evolution des recettes voyages.....	24
Graphique 2.3 : Evolution des transferts des MRE .....	25
Graphique 3.1 : Taux interbancaire .....	27
Graphique 3.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire .....	28
Graphique 3.3 : Coût de financement des banques.....	28
Graphique 3.4 : Taux de change du dirham.....	29
Graphique 3.5 : Taux de change effectifs nominal et réel .....	29
Graphique 3.6 : Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire en glissement annuel.....	30
Graphique 3.7 : Crédit bancaire.....	30
Graphique 3.8 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	30
Graphique 3.9 : Offre et demande de crédit.....	31
Graphique 3.10 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme .....	31
Graphique 3.11 : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières .....	32
Graphique 3.12 : Evolution de l'indice MASI .....	32
Graphique 3.13 : Evolution des indices sectoriels au quatrième trimestre 2022 .....	32
Graphique 3.14 : Evolution des levées des bons du Trésor .....	33
Graphique 3.15 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur .....	34
Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances.....	35
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances.....	37
Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires .....	37
Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin février .....	37
Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin février .....	37
Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin février .....	38
Graphique 4.7 : Endettement du Trésor .....	38
Graphique 5.1 : Dépenses de consommation .....	42
Graphique 5.2 : PIB par composante.....	43
Graphique 5.3 : Contributions des branches d'activité à la croissance.....	43
Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé .....	44
Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels .....	44

Graphique 5.6 : Output-gap global .....	44
Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente .....	47
Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation .....	47
Graphique 6.3 : Cours du Brent et indice des prix des carburants et lubrifiants .....	47
Graphique 6.4 : Part des produits non alimentaires dont l'évolution en glissement annuel dépasse 2%, 4% et 6% .....	48
Graphique 6.5 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables en glissement annuel.....	48
Graphique 6.6 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente .....	48
Graphique 6.7 : Pressions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales : Indice GSCPI.....	49
Graphique E.6.1.1 : Contributions à l'inflation .....	49
Graphique 6.8 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation.....	50
Graphique 6.9 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises.....	50
Graphique 6.10 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres .....	50
Graphique 6.11 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier .....	51
Graphique 6.12 : Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle, en glissement annuel.....	51
Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro.....	56
Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis .....	56
Graphique 7.3 : Prix du Brent .....	57
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires .....	57
Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro .....	57
Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis.....	57
Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR.....	58
Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T4 2022 - T4 2024), en glissement annuel.....	61
Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T1 2023 - T4 2024), en glissement annuel.....	62
Graphique 7.10 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap.....	62
Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T1 2023 - T4 2024).....	62

## **LISTE DES TABLEAUX**

Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel .....	16
Tableau 1.2: Evolution du taux de chômage .....	17
Tableau 1.3 : Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés, en glissement annuel.....	21
Tableau 2.1 : Evolution des exportations par secteur .....	23
Tableau 2.2 : Evolution des importations par groupement d'utilisation de produits .....	24
Tableau 2.3 : Evolution de la balance des services.....	24
Tableau 2.4 : Evolution des investissements directs .....	25
Tableau 2.5 : Evolution des principales rubriques de la balance des paiements .....	26
Tableau 3.1 : Taux des bons du Trésor sur le marché primaire .....	28

Tableau 3.2 : Taux créditeurs .....	28
Tableau 3.3 : Taux débiteurs .....	28
Tableau 4.1 : Evolution des recettes ordinaires .....	36
Tableau 4.2 : Evolution et exécution des dépenses publiques .....	36
Tableau 4.3 : Financement du déficit .....	38
Tableau 4.4 : Evolution de l'endettement du Trésor .....	38
Tableau 4.1.1 : Exécutions budgétaires de 2021 et 2022, en milliards de dirhams .....	39
Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail .....	45
Tableau 6.1 : Evolution de l'inflation et de ses composantes .....	46
Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables .....	48
Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements .....	59
Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire .....	60
Tableau 7.3 : Croissance économique .....	61
Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente .....	62

## **LISTE DES ENCADRÉS**

---

Encadré 4.1 : Exécution budgétaire au titre de l'année 2022 .....	39
Encadré 6.1 : Evolution de l'inflation en 2022 .....	49