



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 64 / 2022

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGRIB
DU 27 SEPTEMBRE 2022

Dépôt légal : 2022/0033

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

www.bkam.ma



@BankAlMaghrib

SOMMAIRE

PRÉAMBULE	5
COMMUNIQUÉ DE PRESSE	7
APERÇU GÉNÉRAL	11
1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX	18
1.1 Activité économique et emploi	18
1.2 Conditions monétaires et financières	19
1.3 Prix des matières premières et inflation	21
2. COMPTES EXTÉRIEURS	25
2.1 Balance commerciale	25
2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes	27
2.3 Compte financier	28
3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS	29
3.1 Conditions monétaires	29
3.2 Prix des actifs	33
4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE	26
4.1 Recettes ordinaires	26
4.2 Dépenses	37
4.3 Déficit et financement du Trésor	38
5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL	41
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
6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION	45
6.1 Evolution de l'inflation	45
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation	48
6.3 Anticipations de l'inflation	50
6.4 Prix à la production	51
7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME	52
Synthèse	52
7.1 Hypothèses sous-jacentes	55
7.2 Projections macroéconomiques	58
7.3 Balance des risques	62
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	64
LISTE DES GRAPHIQUES	66
LISTE DES TABLEAUX	67
LISTE DES ENCADRÉS	67



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 27 septembre 2022

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu le mardi 27 septembre sa troisième session de l'année 2022.
2. Lors de cette réunion, il a analysé les développements de la conjoncture internationale et relevé qu'elle reste marquée profondément par les séquelles de la pandémie et les implications de la guerre en Ukraine, à travers notamment la persistance du renchérissement des produits énergétiques et alimentaires, ainsi que des perturbations des chaînes d'approvisionnement. Ces évolutions poussent l'inflation vers des niveaux exceptionnellement élevés, ce qui amène les banques centrales à renforcer le resserrement rapide et largement synchronisé de leurs politiques monétaires, induisant un ralentissement sensible de l'économie mondiale après le rebond qu'elle a connu en 2021.
3. Au niveau national, le Conseil a noté que l'économie continue de pâtir de cet environnement externe défavorable et des répercussions d'une sécheresse particulièrement sévère, avec une nette décélération de la croissance et une forte accélération de l'inflation. Cette dernière continue d'être alimentée par des pressions d'origine externe, mais les dernières données disponibles montrent une large diffusion vers les prix des produits non échangeables. Par rapport à ses prévisions de juin, Bank Al-Maghrif table désormais sur un niveau d'inflation nettement plus élevé en 2022, suivi d'un ralentissement moins marqué en 2023.
4. Pour prévenir tout désancrage des anticipations d'inflation et assurer les conditions d'un retour rapide à des niveaux en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, le Conseil a décidé de relever le taux directeur de 50 points de base à 2% tout en continuant à suivre de près la conjoncture économique, aux niveaux national et international, et en particulier l'évolution des pressions inflationnistes.
5. Les données relatives aux huit premiers mois de l'année indiquent que l'inflation a poursuivi son accélération pour atteindre 8% en août après 7,7% en juillet, 6,3% en moyenne au deuxième trimestre et 4% au premier. Elle est tirée essentiellement par le renchérissement des produits alimentaires et des carburants et lubrifiants. De surcroît, les données disponibles dénotent une diffusion de plus en plus large de la hausse des prix. En effet, sur les 116 sections de biens et services qui composent le panier de référence de l'indice des prix à la consommation, 60,3% ont connu une augmentation de plus de 2% en août contre 42,2% en janvier. Tenant compte de ces évolutions, les projections de Bank Al-Maghrif tablent désormais sur une accélération de l'inflation à 6,3% sur l'ensemble de l'année, contre 1,4% en 2021, avant de revenir à 2,4% en 2023. Portée par la hausse des prix des produits alimentaires qui y sont inclus, sa composante sous-jacente passerait de 1,7% à 6,3% en 2022 puis décélérerait à 2,5% en 2023.
6. Au niveau international, les cours du pétrole se sont inscrits dans une tendance baissière durant les trois derniers mois, mais leurs niveaux restent très élevés. Le prix du Brent ressortirait à 104,1 dollars le baril en

moyenne en 2022, après 70,4 dollars en 2021, avant de reculer à 93,5 dollars en 2023. Quant au prix du charbon, il atteindrait 322,7 dollars la tonne en moyenne en 2022, en accroissement de 170%, et diminuerait à 236,9 dollars en 2023. De même, après s'être établi à 16,1 dollars/mmbtu (million de british thermal units) en 2021, le cours du gaz naturel Europe s'est situé à 39,3 dollars en moyenne sur les huit premiers mois de l'année. Concernant les produits alimentaires, leurs prix resteraient orientés par l'évolution de l'offre mondiale et des coûts des intrants notamment énergétiques. Ils termineraient l'année sur une hausse moyenne de 15,4%, avant de reculer de 8,1% en 2023. S'agissant du phosphate et ses dérivés, leurs cours demeureraient soutenus par la flambée des coûts des intrants et les perturbations des chaînes d'approvisionnement. Ils enregistreraient en 2022 des progressions de 42% pour le phosphate brut à 175 dollars la tonne et de 49,8% pour le DAP à 900 dollars la tonne, avant d'accuser des replis respectifs de 8,6% et 11,1% en 2023.

7. Dans ces conditions, l'inflation au niveau mondial continue d'évoluer à des niveaux très élevés jamais enregistrés depuis des décennies dans plusieurs pays. Aux Etats-Unis, après un pic à 9,1% au cours du mois de juin, elle ressortirait à 8,2% sur l'ensemble de cette année avant de revenir à 4% en 2023. Dans la zone euro, elle s'est située à 9,1% en août et devrait ressortir à 7,7% en moyenne en 2022 puis décélérerait tout au long de 2023 pour avoisiner 3,7% en moyenne. Dans les pays émergents, elle s'établirait en particulier à 7,3% en 2022 et à 6,0% en 2023 en Inde, alors qu'en Chine, elle resterait contenue à 2,5% et 2,7% respectivement.
8. Face à la persistance des niveaux élevés de l'inflation et aux craintes d'un désancrage des anticipations d'inflation, les banques centrales accélèrent et renforcent le resserrement de leurs politiques monétaires malgré les risques de récession dans plusieurs économies notamment avancées. L'enclenchement de spirales inflationnistes auto-entretenues est jugé plus néfaste pour la croissance à long terme qu'un resserrement fort et rapide qui permettrait de juguler les pressions inflationnistes. Ainsi, la FED a décidé, lors de sa réunion des 20 et 21 septembre, de relever une nouvelle fois de trois quarts de point de pourcentage la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [3%-3,25%] et a indiqué que des augmentations continues de la fourchette cible seront appropriées et qu'elle continuera de réduire la taille de son bilan conformément au plan annoncé en mai. De même, la BCE a opéré le 8 septembre une hausse de ses taux directeurs de 75 points de base (pb), tout en maintenant le réinvestissement en totalité des remboursements du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de ses programmes d'achats d'actifs. Elle a également précisé qu'elle prévoit d'autres augmentations lors de ses futures réunions. Outre les banques centrales, les gouvernements de nombreux pays ont mis en place des mesures diverses pour atténuer l'impact de l'inflation sur le pouvoir d'achat des ménages et sur le coût de production des entreprises.
9. Ce durcissement rapide des conditions monétaires et les craintes concernant l'approvisionnement énergétique en Europe induisent un net ralentissement de l'économie mondiale. Ainsi, la croissance devrait décélérer à 1,6% en 2022 puis à 1,1% en 2023 aux Etats-Unis et à 3% puis à 0,7% dans la zone euro. Sur les marchés du travail, les taux de chômage resteraient bas cette année, avant de s'inscrire en hausse à partir de 2023, en particulier au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. Dans les principaux pays émergents, la croissance devrait revenir à 3,4% en Chine en 2022 avant d'augmenter à 6,1% en 2023. En Inde, elle diminuerait à 6,6% puis à 6,5%, alors qu'en Russie, le PIB devrait connaître des contractions de 5,4% en 2022 et de 3,6% en 2023.

10. Au niveau national, la croissance économique marquerait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, un net ralentissement cette année à 0,8%, résultat d'un recul de 14,7% de la valeur ajoutée agricole et d'une décélération à 3,4% du rythme des activités non agricoles. En 2023, elle s'accélérait à 3,6% en lien avec la hausse prévue de 11,9% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne de 75 millions de quintaux. Les activités non agricoles continueraient en revanche de ralentir, leur rythme devant revenir à 2,5%.
11. Sur le plan des comptes extérieurs, la forte dynamique des échanges devrait se poursuivre cette année avec une hausse des exportations de 34%, tirée essentiellement par les ventes du phosphate et dérivés qui atteindraient 144,5 milliards de dirhams et celles du secteur automobile qui se situeraient à près de 100 milliards. En 2023, un recul des exportations de 1,1% serait enregistré, avec la baisse relative des cours du phosphate et dérivés. En parallèle, les importations ressortiraient en progression de 34,5% en 2022, sous l'effet de l'alourdissement de la facture énergétique à 135,1 milliards de dirhams et de l'accroissement des achats des demi-produits à 167 milliards. En 2023, elles diminueraient de 4,6%, en lien principalement avec les replis prévus des cours des produits pétroliers et des approvisionnements en blé. Bénéficiant, pour leur part, de la réouverture des frontières et de la régression notable de la pandémie au niveau mondial, les recettes voyages connaîtraient une nette amélioration à 79,8 milliards de dirhams cette année et se stabiliseraient à ce niveau en 2023. Tenant compte des performances enregistrées depuis le début de l'année, les transferts des MRE devraient continuer de progresser pour totaliser près de 100 milliards de dirhams sur l'ensemble de l'année avant de revenir à 92,4 milliards en 2023. Dans ces conditions, le déficit du compte courant se situerait à l'équivalent de 3,2% du PIB en 2022 avant de s'alléger à 1,9% en 2023. Concernant les IDE, les recettes avoisineraient l'équivalent de 3,2% du PIB annuellement sur les deux prochaines années. Au total, et sous l'hypothèse notamment de la concrétisation des financements extérieurs prévisionnels du Trésor, les avoirs officiels de réserves s'établiraient à 343,7 milliards de dirhams à fin 2022 et à 360,7 milliards à fin 2023, assurant ainsi une couverture autour de 6 mois d'importations de biens et services.
12. Pour ce qui est des conditions monétaires, la forte appréciation du dollar vis-à-vis de l'euro, induite notamment par la divergence des rythmes de resserrement des politiques monétaires de la FED et de la BCE, se reflète sur le taux de change effectif nominal du dirham. Après une hausse de 2,1% en 2021, ce dernier devrait enregistrer une légère baisse sur l'ensemble de l'année avant de s'apprécier de 1,7% en 2023. Tenant compte des niveaux d'inflation domestique inférieurs à ceux des pays partenaires et concurrents, ce taux ressortirait en dépréciation en termes réels de 1,8% en 2022 avant de s'apprécier de 0,4% en 2023. Sur le même registre, les évaluations trimestrielles réalisées par Bank Al-Maghrib continuent de montrer l'absence de signes de désalignement du dirham par rapport aux fondamentaux de l'économie nationale. Quant aux taux débiteurs, ils ont connu une quasi-stabilité au deuxième trimestre de 2022 recouvrant notamment un recul de 18 points de base pour les crédits à la consommation ainsi que des hausses de 29 pb pour ceux à l'équipement et de 30 pb pour les prêts immobiliers destinés aux entreprises. S'agissant du besoin de liquidité des banques, il se creuserait à 85,1 milliards de dirhams à fin 2022 et à 89,6 milliards à fin 2023. Concernant le crédit bancaire au secteur non financier, il devrait augmenter de 4% en 2022 et de 3,6% en 2023.

13. Au niveau des finances publiques, l'exécution budgétaire au titre des huit premiers mois de l'année fait ressortir une amélioration de 24,5% des recettes ordinaires portée principalement par l'augmentation des rentrées fiscales. En parallèle, les dépenses globales se sont alourdies de 13,1% reflétant en particulier la hausse de la charge de compensation. Tenant compte notamment de la progression attendue des recettes fiscales, de la mobilisation des ressources au titre des financements spécifiques ainsi que de l'évolution prévue de la charge de compensation, le déficit budgétaire devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, passer de 5,9% du PIB en 2021 à 5,5% en 2022 avant de s'atténuer à 5,0% en 2023.

APERÇU GÉNÉRAL

Dans un contexte international marqué par l'enlèvement du conflit en Ukraine, la persistance à un niveau élevé de l'inflation, le durcissement rapide des conditions financières et les craintes sur l'approvisionnement énergétique notamment en Europe, les perspectives de l'économie mondiale restent entourées de fortes incertitudes avec un risque de récession dans plusieurs économies avancées.

Les prémices du ralentissement sont d'ores et déjà visibles dans les dernières données disponibles des comptes nationaux des principales économies avancées relatives au deuxième trimestre 2022. En effet, le PIB a enregistré une progression aux Etats-Unis de 1,7% après 3,5% un trimestre auparavant. De même, la zone euro a vu son rythme d'activité décélérer de 5,4% à 4,1%, reflétant notamment des diminutions de 3,5% à 1,7% en Allemagne, de 4,7% à 4,2% en France et de 6,3% à 4,7% en Italie, alors qu'en Espagne, la croissance s'est stabilisée à 6,3%. Au Royaume-Uni, elle a ralenti de 8,7% à 2,9% tandis qu'elle est passée au Japon de 0,9% à 1,4%.

Au niveau des principales économies émergentes, la croissance a nettement décéléré en Chine, revenant de 4,8% à 0,4% pâtissant de sa politique zéro Covid et des difficultés du secteur immobilier. En revanche, reflétant un effet de base, elle s'est accélérée de 3,9% à 12,8% en Inde. Concernant la Russie, les dernières données relatives au premier trimestre indiquent un ralentissement à 3,5% contre 5% un trimestre auparavant.

Sur les marchés du travail, la situation reste paradoxalement favorable dans la plupart des pays avancés. En effet, le taux de chômage a poursuivi sa baisse dans la zone euro revenant à 6,6% en juillet, après 6,7% en juin, alors qu'il a légèrement augmenté aux Etats-Unis passant de 3,5% à 3,7% entre les mois de juillet et d'août avec des créations d'emplois en recul de 526 mille à 315 mille postes.

Au niveau des marchés financiers, les bourses des principales économies avancées ont clôturé le mois d'août en baisse, affectées par les craintes sur l'approvisionnement énergétique en Europe, une inflation très élevée et le resserrement rapide des politiques monétaires. Ainsi, les principaux indices ont affiché des replis mensuels atteignant 3,9% pour le Dow-Jones, 5,1% pour l'Eurostoxx et 1,7% pour le FTSE 100. Concernant les pays émergents, l'indice MSCI EM a connu une quasi-stabilité recouvrant des hausses de 0,8% pour la Chine, de 2,4% pour l'Inde et de 2,9% pour le Brésil et des baisses de 15,3% pour la Pologne, de 6,5% pour la Colombie et de 5,4% pour l'Afrique du Sud. Quant aux rendements souverains, la tendance haussière se poursuit depuis le début de l'année, les rendements des bons du Trésor à 10 ans étant passés de 1,6% en janvier à 3,1% en août pour les Etats-Unis, de -0,1% à 1,5% pour l'Allemagne, de 0,2% à 1,9% pour la France, de 0,6% à 2,6% pour l'Espagne et de 1,2% à 3,8% pour l'Italie.

Sur les marchés des matières premières, tout en restant à des niveaux très élevés, le cours du pétrole a poursuivi sa baisse amorcée depuis juin 2022 dans un contexte marqué par les inquiétudes concernant le ralentissement de l'économie mondiale. Le cours du Brent, en particulier, a reculé, d'un mois à l'autre, de 9,5% s'établissant à 98,6 dollars le baril en moyenne en août, mais demeure en accroissement de 40,8% en glissement annuel. Les cours des produits hors énergie ont connu une hausse mensuelle de 3,2% en août, recouvrant une augmentation de 7,9% pour les produits agricoles et une diminution de 12,8% pour les métaux et minerais. Pour ce qui est du

phosphate et dérivés, les prix du DAP et du TSP ont accusé des reculs entre juillet et août à 749,4 \$/t et 703,8 \$/t en moyenne respectivement, alors que celui du phosphate brut a stagné à 320 \$/t. En glissement annuel, les prix restent en forte hausse avec des accroissements de 133,8% pour le phosphate brut, de 24,2% pour le DAP et de 26,8% pour le TSP.

Ces évolutions continuent d'exercer une forte pression sur les prix à la consommation qui atteignent dans de nombreux pays des niveaux jamais enregistrés depuis des décennies. L'inflation est ressortie au mois d'août à 9,1% dans la zone euro et à 8,3% aux Etats-Unis alors qu'au niveau des principaux pays émergents, elle s'est établie à 15,1% en Russie, à 8,7% au Brésil et à 7% en Inde et est restée modérée à 2,5% en Chine.

Dans ce contexte, les banques centrales accélèrent le resserrement de leurs politiques monétaires avec des hausses rapides et importantes des taux ainsi que des révisions à la baisse du volume de leurs programmes non conventionnels. Outre, la persistance des niveaux élevés de l'inflation, la principale crainte exprimée par les autorités monétaires réside dans le désencrage des anticipations d'inflation avec la diffusion de plus en plus large de la hausse, la forte progression des salaires et l'enclenchement de spirales inflationnistes autoentretenues. Pour justifier l'accélération du resserrement dans un contexte marqué par des risques de récession, les banques centrales mettent en exergue le coût largement plus élevé d'une inflation persistante par rapport à celui d'un resserrement rapide des conditions monétaires qui permettrait de juguler les pressions inflationnistes. Ainsi, la FED a décidé, lors de sa réunion des 20 et 21 septembre, de relever de trois quarts de points de pourcentage la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [3%-3,25%] et a indiqué que des augmentations continues de cette fourchette cibles seront appropriées. En parallèle, elle continuera de réduire la taille de son bilan conformément au plan annoncé en mai. De même, la Banque d'Angleterre a décidé, le 22 septembre, de relever son taux directeur de 50 pb à 2,25% et a précisé qu'elle envisage de diminuer le stock d'obligations d'Etat de 80 milliards de livres sterling au cours des douze prochains mois. Quant à la BCE, elle a opéré le 8 septembre une hausse de ses taux directeurs de 75 points de base et annoncé prévoir de continuer à les relever. Concernant l'APP, elle a indiqué poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de ce programme pendant une période prolongée après la date à laquelle elle a commencé à relever ses taux et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire, pour maintenir les conditions d'une liquidité abondante et une orientation appropriée de la politique monétaire. Pour son programme d'achats d'urgence face à la pandémie, elle entend réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de ce programme au moins jusqu'à la fin de 2024. Outre les banques centrales, les gouvernements de nombreux pays ont mis en place des mesures budgétaires diverses pour atténuer l'impact de l'inflation sur le pouvoir d'achat des ménages et sur le coût de production des entreprises.

Dans ces conditions, le dollar américain a continué de se renforcer, avec des appréciations depuis le début de l'année atteignant en août 11% face à l'euro et 20,2% vis-à-vis du yen japonais. S'agissant des monnaies des principales économies émergentes, elles ont enregistré en août des évolutions disparates face au dollar, avec des dépréciations de 1,8% pour le renminbi chinois et de 0,7% pour la roupie indienne, une quasi-stagnation pour le real brésilien et une appréciation de 4,1% pour le rouble russe. En ce qui concerne le crédit bancaire, il a continué à progresser à des rythmes rapides en juillet avec des hausses de 6,2% dans la zone euro et de 9,8% aux Etats-Unis.

Au niveau national, les dernières données des comptes nationaux relatives au premier trimestre font ressortir une décélération, en glissement annuel, de la croissance à 0,3%, après 2% au même trimestre de 2021. Cette évolution reflète une contraction de 14,3%, contre un rebond de 19,4%, de la valeur ajoutée agricole et une hausse de 2,5%, au lieu d'une quasi-stagnation, de celle non agricole. Du côté de la demande, la contribution de sa composante intérieure à la croissance a fortement baissé de 6,8 points à 0,8 point, tandis que celle des échanges extérieurs de biens et services s'est atténuée de -4,8 points de pourcentage à -0,5 point.

Sur le marché du travail, la situation a connu une relative amélioration entre le deuxième trimestre 2021 et la même période de 2022 avec une création de 133 mille emplois, après celle de 405 mille un an auparavant. Cette évolution recouvre une perte de 210 mille postes dans l'agriculture et une création de 343 mille dans les activités non agricoles dont plus des deux tiers dans les services. Tenant compte d'une sortie nette de 86 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a reculé de 0,9 point à 45,2% et le taux de chômage est revenu de 12,8% à 11,2% globalement, de 18,2% à 15,5% dans les villes et de 4,8% à 4,2% dans les campagnes.

Sur le plan des échanges extérieurs, les données à fin juillet 2022 font ressortir une dynamique notable avec des accroissements de 40,7% des exportations et de 45,9% des importations. Le déficit commercial s'est creusé de 64 milliards de dirhams et le taux de couverture est revenu de 59,4% à 57,3%. L'amélioration des exportations a concerné l'ensemble des secteurs avec en particulier des progressions des ventes du phosphate et dérivés de 81,1% à 68,8 milliards et de l'automobile de 31,6% à 59,7 milliards suite principalement aux performances enregistrées par le segment de la construction. Pour ce qui est des importations, leur augmentation reflète l'alourdissement de la facture énergétique à 88,1 milliards, contre 38,8 milliards un an auparavant, ainsi que les hausses des achats des demi-produits de 55,6% à 100,2 milliards et des biens d'équipement de 18% à 82,1 milliards. S'agissant des recettes voyages, et sous l'effet de la réouverture des frontières depuis février 2022 et du recul de la pandémie au niveau mondial, elles ont connu un accroissement à 36,7 milliards après 13,1 milliards durant la même période de 2021 et 41,5 milliards en 2019. En parallèle, les transferts des MRE sont ressortis en amélioration de 7,4% à 58,2 milliards de dirhams par rapport à la même période de 2021. Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux net des IDE a augmenté de 80,3% pour s'établir à 17,6 milliards, reflétant une hausse de 40,3% des recettes et de 72,6% des investissements directs des marocains à l'étranger à 3,3 milliards.

Dans ces conditions, l'encours des avoirs officiels de réserves de Bank Al-Maghrib s'est établi à 330,1 milliards de dirhams à fin juillet 2022, représentant ainsi l'équivalent de 5 mois et 19 jours d'importations de biens et services.

Concernant les conditions monétaires, les données relatives au deuxième trimestre 2022 font ressortir une accentuation du besoin de liquidité des banques à 77,5 milliards, en raison notamment de la hausse de la monnaie fiduciaire. Bank Al-Maghrib a ainsi porté le montant de ses injections à 88,8 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire. Les conditions monétaires ont été également caractérisées par une nouvelle dépréciation du taux de change effectif réel et une quasi-stabilité d'un trimestre à l'autre des taux débiteurs à 4,29%. Par ailleurs, le crédit bancaire au secteur non financier a enregistré une hausse de 3,6% en moyenne, après celle de 3,1% au premier trimestre, avec une accélération de la croissance des prêts accordés aux entreprises privées et une accentuation de la baisse de ceux octroyés aux entreprises publiques.

S'agissant des finances publiques, l'exécution budgétaire au titre des huit premiers mois de l'année fait ressortir un déficit de 30,4 milliards de dirhams, en allègement de 18,3 milliards par rapport à fin août 2021, reflétant en partie la hausse de 6,3 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor à 16 milliards. Les dépenses ordinaires se sont alourdies de 13,4% à 215 milliards, traduisant essentiellement des accroissements de 125,2% de la charge de compensation et de 3,8% des dépenses de biens et services. En regard, les recettes ordinaires se sont améliorées de 24,5%, résultant des progressions de 19,6% des rentrées fiscales et de 92,7% de celles non fiscales. Le solde ordinaire est ressorti ainsi excédentaire à 779 millions, au lieu d'un solde négatif de 16,2 milliards à fin août 2021. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont augmenté de 11,6% à 47,2 milliards, portant ainsi celles globales à 262,2 milliards, en alourdissement de 13,1%. Dans ces conditions, l'encours de la dette publique directe se serait accru de 2,4% par rapport à son niveau à fin décembre 2021. Pour ce qui est des conditions de financement du Trésor, les taux moyens pondérés ressortent en hausse à fin août 2022 comparativement à la même période en 2021.

Au niveau des marchés des actifs, les prix des biens immobiliers sont ressortis au deuxième trimestre 2022 en légère progression de 0,2% en glissement trimestriel, avec des accroissements de 1,1% pour les biens à usage professionnel, de 0,3% pour le résidentiel et de 0,1% pour les terrains. En parallèle, le nombre de transactions s'est accru de 4,6% globalement, recouvrant une augmentation de 8,1% pour le résidentiel et des diminutions de 3,7% pour les terrains et de 1,9% pour les actifs à usage professionnel. Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI s'est déprécié de 6,3%, reflétant notamment les baisses des indices sectoriels des « bâtiments et matériaux de construction » de 9,4%, des télécommunications de 8% et des banques de 6,2%. A l'inverse, ceux des « loisirs et hôtels », des mines et de l'électricité ont augmenté respectivement de 14,7%, de 6,7% et de 0,9%. Quant au volume des échanges, il s'est établi à 10,3 milliards de dirhams contre 10,6 milliards un trimestre auparavant et la capitalisation boursière a accusé une diminution trimestrielle de 6,6% à 623,9 milliards de dirhams.

Dans ce contexte, l'inflation a poursuivi son accélération pour atteindre 8% en août, soit le niveau le plus élevé depuis mars 1992. Cette évolution reflète en majeure partie la hausse sensible des prix des produits alimentaires à prix volatils qui ont augmenté de 13,1% en moyenne en juillet et août au lieu de 6,4% au deuxième trimestre 2022. L'accélération de l'inflation est liée également à celle de sa composante sous-jacente à 7,6%, au lieu de 6,6%, traduisant essentiellement l'accroissement de 11,5%, contre 9,7%, des prix des biens échangeables. De surcroît, les prix des carburants et lubrifiants ont progressé de 55,4% en moyenne en juillet et août après 53,1% un trimestre auparavant. Quant aux tarifs réglementés, ils ressortent en recul de 0,3% en moyenne en juillet et août au lieu de celui de 0,1% le trimestre précédent. L'analyse de l'évolution de l'inflation depuis la dernière réunion du Conseil en juin montre une diffusion plus large de la hausse des prix à des produits autres que ceux alimentaires et énergétiques. Sur les 116 sections de produits composant l'IPC, la part de celles ayant vu leur prix progresser de plus de 2% est passée de 42,2% en janvier dernier à 60,3% en août.

En termes de perspectives, la conjoncture internationale serait marquée à moyen terme par un net ralentissement de l'activité économique impactée par le resserrement rapide des conditions monétaires et les conséquences du conflit en Ukraine dont notamment la crise énergétique en Europe. La croissance de l'économie mondiale devrait ainsi passer de 6,1% en 2021 à 2,8% en 2022 et à 2,6% en 2023. Aux Etats-Unis, après un taux de 5,7%, elle décélérerait à 1,6% en 2022 puis à 1,1% en 2023. Dans la zone euro, le rythme de l'activité baisserait de 3%

en 2022 à 0,7% en 2023. Au Royaume-Uni, l'économie ralentirait à 3,5% en 2022 puis se limiterait à 0,3% en 2023, pâtissant de nombreux problèmes structurels découlant du Brexit et de la hausse du coût de l'énergie. Sur les marchés du travail, le taux de chômage devrait rester bas en 2022, avant de s'inscrire en hausse à partir de 2023, particulièrement au Royaume-Uni et aux Etats-Unis.

Au niveau des principaux pays émergents, la croissance économique ralentirait à 3,4% en Chine en 2022, après 8,5% en 2021, en raison de la politique zéro Covid adoptée par les autorités et des difficultés du secteur immobilier, mais devrait par la suite s'accélérer à 6,1%. En Inde, elle diminuerait à 6,6% en 2022 puis à 6,5% en 2023, après 8,3% en 2021, pâtissant de l'affaiblissement de la demande extérieure et d'une normalisation plus rapide de la politique monétaire. En Russie, les perspectives économiques font ressortir une contraction du PIB de 5,4% en 2022 et de 3,6% en 2023, impactée par le conflit avec l'Ukraine et les sanctions internationales.

Sur les marchés des matières premières, les prix des produits énergétiques continueraient d'évoluer à des niveaux élevés. Le prix du Brent ressortirait à 104,1 dollars le baril en moyenne en 2022, après 70,4 dollars en 2021, avant de reculer à 93,5 dollars en 2023. Quant au prix du charbon, il resterait à des niveaux très élevés, ressortant à 322,7 dollars la tonne en moyenne en 2022, après 119,5 dollars en 2021, avant de diminuer à 236,9 dollars en 2023. S'agissant des prix des produits alimentaires, en raison de la persistance de la pression sur l'offre mondiale et de la hausse des coûts des intrants notamment énergétiques, l'indice FAO augmenterait en moyenne de 15,4% en 2022, avant de diminuer de 8,1% en 2023. Pour le phosphate et dérivés, les prix continuent d'évoluer à des niveaux élevés en raison de la hausse des coûts des intrants et des perturbations des chaînes d'approvisionnement dues aux sanctions contre la Russie. Selon les projections d'avril de la Banque mondiale, le cours du phosphate brut devrait passer de 123 dollars la tonne en 2021 à 175 dollars en 2022, avant de revenir à 160 dollars en 2023. Les prix des dérivés devraient, pour leur part, ressortir en moyenne en 2022 à 900 dollars la tonne pour le DAP et à 750 dollars pour le TSP, avant de reculer en 2023 à 800 et 650 dollars respectivement.

Dans ces conditions, l'inflation devrait demeurer à des niveaux élevés aussi bien dans les pays avancés qu'émergents. Elle atteindrait 8,2% sur l'ensemble de cette année aux Etats-Unis avant de revenir à 4% en 2023 et dans la zone euro, elle s'établirait à 7,7% en 2022 et décélérerait tout au long de 2023 à mesure que les chocs d'offre se dissipent pour se situer à 3,7% en moyenne. Dans les pays émergents, à l'exception de la Chine avec un niveau prévu à 2,5% en 2022 et à 2,7% en 2023, elle atteindrait 7,3% en 2022 et 6,0% en 2023 en Inde et s'établirait à 9,7% puis à 5% au Brésil.

Au niveau national, la dynamique des échanges extérieurs de biens devrait se poursuivre avec une amélioration prévue de 34% des exportations en 2022, tirée essentiellement par les hausses de 80% des ventes du phosphate et dérivés et de 19,3% de celles du secteur automobile. En parallèle, les importations augmenteraient de 34,5%, sous l'effet principalement d'un alourdissement de la facture énergétique de 78,3% et d'un accroissement des achats des demi-produits de 44,6%. S'agissant des recettes voyages, bénéficiant de la réouverture des frontières en février 2022 et du recul notable de la pandémie, elles connaîtraient une nette amélioration à 79,8 milliards de dirhams, un niveau supérieur à celui atteint en 2019. Tenant compte des données à fin juillet, les transferts des MRE devraient, pour leur part, terminer l'année en hausse de 5,6% à près de 100 milliards. Dans ces conditions, le déficit du compte courant s'établirait durant l'année à 3,2% du PIB, après un léger creusement à 2,3% du PIB en 2021.

En 2023, les exportations reculeraient de 1,1%, avec la baisse des ventes du phosphate et dérivés de 12,8% à 126 milliards. Les ventes du secteur automobile devraient, à l'inverse, connaître une amélioration de 11,4% à 111 milliards en lien avec l'augmentation des capacités de production. En parallèle, les importations diminueraient de 4,6%, sous l'effet principalement d'un allègement de la facture énergétique à 113,4 milliards et d'une baisse des approvisionnements en blé à 14,5 milliards. Entourées de grandes incertitudes notamment quant à l'évolution de l'activité dans la zone euro en 2023, les projections de BAM tablent sur une quasi-stagnation des recettes voyages à 79,3 milliards, alors que les transferts des MRE reculeraient de 6,6% à 92,4 milliards. Quant aux recettes des IDE, elles devraient se maintenir autour de 3,2% du PIB sur l'horizon de prévision. Dans ces conditions, le déficit du compte courant reculerait à l'équivalent de 1,9% du PIB.

Au total, sous les hypothèses d'entrées de dons de 2,2 milliards en 2022 et de 1,5 milliard en 2023 et de la concrétisation des financements extérieurs prévus par le Trésor, les avoirs officiels de réserves se situeraient à 343,7 milliards à fin 2022 et à 360,7 milliards à fin 2023, soit l'équivalent de 5 mois et 25 jours et 6 mois et 4 jours d'importations de biens et services respectivement.

Sur le plan des conditions monétaires, le crédit au secteur non financier évoluerait à un rythme autour de 4% en 2022 et de 3,6% en 2023. Pour sa part, et sous l'effet principalement d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents, le taux de change effectif réel devrait se déprécier en 2022 avant une légère appréciation en 2023, en lien avec celle en termes nominaux atténuée par un niveau d'inflation domestique toujours inférieur à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux.

Au niveau des finances publiques, l'atténuation du déficit budgétaire devrait se poursuivre tenant compte de la progression attendue des rentrées fiscales. En effet, après s'être établi à 5,9% du PIB en 2021, il se situerait à 5,5% du PIB en 2022, en révision à la baisse de 0,8 point de pourcentage par rapport aux prévisions de juin, incorporant les réalisations budgétaires à fin août 2022, la programmation budgétaire triennale et les nouvelles projections économiques de BAM. En 2023, ce déficit devrait s'établir à 5 % du PIB, sous l'effet principalement de la poursuite de l'amélioration des rentrées fiscales et de l'allègement de la charge de compensation.

Après un rebond à 7,9% en 2021, l'économie nationale connaîtrait un net ralentissement avec une croissance à 0,8% en 2022, résultat d'un recul de 14,7% de la valeur ajoutée agricole et d'une amélioration de 3,4% de celle non agricole. En 2023, elle s'accélélerait à 3,6% en lien essentiellement avec la hausse prévue de 11,9% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne de 75 MQx. Les activités non agricoles connaîtraient pour leur part un ralentissement de leur rythme d'accroissement à 2,5%. Du côté de la demande, l'évolution de la croissance économique en 2022 devrait recouvrir une contribution positive de sa composante intérieure, alors que la contribution des exportations nettes ressortirait négative.

Dans ces conditions, l'inflation atteindrait 6,3% en moyenne en 2022, après 1,4% en 2021, portée par le niveau élevé de sa composante sous-jacente ainsi que par le renchérissement des carburants et lubrifiants et des produits alimentaires à prix volatils. En 2023, elle reviendrait à 2,4% en moyenne traduisant une atténuation à 10,6% du rythme de l'accroissement des prix des carburants et lubrifiants et une décélération graduelle de l'inflation sous-jacente qui s'établirait à 2,5% en moyenne.



L'exercice de projection actuel intervient dans un contexte macroéconomique mondial entouré de fortes incertitudes, induites principalement par les implications du conflit en Ukraine. En particulier, plusieurs économies avancées risquent d'entrer en récession et d'accentuer le ralentissement de l'économie mondiale. En outre, le changement rapide de l'orientation des politiques monétaires notamment dans les pays avancés et le durcissement des conditions financières pèsent sur la croissance et sur la stabilité financière dans les économies émergentes. Par ailleurs, l'apparition d'un nouveau variant de la Covid-19 demeure toujours un facteur de risque avec l'arrivée de l'automne. La matérialisation de ces risques peut significativement affecter le scénario central des projections macroéconomiques, avec une balance orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation.

Au Maroc, un affaiblissement plus important de la demande étrangère en lien avec une dégradation des perspectives des principaux partenaires économiques diminuerait davantage la reprise des activités non agricoles. Au niveau agricole, le spectre du stress hydrique et les perturbations d'ordre climatique menacent les perspectives de la production agricole. Quant à l'inflation, les risques à la hausse dominent, en lien avec un renchérissement plus important que prévu des matières premières énergétiques conjugué à une poursuite du renforcement du dollar et/ou d'un élargissement de la diffusion des pressions inflationnistes vers les produits qui ne sont pas directement impactés par les facteurs externes.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

La conjoncture internationale reste marquée par le conflit en Ukraine, la persistance à un niveau élevé des prix des matières, le durcissement rapide des conditions financières et les craintes sur l’approvisionnement énergétique en Europe. Les dernières données disponibles des comptes nationaux des principales économies avancées font ressortir un ralentissement de la croissance au cours du deuxième trimestre, alors que pour les principaux pays émergents, hormis le cas notable de la Chine qui connaît une nette décélération, les performances restent contrastées. Parallèlement, la situation sur les marchés du travail des principaux pays avancés reste encore favorable. En revanche, les conditions sur les marchés financiers ont globalement été impactées par la détérioration des perspectives économiques mondiales, une inflation toujours élevée et le resserrement rapide des politiques monétaires. Dans ce contexte, les pressions inflationnistes persistent dans les pays avancés mais des signes d’atténuation commencent à apparaître dans plusieurs économies.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Les données du deuxième trimestre 2022 font ressortir une croissance en net ralentissement aux Etats-Unis à 1,7% en glissement annuel après 3,5% un trimestre auparavant. De même, la zone euro a vu son rythme d’activité décélérer de 5,4% à 4,1%, reflétant notamment des baisses de 3,5% à 1,7% en Allemagne, de 4,7% à 4,2% en France et de 6,3% à 4,7% en Italie, alors qu’en Espagne la croissance est restée stable à 6,3%. Pour ce qui est des autres principales économies avancées, la hausse du PIB a décéléré au Royaume-Uni s’établissant à 2,9% au deuxième trimestre après 8,7% un trimestre auparavant et s’est accélérée au Japon de 0,9% à 1,4%.

Dans les principales économies émergentes, la croissance a fortement ralenti au deuxième trimestre en Chine de 4,8% à 0,4%, et a également chuté de 3,5% à -4,1% en Russie. En revanche, elle a rebondi de 3,9% à 12,8% en Inde en lien essentiellement avec le dynamisme des secteurs manufacturier et des services, de 1,7% à 3,2% au Brésil et, dans une moindre mesure, de 7,5% à 7,6% en Turquie.

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

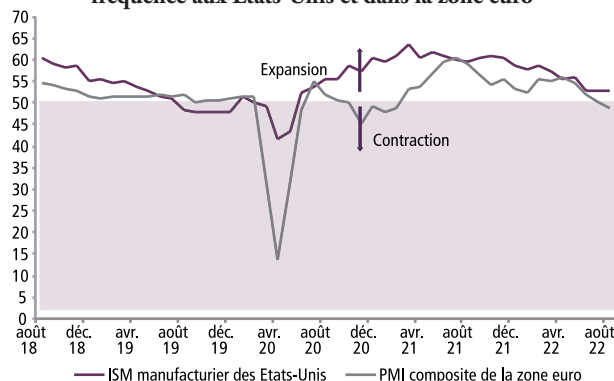
	2020			2021			2022		
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Pays avancés									
Etats-Unis	-9,1	-2,9	-2,3	0,5	12,2	4,9	5,5	3,5	1,7
Zone euro	-14,7	-4,0	-4,3	-0,9	14,6	3,7	4,6	5,4	4,1
France	-18,6	-3,6	-4,2	1,5	18,7	3,6	5,0	4,7	4,2
Allemagne	-10,4	-2,5	-2,1	-2,2	10,2	1,8	1,2	3,5	1,7
Italie	-18,5	-5,4	-6,1	0,0	17,5	4,0	6,4	6,3	4,7
Espagne	-21,5	-8,7	-8,8	-4,1	17,8	3,5	5,5	6,3	6,3
Royaume-Uni	-21,1	-7,7	-6,3	-5,0	24,5	6,9	6,6	8,7	2,9
Japon	-10,2	-5,3	-0,9	-1,7	7,3	1,2	0,5	0,9	1,4
Pays émergents									
Chine	3,1	4,8	6,4	18,3	7,9	4,9	4,0	4,8	0,4
Inde	-21,4	-5,9	2,1	5,7	18,2	8,3	4,7	3,9	12,8
Brésil	-10,7	-3,7	-0,9	1,3	12,3	4,0	1,7	1,7	3,2
Turquie	-10,3	6,5	6,4	7,5	22,2	7,9	9,6	7,5	7,6
Russie	-7,4	-3,3	-1,3	-0,3	10,5	4,0	5,0	3,5	-4,1

Source : Thomson Reuters.

S’agissant des indicateurs avancés, l’indice PMI composite de la zone euro s’est inscrit en août pour le deuxième mois consécutif, sous le seuil de 50 points, soit à 48,9 points après s’être établi à 49,9 points en juillet. Cette évolution reflète une diminution des niveaux d’activité tant dans le secteur manufacturier

que dans celui des services. Aux Etats-Unis, l'ISM manufacturier est resté en août inchangé, par rapport au mois précédent, s'établissant à 52,8 points.

Graphique 1.1 : Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro



Source : Thomson Reuters.

1.1.2 Marché de l'emploi

Les conditions sur les marchés de l'emploi restent favorables aux Etats-Unis, avec toutefois une légère hausse du chômage de 3,5% en juillet à 3,7% en août et une baisse des créations d'emplois de 526 mille postes à 315 mille postes.

Dans la zone euro, le taux de chômage a enregistré une légère régression, d'un mois à l'autre, à 6,6% en juillet après 6,7% un mois auparavant. Il a diminué de 7,6% à 7,5% en France, de 8% à 7,9% en Italie, et a stagné à 2,9% en Allemagne et à 12,6% en Espagne.

Au Royaume-Uni, selon les derniers chiffres relatifs au mois de juin, ce taux est demeuré stable d'un mois à l'autre à 3,8%.

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

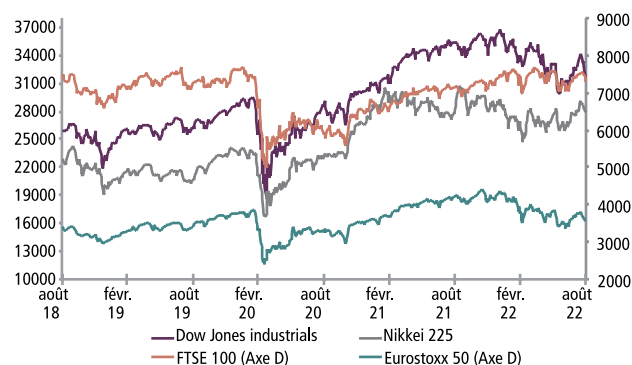
(en%)	2020	2021	2021		2022
			juin	Juillet	Août
Etats-Unis	8,1	5,4	3,6	3,5	3,7
Zone euro	8,0	7,7	6,7	6,6	N.D
France	8,0	7,9	7,6	7,5	N.D
Allemagne	3,7	3,5	2,9	2,9	N.D
Italie	9,3	9,5	8	7,9	N.D
Espagne	15,5	14,8	12,6	12,6	N.D
Royaume-Uni	4,5	4,5	3,8	N.D	N.D

Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

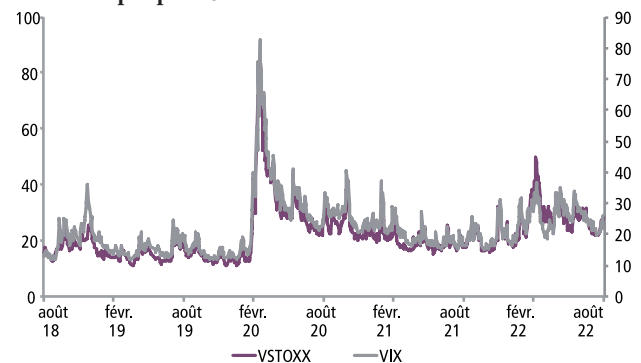
Les marchés boursiers des principales économies avancées ont clôturé le mois d'août en baisse, affectées par les craintes sur l'approvisionnement énergétique en Europe, une inflation très élevée et des anticipations d'un resserrement plus rapide des politiques monétaires. Par conséquent, le Dow Jones Industrials a enregistré un recul mensuel de 3,93%, l'Eurostoxx 50 de 5,11% et le FTSE 100 de 1,74%. Pour sa part, la volatilité a augmenté aussi bien sur les places américaines qu'européennes, le VIX s'établissant à 25,87 et le VSTOXX à 27,95. Au niveau des pays émergents et en voie de développement, le MSCI EM a connu une quasi-stabilité sur le mois d'août, recouvrant des baisses de 15,3% pour la Pologne, de 6,5% pour la Colombie, et de 5,4% pour l'Afrique du Sud, et des accroissements de 0,8% pour la Chine, de 2,4% pour l'Inde et de 2,9% pour le Brésil.

Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Thomson Reuters.

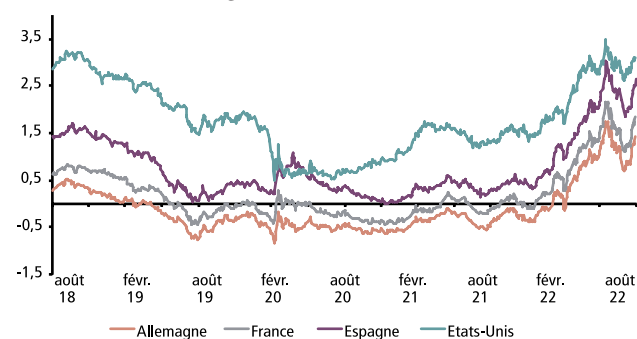
Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Source : Thomson Reuters.

Au niveau des marchés obligataires, les rendements souverains à 10 ans des principales économies avancées se sont accrus en août. Ainsi, le taux des bons à 10 ans a enregistré une hausse mensuelle de 53 points de base (pb) à 3,1% pour les Etats-Unis, de 78 pb à 1,5% pour l'Allemagne, de 77 pb à 1,9% pour la France, de 71 pb à 2,6% pour l'Espagne et de 90 pb à 3,8% pour l'Italie. S'agissant des économies émergentes, ce taux a affiché des baisses de 9 pb à 2,6% pour la Chine, de 71 pb à 12,2% pour le Brésil et de 5 pb à 7,2% pour l'Inde.

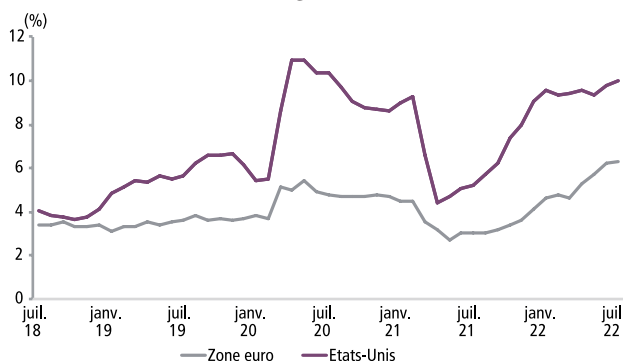
Graphique 1.4 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans



Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois ainsi que le Libor de même maturité ont augmenté entre juillet et août de 36 pb à 0,4% et de 34 pb à 2,95% respectivement. Concernant le crédit bancaire, son rythme s'est accéléré en juillet à 10% aux Etats-Unis et à 6,3% dans la zone-euro contre 9,8% et 6,2% en juin respectivement.

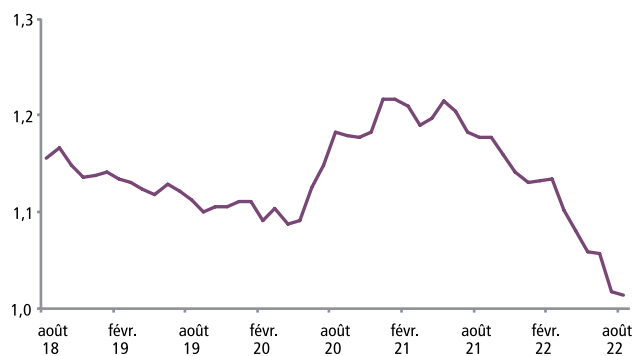
Graphique 1.5 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)



Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés de change, l'euro s'est renforcé en août de 3,3% face à la livre sterling et de 2,9% vis-à-vis du yen japonais, et a continué de s'affaiblir face au dollar en raison de l'impact des problèmes d'approvisionnement en énergie en Europe sur l'activité économique et du différentiel défavorable en matière de taux d'intérêt. Le taux de change est passé de 1,03 au début du mois à 1,01 à fin août soit un recul de 2,1%. Dans ce sens, il est à noter que l'euro s'est établi en dessous de la parité sur plusieurs jours au cours du mois d'août, niveau jamais observé depuis 20 ans. S'agissant des monnaies des principales économies émergentes, elles ont enregistré en août des évolutions disparates face au dollar, avec des dépréciations de 1,8% pour le renminbi chinois et de 0,7% pour la roupie indienne, une quasi-stagnation pour le real brésilien et une appréciation de 4,1% du rouble russe.

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 décidé, lors de sa réunion des 20 et 21 septembre, de relever de trois quarts de points de pourcentage la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [3%-3,25%] et a indiqué que des augmentations continues de la fourchette cible seront appropriées. En parallèle, elle continuera de réduire la taille de son bilan conformément au plan annoncé en mai¹.

De même, la Banque d'Angleterre a décidé, le 22 septembre, de relever son taux directeur de 50 pb

¹ Cette réduction sera 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.

à 2,25% et a indiqué qu'elle envisage de diminuer le stock d'obligations d'Etat de £ 80 milliards au cours des douze prochains mois.

Pour sa part, la BCE a décidé le 8 septembre, de relever de 75 points de base ses trois taux directeurs qui s'établiraient ainsi à 1,25% pour le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, à 1,5% pour celui de la facilité de prêt marginal et à 0,75% pour celui de la facilité de dépôt. Au cours des prochaines réunions, le Conseil prévoit de relever à nouveau les taux directeurs pour freiner la demande et se prémunir contre le risque d'une hausse persistante des anticipations d'inflation. Par ailleurs, le Conseil a l'intention de continuer à réinvestir, dans leur intégralité, les paiements en principal des titres arrivant à échéance achetés dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date du relèvement de ses taux directeurs et, en tout état de cause, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité abondantes et une politique monétaire appropriée. En parallèle, le Conseil entend réinvestir les paiements en principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2024. Dans tous les cas, la liquidation future du portefeuille du PEPP sera gérée de manière à éviter toute interférence avec l'orientation monétaire appropriée.

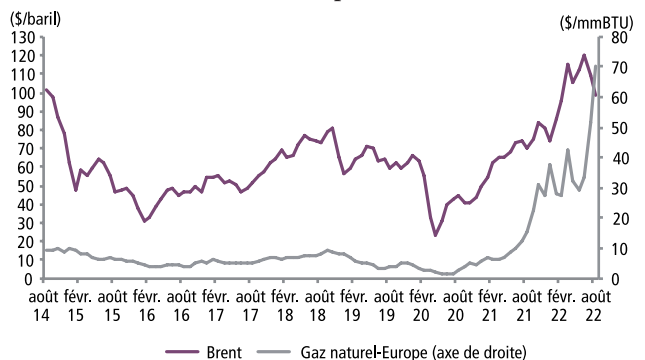
Du côté des pays émergents, la Banque de réserve de l'Inde a décidé, le 5 août, de relever son taux directeur de 50 pb à 5,4%, visant à contenir la hausse des prix et à atténuer l'impact des tensions géopolitiques. De son côté, la Banque centrale du Brésil a décidé, le 21 septembre, de maintenir son taux directeur inchangé à 13,75% alors que l'inflation commence à refluer et est repassée sous le seuil des 10%. Pour sa part, la Banque centrale de Russie a baissé, le 16 septembre, son taux de 50 pb à 7,5%, évoquant une diminution de l'inflation.

1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur le marché du pétrole, le cours du Brent a poursuivi sa baisse en août 2022 marquant un recul, d'un mois à l'autre, de 9,5% pour s'établir à 98,60 dollars le baril, tandis qu'il a augmenté de 40,8% en glissement annuel. Cette diminution reflète pour l'essentiel les inquiétudes concernant le ralentissement économique mondial et les avancées réalisées dans les négociations sur le nucléaire iranien. Inversement, le gaz naturel Europe continu son renchérissement, enregistrant un rebond du prix de 36,5% à 70 dollars mBTU², entre juillet et août, traduisant notamment l'annonce de Gazprom d'une nouvelle interruption de ses livraisons via Nord Stream 1 et de la non prolongation par l'Allemagne de la durée de vie de trois centrales nucléaires, impliquant une demande supplémentaire de gaz.

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



Source : Banque mondiale.

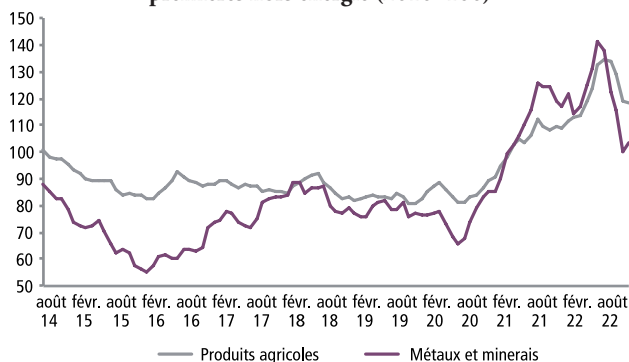
1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Hors énergie, les prix sont restés quasi-stables de juillet à août, résultat notamment d'une légère baisse de 1% des prix des produits agricoles, avec des reculs notables des cours des huiles et du maïs, et une hausse de 3,7% de ceux des métaux et minerais. En glissement annuel, les produits se sont renchérés de 3,2% en août recouvrant un accroissement de 7,9% des cours des

² mBTU : Million de British Thermal Unit.

produits agricoles, avec en particulier une appréciation des prix du blé dur américain dont le prix s'est établi à 382,9\$/t, en augmentation de 18%, alors que ceux des métaux et minerais ont accusé un recul de 12,8%.

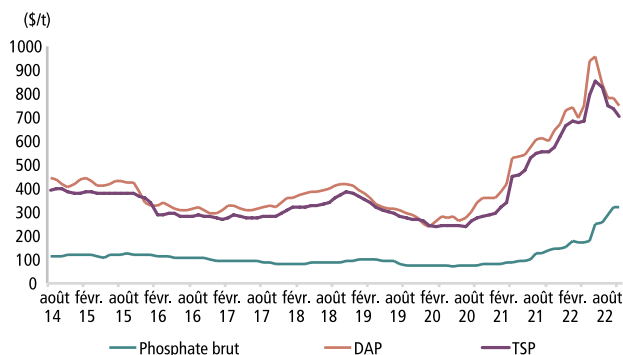
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie (2010=100)



Source : Banque Mondiale.

Pour ce qui est des phosphates et dérivés, les cours du DAP et du TSP ont accusé une baisse de 4,4% entre juillet et août se situant respectivement à 749,4 \$/t et 703,8 \$/t, alors que le prix du phosphate brut a stagné en août à 320 \$/t. En glissement annuel, les prix ont enregistré des progressions notables, avec des hausses de 133,8% pour le phosphate brut, de 24,2% pour le DAP et de 26,8% pour le TSP.

Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés



Source : Banque Mondiale.

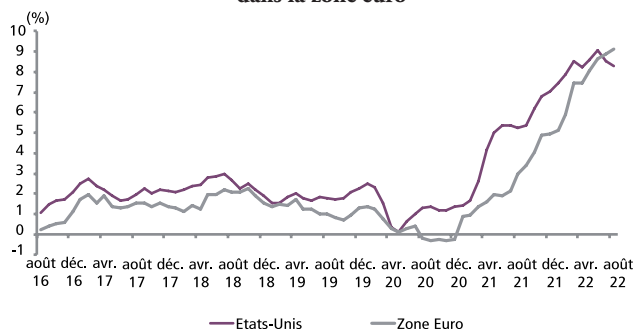
1.3.3 Inflation

Le maintien des prix des produits énergétique et alimentaire à des niveaux élevés continue d'alimenter les pressions inflationnistes, principalement dans les économies avancées. Dans ces conditions, l'inflation dans la zone euro a poursuivi sa tendance haussière,

atteignant en août un niveau exceptionnel de 9,1% après 8,9% en juillet, reflétant notamment des accélérations de 8,5% à 8,8% en Allemagne et de 8,4% à 9,1% en Italie, alors qu'en France et en Espagne, elle a enregistré une décélération à 6,6% et à 10,5% respectivement. Pour sa part, l'inflation aux Etats Unis a baissé pour le deuxième mois consécutif, s'établissant à 8,3% en août après 8,5% et ce, grâce notamment au ralentissement des prix de l'énergie. De même, elle a décélééré au Royaume Uni, revenant de 10,1% à 9,9% en août alors qu'au Japon, l'inflation poursuit sa tendance haussière atteignant 3% après 2,6% en juillet, dans un contexte de flambée des prix des produits alimentaires et des carburants, ainsi que d'une chute du yen.

Au niveau des principaux pays émergents, l'inflation a ralenti en août de 15,1% à 14,3% en Russie, de 10,1% à 8,7% au Brésil et de 2,7% à 2,5% en Chine, alors qu'elle a repris en Inde, s'établissant à 7% en août contre 6,7% un mois auparavant.

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



Sources : Eurostat & Thomson Reuters.

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

	2020	2021	2022		
			Juin	Juillet	Août
Etats-Unis	1,2	4,7	9,1	8,5	8,3
Zone Euro	0,3	2,6	8,6	8,9	9,1
Allemagne	0,4	3,2	8,2	8,5	8,8
France	0,5	2,1	6,5	6,8	6,6
Espagne	-0,3	3,0	10,0	10,7	10,5
Italie	-0,1	1,9	8,5	8,4	9,1
Royaume-Uni	0,9	2,6	9,4	10,1	9,9
Japon	0,0	-0,2	2,3	2,6	3,0

Sources : Thomson Reuters, Eurostat & FMI.

Encadré 1.1 : Riposte des gouvernements face à la montée de l'inflation

Suite à la réouverture des économies après la crise sanitaire, l'inflation s'est inscrite dans un trend haussier dans la plupart des pays, traduisant notamment un déséquilibre entre une demande croissante et une offre restée limitée. Cette tendance a été accentuée depuis le déclenchement du conflit russo-ukrainien, qui a engendré une flambée des prix des matières premières notamment énergétiques. L'inflation a d'ailleurs atteint des niveaux exceptionnels aussi bien dans les économies avancées avec des taux atteignant 9,1% aux Etats-Unis en juin, 9,1% dans la zone euro en août et 10,1% au Royaume-Uni en juillet, que dans les pays émergents avec un taux de 12,1% au Brésil et de 17,8% en Russie au mois d'avril, et de 80,2% en Turquie au mois d'août.

Par conséquent, les banques centrales notamment des principaux pays avancés ont adopté des politiques monétaires restrictives, en augmentant sensiblement leurs taux directeurs et en réduisant leurs programmes d'achats d'actifs. Elles ont également affiché une forte détermination à lutter contre l'inflation afin d'empêcher qu'elle ne s'installe dans la durée et ce, malgré les conséquences sur l'activité économique. Ainsi, depuis le début de l'année, la Réserve fédérale américaine a augmenté le taux de sa fourchette cible à quatre reprises d'un total de 225 points de base (pb) et la Banque centrale européenne a relevé à deux reprises ses principaux taux d'intérêt directeurs de 125 pb.

Parallèlement à la réaction des autorités monétaires, les gouvernements des pays avancés et émergents se sont mobilisés pour réduire l'impact de la hausse de l'inflation sur le pouvoir d'achat des ménages.

- Aux **Etats-Unis**, le Président Biden a signé le 16 août la « loi sur la réduction de l'inflation », stipulant la mise en place d'un programme de dépenses gouvernementales d'environ 430 milliards de dollars sur 10 ans. Parmi les mesures prises, l'allocation de crédits d'impôt au profit des ménages afin de compenser les coûts énergétiques et d'autres afin de réduire les émissions de carbone, la prolongation de la subvention relative à la « Loi sur les soins abordables » jusqu'en 2025 et la réforme du prix des médicaments sur ordonnance pour les personnes âgées. Le programme prévoit également la construction des chaînes d'approvisionnement américaines en énergie propre, en encourageant la production nationale dans les technologies d'énergie propre. Afin de financer ces dépenses, cette loi prévoit, entre autres, l'adoption d'un taux d'imposition minimal de 15% pour toutes les sociétés dont les profits dépassent un milliard de dollars.
- Au **Royaume Uni**, le gouvernement a introduit une panoplie de mesures d'un montant total atteignant 1,1% du PIB, destiné à stimuler la croissance et à protéger les ménages de l'impact d'une inflation élevée. Un premier plan, d'une dépense de près de 10 milliards de livres sterling (0,4% du PIB), avait prévu une remise sur la taxe municipale de 150 livres sterling et une autre sur l'énergie de 200 livres sterling, un financement discrétionnaire pour les autorités locales afin de soutenir les ménages qui ne sont pas éligibles à la remise sur la taxe municipale, une réduction des taxes sur le carburant pendant 12 mois. Un second plan de soutien d'un montant de 15 milliards de livres sterling (0,7 % du PIB) a été annoncé fin mai, qui comprend un paiement unique de 650 livres sterling aux ménages, de 300 livres sterling aux retraités et de 150 livres sterling aux personnes bénéficiant de prestations d'invalidité. De plus, la remise sur l'énergie

du premier programme a été doublée à 400 livres sterling. Il est à noter que la nouvelle première ministre britannique, a annoncé le 8 septembre, un plan* d'aide au profit des ménages et entreprises qui comprend notamment : (i) un plafonnement de la facture énergétique des ménages à 2500 livres sterling par an pendant deux ans et ce, à compter du 1er octobre, ce qui implique une économie annuelle de 1000 livres sterling pour chaque ménage, (ii) un soutien équivalent aux entreprises, aux organisations caritatives et aux organisations du secteur public pour une durée de six mois, qui sera réexaminé tous les trois mois et, (iii) une levée temporaire des taxes sur l'énergie destinées à financer la transition vers la neutralité carbone. Elle a, en outre, noté que le programme ne sera pas financé par une taxe exceptionnelle sur les sociétés énergétiques et que les détails concernant le financement seront indiqués ultérieurement.

- Dans le même sens, le gouvernement **allemand** a approuvé le 4 septembre un plan de 65 milliards d'euros. Parmi les mesures adoptées figurent le plafonnement du prix de la consommation de base de l'électricité, le versement d'un chèque énergie de 200 euros aux étudiants et de 300 euros aux retraités et l'augmentation du nombre de bénéficiaires de l'allocation logement. Afin de financer ce plan, le gouvernement envisage de mettre à contribution les entreprises qui produisent de l'électricité à partir du charbon ou du nucléaire et qui tirent profit de l'envolée du cours du gaz.
- En **France**, une panoplie de mesures de soutien direct a été adoptée dont notamment, le plafonnement temporaire des coûts du gaz et d'électricité l'augmentation des bons pour la consommation d'énergie des ménages les plus pauvres et le transfert ponctuel supplémentaire sous condition de ressources. Le gouvernement a également réduit temporairement les taxes sur les carburants, augmenté les subventions ciblées pour les entreprises et prolongé les prêts garantis par l'État dans le cadre de son plan de résilience. En outre, et pour soutenir les entreprises et les emplois, le plan a prévu des subventions à l'embauche et la réduction de la taxe professionnelle.
- Concernant les pays émergents, et en particulier le **Brésil**, le gouvernement a alloué un montant de 7,9 milliards de dollars (0,5% du PIB) afin d'augmenter les transferts aux ménages à faible revenu de 400 à 600 reals, de distribuer 1000 reals d'aide mensuelle aux camionneurs, de relever la valeur des bons donnés aux familles pauvres pour acheter du gaz et de fournir des subventions pour assurer la gratuité des transports publics aux personnes âgées. Il a décidé également de plafonner les taxes au niveau de l'État sur les services essentiels et de soutenir les réductions des prix du carburant par Petrobras (première société pétrolière au Brésil). Cette dernière a annoncé début septembre une réduction de 7% des prix de l'essence à la raffinerie, sa quatrième réduction consécutive depuis la mi-juillet.

* Ce plan n'a pas encore été adopté.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

Les données des échanges extérieurs à fin juillet 2022 laissent indiquer une dynamique notable des échanges extérieurs de biens, avec des progressions de 40,7% des exportations et de 45,9% des importations. Le déficit commercial s'est ainsi creusé de 64 milliards, par rapport à la même période de 2021, pour s'établir à 183,5 milliards de dirhams et le taux de couverture est revenu de 59,4% à 57,3%. En parallèle, et avec la réouverture des frontières en février et le retour à la normale de l'activité touristique, les recettes voyages ont plus que doublé pour atteindre 36,7 milliards de dirhams et les transferts des MRE ont enregistré un accroissement de 7,4% à 58,2 milliards. S'agissant des principales opérations financières, les recettes d'IDE ont augmenté de 6,8 milliards et les dépenses d'investissements directs des marocains à l'étranger se sont contractées de 860 millions. Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib se sont situés à 330,1 milliards de dirhams à fin juillet 2022, représentant l'équivalent d'une couverture de 5 mois et 19 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

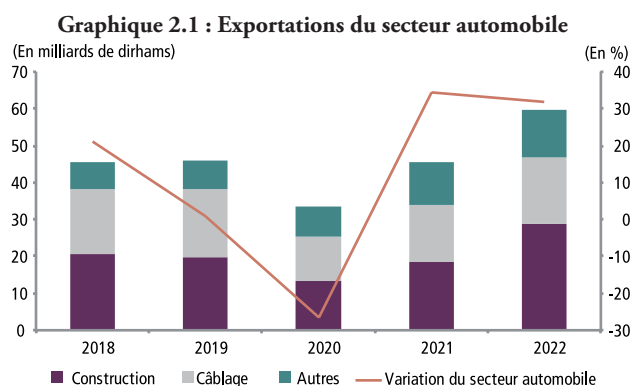
S'agissant des exportations, la hausse a concerné l'ensemble des secteurs. En particulier, bénéficiant de la flambée des cours internationaux, les ventes de phosphates et dérivés ont maintenu leur dynamique avec une progression de 81,1% à 68,8 milliards, malgré le recul des quantités expédiées. Par produit, les ventes des engrais naturels et chimiques ont presque doublé pour atteindre 47 milliards et celles de l'acide phosphorique et du phosphate brut se sont améliorées de 56,7% à 14,7 milliards et de 61,6% à 7,1 milliards de dirhams respectivement.

Pour sa part et malgré les perturbations des chaînes d'approvisionnement que connaît le secteur automobile à l'échelle mondiale, l'activité au niveau national reste positive. Ses exportations se sont accrues de 31,6% à 59,7 milliards suite principalement aux performances enregistrées par le segment de la construction, dont les ventes ont augmenté de 56,7% à 28,9 milliards. De même, les exportations du câblage automobile poursuivent leur tendance haussière, enregistrant un accroissement de 14,6% à 17,9 milliards.

Les ventes du secteur « agricole et agroalimentaire » ont connu une amélioration de 23,3% à 50 milliards, résultat de progressions de 27,8% à 25,4 milliards de celles de l'industrie alimentaire et de 18,5% à 23,5 milliards pour les produits agricoles.

Quant aux exportations du secteur du « textile et cuir », elles se sont accrues de 28,8% à 25,6 milliards, traduisant essentiellement des hausses de 31,2% pour les « vêtements confectionnés » et de 23,6% pour les « articles de bonneterie ».

S'agissant des expéditions de l'aéronautique, elles ont enregistré une augmentation notable de 57,9% à 12,1 milliards, tirée principalement par les accroissements de 66,2% de celles du segment « assemblage » et de 42,8% pour l'« EWIS¹ ». Pour ce qui des exportations de l'« électronique et électricité », elles ont progressé de 32,4% et 10 milliards avec une amélioration de 62,9% pour les composants électriques (transistors).



Source : Office des Changes.

¹ Système d'interconnexion de câblage électrique.

**Tableau 2.1 : Exportations par secteur
(en millions de dirhams)**

Secteurs/Segments	janvier - juillet		Variations	
	2022	2021	En valeur	En %
Exportations CAF	246 081	174 954	71 127	40,7
Phosphates et dérivés	68 773	37 974	30 799	81,1
Automobile	59 657	45 337	14 320	31,6
Construction	28 887	18 431	10 456	56,7
Câblage	17 938	15 656	2 282	14,6
Intérieur véhicules et sièges	4 100	4 194	-94	-2,2
Agriculture et Agro-alimentaire	50 016	40 567	9 449	23,3
Industrie alimentaire	25 385	19 856	5 529	27,8
Agriculture, sylviculture et chasse	23 530	19 853	3 677	18,5
Textile et Cuir	25 597	19 866	5 731	28,8
Vêtements confectionnés	16 159	12 314	3 845	31,2
Articles de bonneterie	5 029	4 070	959	23,6
Chaussures	1 923	1 501	422	28,1
Aéronautique	12 134	7 685	4 449	57,9
Assemblage	8 162	4 912	3 250	66,2
EWIS	3 899	2 731	1 168	42,8
Electronique et Electricité	9 976	7 535	2 441	32,4
Composants électroniques (transistors)	3 543	2 175	1 368	62,9
Fils et câbles	3 906	2 998	908	30,3
Appareils coup. ou connex. des circuits électr.	1 083	1 022	61	6,0
Autres extractions minières	3 262	2 637	625	23,7
Minerai de cuivre	991	848	143	16,9
Sulfate de baryum	665	533	132	24,8
Autres industries	16 666	13 353	3 313	24,8
Métallurgie et travail des métaux	5 308	4 578	730	15,9
Industrie du plastique et du caoutchouc	1 548	1 184	364	30,7
Industrie pharmaceutique	835	813	22	2,7

Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

En plus de la reprise de la demande interne et la faible réalisation de la campagne céréalière, la hausse des importations a été largement tirée par la progression importante des cours des matières premières. Ainsi, la

facture énergétique a plus que doublé pour s'établir à 88,1 milliards, en lien avec le renchérissement des produits énergétiques sur le marché international. Les achats de « gas-oils et fuel-oils » se sont alourdis de 23,7 milliards à 42,5 milliards, ceux des « houilles ; cokes et combustibles solides similaires » de 9,9 milliards à 14,9 milliards et les importations de « gaz de pétrole et les autres hydrocarbures » de 7 milliards à 16,4 milliards de dirhams.

De même, les importations de demi-produits se sont accrues de 55,6% à 100,2 milliards, reflétant notamment l'accroissement à 12,2 milliards de l'approvisionnement en ammoniac, contre 3,5 milliards, tiré par les prix à l'import qui ont plus que triplé par rapport à la même période de l'année précédente.

Les acquisitions des produits alimentaires ont, pour leur part, augmenté de 52,8%, en relation essentiellement avec le doublement des importations de blé à 17,1 milliards sous l'effet combiné de la hausse de son prix à l'international et de la mauvaise campagne agricole. En parallèle, les achats de produits bruts se sont élevés à 28,2 milliards, en accroissement de 12,6 milliards, dont 8,8 milliards au titre des acquisitions du « soufres bruts et non raffinés ».

Pour leur part, les acquisitions de biens d'équipement ont progressé de 18% à 82,1 milliards, tirées par les hausses de 65% des importations des « parties d'avions et d'autres véhicules aériens », de 29,4% des « moteurs à pistons » et de 25,8% des « fils et câbles ». Concernant les achats de produits finis de consommation, ils ont affiché une augmentation de 8,7% à 76,4 milliards traduisant notamment des accroissements de 20,6% pour les « parties et pièces pour voitures de tourisme » et de 38,4% pour les « tissus et fils de fibres synthétiques et artificiels ».

Tableau 2.2 : Importations par groupement d'utilisation de produits (en millions de dirhams)

Groupements d'utilisation	janvier - juillet		Variations	
	2022	2021	En valeur	En %
Importations CAF	429 550	294 454	135 096	45,9
Produits énergétiques	88 114	38 776	49 338	-
Gas-oils et fuel-oils	42 488	18 755	23 733	-
Houilles; coques et combustibles solides similaires	14 889	4 941	9 948	-
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	16 446	9 479	6 967	73,5
Demi produits	100 197	64 402	35 795	55,6
Ammoniac	12 224	3 468	8 756	-
Produits chimiques	10 761	6 531	4 230	64,8
Matières plastiques	13 139	9 258	3 881	41,9
Produits alimentaires	54 391	35 600	18 791	52,8
Orge	17 147	8 616	8 531	99,0
Blé	3 170	400	2 770	-
Sucre brut ou raffiné	4 350	3 017	1 333	44,2
Produits bruts	28 237	15 665	12 572	80,3
Soufres bruts et non raffinés	13 537	4 696	8 841	-
Huile de soja brute ou raffinée	4 792	3 135	1 657	52,9
Ferraille, déchets et autres minerais	2 191	1 399	792	56,6
Biens d'équipement	82 145	69 604	12 541	18,0
Parties d'avions et d'autres véhicules aériens	7 371	4 468	2 903	65,0
Moteurs à pistons	7 333	5 667	1 666	29,4
Fils et câbles	6 198	4 927	1 271	25,8
Produits finis de consommation	76 372	70 291	6 081	8,7
Parties et pièces pour voitures de tourisme	13 403	11 113	2 290	20,6
Tissus et fils de fibres synthétiques et artificielles	7 099	5 131	1 968	38,4

Source : Office des Changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

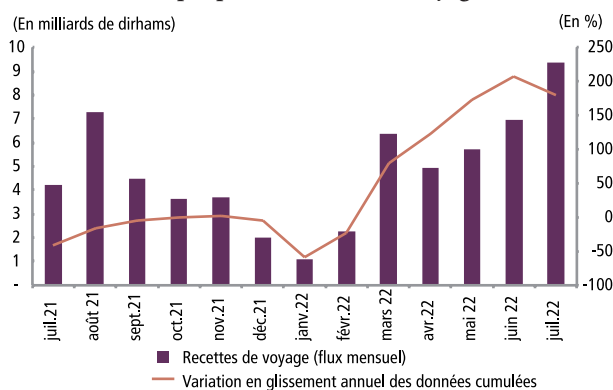
Le solde excédentaire de la balance des services s'est amélioré de 65,2% à 51,1 milliards, résultat d'un accroissement de 47,2% ou 34,2 milliards des exportations, plus important que celui de 33,8% ou 14 milliards des importations.

Tableau 2.3 : Balance des services (en millions de dirhams)

	janvier - juillet		Variations	
	2022	2021	en valeur	en %
Importations	55 527	41 487	14 040	33,8
Exportations	106 594	72 404	34 190	47,2
Solde	51 067	30 917	20 150	65,2

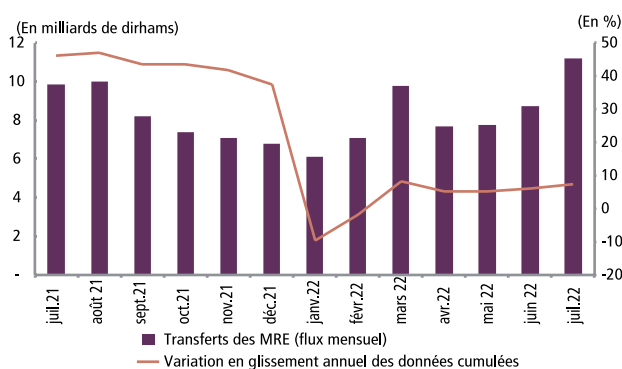
Source : Office des Changes.

S'agissant des recettes voyages, et sous l'effet de la réouverture des frontières depuis février 2022 et du retour à la normale de l'activité touristique, elles ont connu une hausse sur les 7 premiers mois de l'année à 36,7 milliards après 13,1 milliards durant la même période de 2021 et 41,5 milliards en 2019. Les dépenses au même titre ont également progressé de 70,5% à 8,5 milliards de dirhams.

Graphique 2.2 : Recettes de voyage

Source : Office des Changes.

Concernant les transferts des MRE, ils sont ressortis sur les sept premiers mois de l'année en augmentation de 7,4% à 58,2 milliards de dirhams.

Graphique 2.3 : Transferts 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 80,3% à 17,6 milliards, résultat d'une hausse de 40,3% des recettes et d'une baisse de 14,2% des cessions. Quant aux investissements directs des Marocains à l'étranger, leur flux net s'est accru de 72,6% à 3,3 milliards, traduisant un repli de 860 millions des investissements moins important que celui de 2,2 milliards des recettes.

A fin juillet 2022, l'encours des avoirs officiels de réserves s'est établi à 330,1 milliards de dirhams, représentant ainsi l'équivalent de 5 mois et 19 jours d'importations de biens et services.

**Tableau 2.4 : Investissements directs
(en millions de dirhams)**

	janvier - juillet		Variations	
	2022	2021	en valeur	en %
Investissements directs étrangers	17 624	9 774	7 850	80,3
Recettes	23 785	16 954	6 831	40,3
Dépenses	6 161	7 180	-1 019	-14,2
Investissements des marocains à l'étranger	3 263	1 890	1 373	72,6
Dépenses	10 384	11 244	-860	-7,6
Recettes	7 121	9 354	-2 233	-23,9

Source : Office des Changes.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du deuxième trimestre 2022, les conditions monétaires ont été marquées par une nouvelle dépréciation du taux de change effectif réel et une quasi-stabilité des taux débiteurs. Pour ce qui est du crédit bancaire, sa composante destinée au secteur non financier s'est accrue en comparaison annuelle de 3,6% au lieu de 3,1% un trimestre auparavant, recouvrant notamment une accélération de l'accroissement des prêts accordés aux entreprises privées. Concernant les autres contreparties de la masse monétaire, les avoirs officiels de réserve se sont renforcés de 8,3% et les créances nettes sur l'administration centrale ont augmenté de 15,4%. Au total, la croissance de la masse monétaire est revenue, d'un trimestre à l'autre, de 5,7% à 4,9%.

Sur le marché immobilier, les prix des actifs ressortent en légère hausse de 0,2% au deuxième trimestre 2022, intégrant des accroissements de 1,1% pour les biens à usage professionnel, de 0,3% pour le résidentiel et de 0,1% pour les terrains. Parallèlement, le nombre de transactions s'est accru de 4,6% globalement, recouvrant une augmentation de 8,1% pour le résidentiel et des baisses de 3,7% pour les terrains et de 1,9% pour les actifs à usage professionnel.

Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI s'est déprécié au deuxième trimestre de 6,3% et le volume des transactions boursières s'est établi à 10,3 milliards contre 10,6 milliards un trimestre auparavant. Pour ce qui est de la capitalisation boursière, elle a affiché une baisse trimestrielle de 6,6% à 623,9 milliards de dirhams.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Traduisant la hausse de la monnaie fiduciaire, le besoin en liquidité des banques s'est accentué au cours du deuxième trimestre de 2022 à 77,5 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, contre 64,6 milliards un trimestre auparavant. Dans ces conditions, la Banque a porté le montant de ses injections à 88,8 milliards, après 75,5 milliards, dont 42,1 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 25 milliards à travers les opérations de pensions livrées, 21,6 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME et 146,2 millions sous forme de swap de change. Dans ce contexte, la durée moyenne résiduelle des interventions de la Banque est revenue à 40,6 jours, contre 46,9 jours au premier trimestre, et le taux interbancaire est demeuré aligné sur le taux directeur.

Les dernières données disponibles indiquent une accentuation du besoin de la liquidité bancaire à 93,1 milliards en moyenne au cours des mois de juillet et d'août 2022.

Au niveau du marché des bons du Trésor, les taux ont poursuivi leur augmentation au deuxième trimestre aussi bien sur le marché primaire que secondaire.

Graphique 3.1 : Taux interbancaire (données quotidiennes)

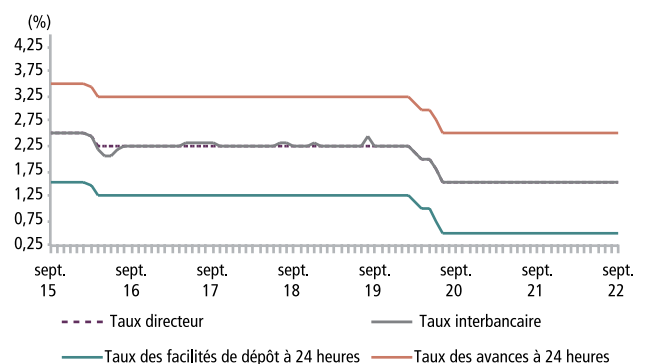
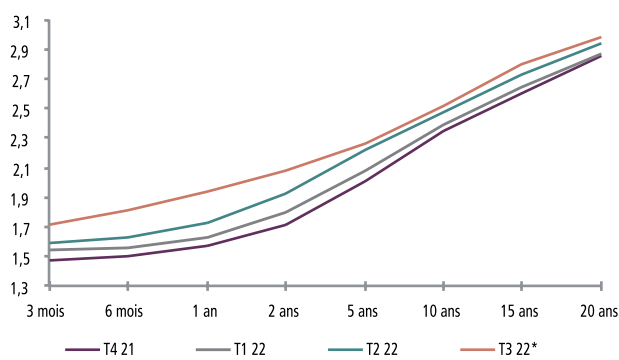


Tableau 3.1 : Taux des bons du Trésor sur le marché primaire (en %)

	2021				2022		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	Août
26 semaines	1,43	1,42	1,41	1,40	1,49	1,66	1,93
2 ans	1,70	1,69	1,77	1,72	1,83	1,91	2,27
5 ans	1,96	1,96	2,04	2,01	2,08	2,27	-
10 ans	2,34	2,32	2,36	2,34	2,43	-	-
15 ans	2,64	2,63	2,64	2,64	2,70	-	-

Graphique 3.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire

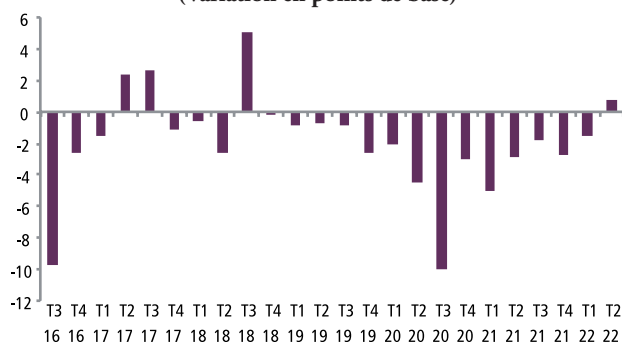


* Moyenne observée en juillet et août.

Dans le même sens, les taux des émissions des certificats de dépôt ont enregistré une nouvelle hausse au cours du deuxième trimestre. Pour ce qui est des taux créditeurs, ils ont accusé un repli trimestriel de 5 points de base à 2,05% en moyenne pour les dépôts à 6 mois et sont restés quasiment inchangés à 2,47% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement¹ des banques est resté quasiment inchangé comparativement au trimestre précédent.

Les dernières données disponibles relatives au mois de juillet indiquent une quasi-stabilité d'un mois à l'autre des taux créditeurs pour les dépôts à 6 mois et 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-Maghrib auprès des banques relatifs au deuxième trimestre 2022 indiquent une quasi-stabilité du taux moyen global à 4,29%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les prêts aux entreprises ont augmenté de 3 points de base, avec une hausse de 14 points pour les prêts aux grandes entreprises et un recul de 3 points pour ceux aux TPME. A l'inverse, ceux appliqués aux particuliers ont diminué de 9 points, avec des replis de 18 points pour les prêts à la consommation et de 2 points pour les crédits à l'habitat.

Tableau 3.2 : Taux créditeurs

	2020		2021				2022	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T2	T1
6 mois	2,50	2,36	2,42	2,23	2,34	2,16	2,10	2,05
12 mois	2,71	2,68	2,77	2,63	2,57	2,42	2,48	2,47

Tableau 3.3 : Taux débiteurs

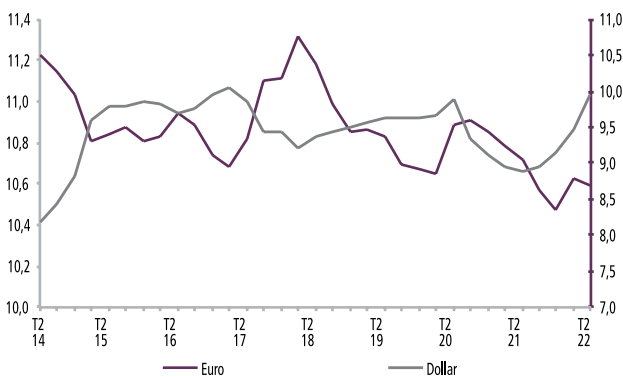
	2021				2022	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Taux global	4,45	4,32	4,35	4,44	4,28	4,29
Particuliers	5,19	5,19	5,20	5,16	5,23	5,14
Crédits immobiliers	4,33	4,26	4,24	4,24	4,21	4,19
Crédits à la consommation	6,50	6,64	6,51	6,47	6,50	6,32
Entreprises	4,23	4,04	4,17	4,26	4,00	4,03
Crédits de trésorerie	4,04	3,96	3,95	4,06	3,83	3,84
Crédits à l'équipement	4,49	4,13	4,84	4,58	4,31	4,60
Crédits immobiliers	5,81	5,59	5,71	5,78	5,53	5,83

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

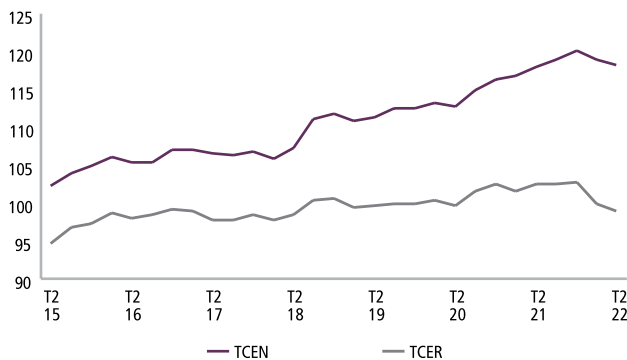
3.1.2 Taux de change

Durant le deuxième trimestre 2022, l'euro s'est déprécié de 5,07% par rapport au dollar américain. Dans ces conditions, le dirham s'est apprécié de 0,37% vis-à-vis de l'euro et s'est déprécié de 4,70% face au dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, la monnaie nationale s'est appréciée de 7,72% par rapport à la livre turque et s'est dépréciée de 0,81% face au yuan chinois. Au total, le taux de change effectif a baissé de 0,65% en termes nominaux et de 0,82% 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.

Pour ce qui est des transactions en devises, le volume moyen des opérations au comptant des banques avec la clientèle a augmenté, au cours du deuxième trimestre 2022, de 38% à 40,9 milliards de dirhams pour les ventes et de 21,9% à 35,1 milliards pour les achats.

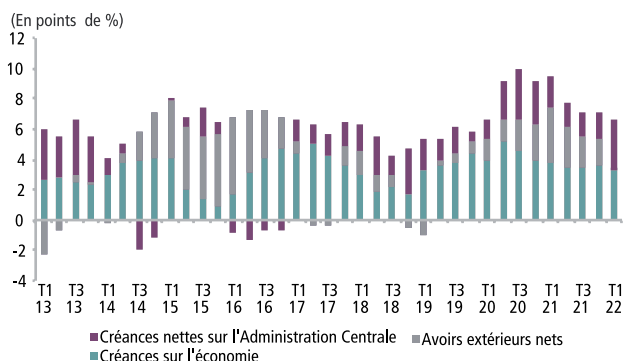
De même, les opérations à terme se sont accrues de 59,9% à 26,9 milliards pour les achats et de 122,9% à 6,2 milliards pour les ventes. Dans le cadre des opérations des adjudications en devises de Bank Al-Maghrib avec les banques, aucune séance d'adjudication n'a été tenue depuis décembre 2021. Dans ces conditions, les banques ont affiché une position de change déficitaire de 6,2 milliards de dirhams à fin juin, contre 3,6 milliards observée à fin mars 2022.

3.1.3 Situation monétaire

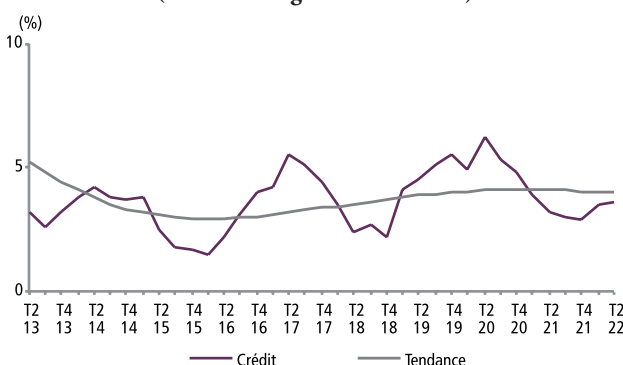
La croissance annuelle de l'agrégat M3 s'est établie à 4,9% au deuxième trimestre 2022 après 5,7% un trimestre auparavant. Cette décélération traduit une accentuation de la baisse des dépôts à terme de 2,3% à 8,8%, avec notamment un repli des dépôts des agents financiers de 30,3%, après une hausse de 8,4%, et un recul de ceux des ménages de 7,8%, après celui de 9%. Dans le même sens, le rythme d'accroissement des dépôts en devises est revenu de 12,6% à 8,3% et celui des titres des OPCVM monétaires de 12,6% à 3,1%. En revanche, les dépôts à vue ont vu leur accroissement s'accélérer de 7,5% à 7,8%, recouvrant essentiellement une amélioration de la progression de 6% à 7% des dépôts des ménages et un ralentissement de 12,5% à 4% pour ceux des agents financiers. En parallèle, la croissance de la monnaie fiduciaire est passée de 6,8% à 8,2%.

Par principales contreparties, l'évolution de la masse monétaire recouvre une décélération de 19,8% à 15,4% de l'accroissement des créances nettes sur l'administration centrale, une accélération de 7,7% à 8,3% de celle des avoirs officiels de réserve et une quasi-stabilité à 3,6% pour le crédit bancaire.

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 3,6% au lieu de 3,1% un trimestre auparavant, résultat d'une accélération de l'accroissement des prêts accordés aux entreprises privées de 3,9% à 6% au deuxième trimestre. Cette évolution reflétant notamment une accélération de la croissance des facilités de trésorerie de 6,9% à 10,9%, alors que la progression des prêts à l'équipement est revenue de 2,1% à 1,5%.

S'agissant des concours accordés aux entreprises publiques, ils ont connu un recul de 12,5% après celui de 10% un trimestre auparavant, recouvrant une atténuation de la baisse des prêts à l'équipement de 23,6% à 18,9% et une accélération de l'accroissement des facilités de trésorerie de 13,3% à 15,5%.

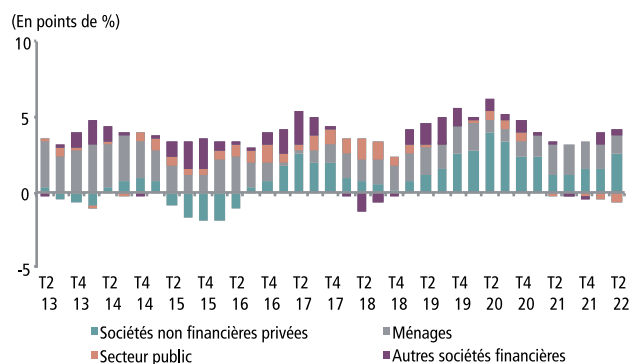
Concernant les crédits aux entrepreneurs individuels, leur rythme d'augmentation s'est stabilisé à 4,2%

recouvrant notamment une amélioration de 10,1%, après un repli de 4,5 %, des prêts immobiliers et une accélération de la croissance des facilités de trésorerie de 7,3% à 9%.

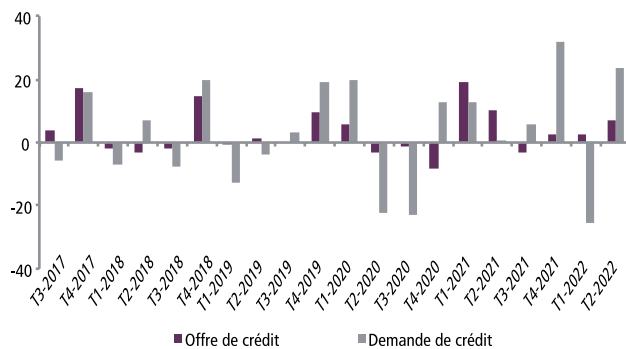
Quant aux prêts aux particuliers, leur progression est revenue de 4,1% à 2,9%, résultat d'une décélération pour les crédits à l'habitat de 4% à 2,3% et d'une accélération pour les prêts à la consommation de 2,9% à 3,3%.

Par branche d'activité, les données du deuxième trimestre de 2022 indiquent des progressions annuelles de 29,8% des crédits accordés aux entreprises du secteur de l'« électricité, gaz et eau », de 18,5% pour les « industries alimentaires et tabac » et de 10% pour l'« agriculture et pêche ». A l'inverse, les concours des entreprises des « industries chimiques et parachimiques », des « transports et communications » et des « bâtiment et travaux publics » ont diminué respectivement de 18,3%, 10% et 9,2%.

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



Pour ce qui est des créances en souffrance, elles ont augmenté de 5,3% et leur ratio à l'encours du crédit bancaire s'est quasiment stabilisé à 8,7%. Elles se sont accrues de 6,1% pour les entreprises non financières privées et de 4% pour les ménages avec des ratios aux encours de 11,6% et 9,8% respectivement.

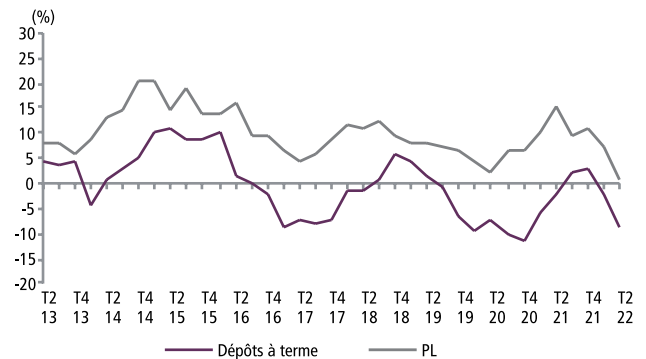
Graphique 3.9 : Evolution de l'offre et de la demande de crédit (Indice de diffusion)

Source : BAM

Pour les prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils se sont améliorés de 2,2% au deuxième trimestre de 2022. Cette évolution traduit notamment des progressions de 3,4% pour les crédits accordés par les sociétés de financement, de 22,8% pour ceux distribués par les banques off-shores et de 0,5% pour les prêts consentis par les associations de microcrédit.

Les dernières données disponibles relatives au mois de juillet indiquent une croissance annuelle du crédit bancaire de 5%, traduisant des accélérations du rythme d'accroissement à 7,5% pour les prêts accordés aux autres sociétés financières et à 4,6% pour ceux destinés au secteur non financier.

En ce qui concerne les agrégats de placements liquides, leur progression annuelle est revenue de 7,2% au premier trimestre à 0,5% au deuxième trimestre. Cette évolution reflète des diminutions de 0,9% pour les bons du Trésor et de 2,8% pour les titres des OPCVM obligataires, après des hausses respectives de 6% et 1,8%, ainsi qu'une décélération de la croissance des titres des OPCVM actions et diversifiés de 38,7% à 18,3%.

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

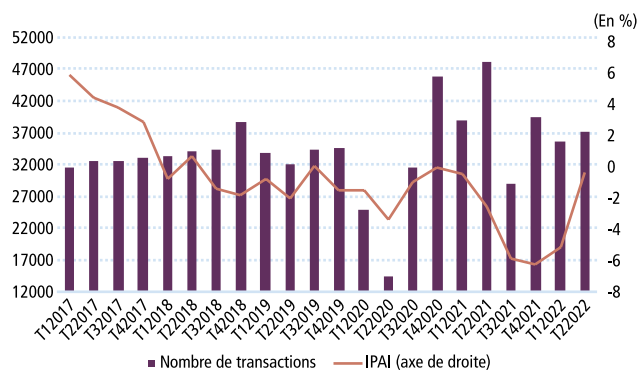
3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

Au deuxième trimestre de 2022, l'indice des prix des actifs immobiliers a connu une légère hausse de 0,2%, reflétant les accroissements des prix de 0,3% pour le résidentiel, de 0,1% pour les terrains et de 1,1% pour les biens à usage professionnel. En parallèle, le nombre de transactions a enregistré une progression de 4,6%, recouvrant une hausse de 8,1% pour les biens résidentiels et des baisses de 3,7% pour les terrains et de 1,9% pour les biens à usage professionnel.

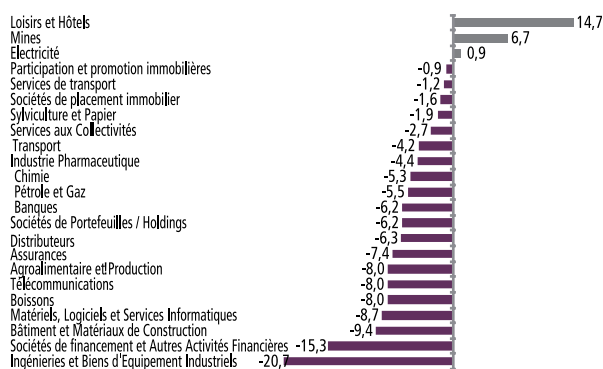
Au niveau des principales villes, à l'exception d'Agadir, d'El Jadida, de Marrakech et de Kénitra qui ont enregistré des reculs des prix, l'ensemble des principales villes ont connu des hausses de prix avec des taux allant de 0,2% à Fès à 0,8% à Tanger et à Rabat. S'agissant du nombre de transactions, hormis Agadir, Fès et Oujda où il a régressé de 0,1%, 1,9% et 2,8% respectivement, il a enregistré des accroissements allant de 2,3% à El Jadida à 12,9% à Casablanca.

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



Sources : BAM et ANCFCC.

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



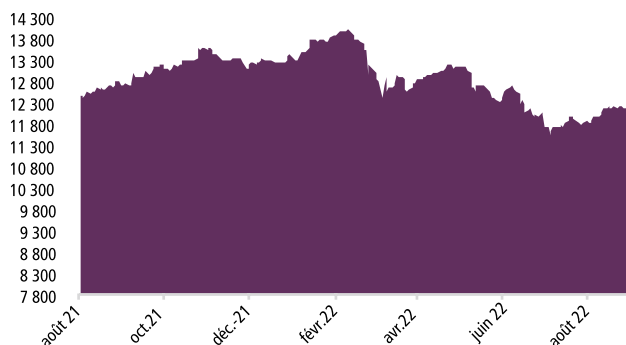
Source : Bourse de Casablanca

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

Au cours du deuxième trimestre de 2022, le MASI a enregistré une baisse de 6,3%, portant sa contreperformance depuis le début de l'année à 10,1%. Cette évolution trimestrielle reflète principalement les diminutions des indices sectoriels des « bâtiments et matériaux de construction » de 9,4%, des télécommunications de 8% et des banques de 6,2%. A l'inverse, ceux des « loisirs et hôtels », des mines et de l'électricité ont augmenté de 14,7%, 6,7% et 0,9% respectivement.

Graphique 3.12 : Evolution de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

Pour ce qui est du volume des échanges, il s'est établi à 10,3 milliards de dirhams contre 10,6 milliards un trimestre auparavant. Par compartiment, le chiffre d'affaires a atteint 8,2 milliards après 9,5 milliards sur le marché central et 906,1 millions après 686,8 millions sur le marché de blocs. Dans ce contexte, la capitalisation boursière a enregistré une baisse trimestrielle de 6,6% à 623,9 milliards de dirhams.

Les dernières données disponibles indiquent qu'après avoir diminué de 1,6% en juillet, le MASI s'est apprécié de 2,6% en août, ramenant ainsi sa contreperformance annuelle à 9,2%. L'évolution mensuelle de l'indice de référence s'explique notamment par les accroissements des indices sectoriels des « bâtiments et matériaux de construction » de 4,2%, et des banques de 1,3%. A l'inverse l'indice des boissons a diminué de 1% et celui des services de transport de 0,8%. En parallèle, le chiffre d'affaires s'est établi à 1,8 milliard en juillet et à 1,1 milliard en août et la capitalisation boursière a atteint 630,2 milliards, en baisse de 8,8% depuis le début de l'année.

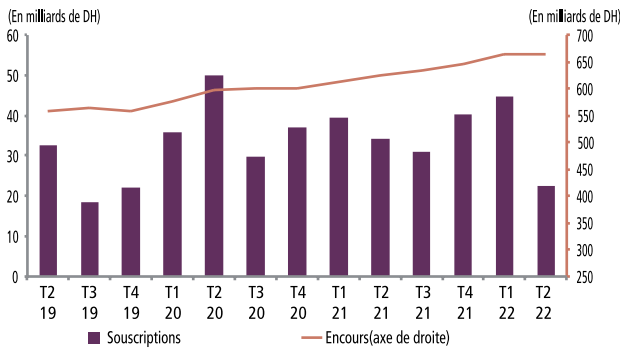
3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les émissions du Trésor sur le marché intérieur se sont chiffrées à 22,3 milliards de dirhams au deuxième trimestre 2022, en repli de 50,2% en variation trimestrielle. 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 664,1 milliards, en hausse de 2,7% depuis le début de l'année.

Au cours du mois de juillet, les émissions se sont élevées à 5,2 milliards de dirhams et ont porté en totalité sur des maturités courtes. Compte tenu des remboursements, l'encours des bons du Trésor s'est établi à 661,5 milliards, en progression de 2,3% depuis le début de l'année.

Graphique 3.14 : Evolution des levées des bons du Trésor



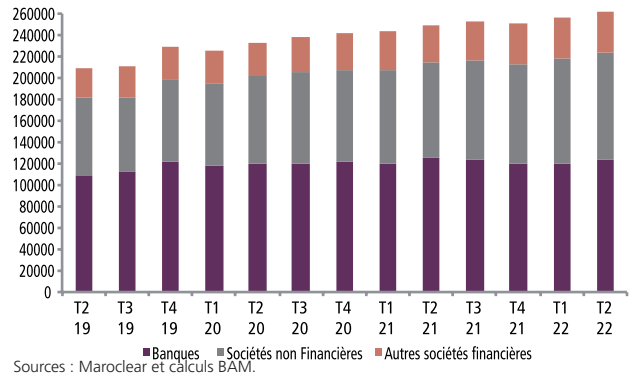
Source : BAM.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions ont augmenté de 17,8% à 19,3 milliards de dirhams au deuxième trimestre 2022. Les banques ont levé un montant de 13,8 milliards, contre 7,3 milliards le trimestre précédent et les sociétés non financières 3 milliards après 7,3 milliards.

Durant les mois de juillet et août, les levées de dette privée se sont chiffrées à 6,1 milliards et à 4,4 milliards respectivement. Tenant compte des remboursements, l'encours s'est élevé à 268,6 milliards, en accroissement de 7,2% depuis le début de l'année.

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



Sources : Maroclear et calculs BAM.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Durant le deuxième trimestre 2022, les souscriptions aux titres des OPCVM ont régressé de 1,1% à 267 milliards et les rachats ont augmenté de 11,2% à 291,7 milliards, soit une décollecte nette de 24,7 milliards de dirhams. S'agissant des performances, elles se sont orientées à la baisse pour les fonds actions et diversifiés avec des taux respectifs de 3,6% et 1,5%, et à la hausse pour ceux monétaires et obligataires à court terme avec des taux de 0,4% et 0,3% respectivement. Quant à l'indice de performance des OPCVM obligataires à moyen long terme, il est resté quasi stable d'un trimestre à l'autre.

Les données du mois d'août indiquent un repli de 4,5% de l'actif net des OPCVM depuis le début de l'année à 566 milliards de dirhams. Cette évolution recouvre des baisses des encours de 14,1% pour les fonds obligataires à moyen long terme et de 8% pour les fonds actions ainsi que des hausses respectives de 17,6%, de 8,6% et de 3% pour les OPCVM obligataires à court terme, les fonds monétaires et ceux diversifiés.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Au terme des huit premiers mois de 2022, l'exécution budgétaire fait ressortir un déficit, hors produit de cession des participations de l'Etat, de 30,4 milliards de dirhams, en allègement de 18,3 milliards par rapport à fin août 2021, reflétant en partie la hausse de 6,3 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor à 16 milliards. Les dépenses ordinaires se sont alourdies de 13,4% à 215 milliards, traduisant essentiellement des accroissements de 125,2% de la charge de compensation et de 3,8% des dépenses de biens et services. En regard, les recettes ordinaires se sont améliorées de 24,5% à 215,8 milliards, résultant des progressions de 19,6% des rentrées fiscales et de 92,7% de celles non fiscales. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 779 millions, au lieu d'un solde négatif de 16,2 milliards à fin août 2021. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont augmenté de 11,6% à 47,2 milliards, portant ainsi celles globales à 262,2 milliards, en alourdissement de 13,1%.

Tenant compte de la réduction du stock des opérations en instance de 3,6 milliards, contre 18,5 milliards un an auparavant, le déficit de caisse, hors produit de cession des participations de l'Etat, s'est établi à 34 milliards, au lieu de 67,2 milliards. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 26,6 milliards et par un flux net extérieur positif de 7,3 milliards. Ainsi, l'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 2,4% par rapport à son niveau à fin décembre 2021. Pour ce qui est des conditions de financement du Trésor, les taux moyens pondérés ressortent en hausse à fin août 2022 comparativement à la même période en 2021.

4.1 Recettes ordinaires

L'exécution budgétaire au titre des huit premiers mois de l'année fait ressortir une progression de 24,5% à 215,8 milliards des recettes ordinaires, reflétant des accroissements de 19,6% à 189,9 milliards des rentrées fiscales et de 92,7% à 23,4 milliards de celles non fiscales. L'évolution favorable du produit fiscal concerne les principales rubriques à l'exception de la TVA à l'intérieur.

S'agissant des recettes des impôts directs, elles ont été réalisées à hauteur de 74,5% par rapport à la loi de finances (LF), affichant une hausse de 26,6% à 72,8 milliards, liée essentiellement à l'amélioration de 51,4% à 38,2 milliards des rentrées de l'IS. Cette hausse est tirée notamment par les sociétés des secteurs phosphatier, financier et cimentier. Ce rebond résulte des progressions de 6,9 milliards des recettes au titre du complément des régularisations, de 3,6 milliards du premier acompte et de 2,9 milliards du deuxième acompte. Pour leur part, les rentrées de l'IR ont augmenté de 5,7% à 33 milliards, enregistrant ainsi un taux de réalisation de 76,7%, avec notamment des accroissements de 4,6% à 6,9 milliards de l'IR sur les salaires servis par la Direction des Dépenses de Personnel

et une baisse de 4,9% à 2,7 milliards de l'IR sur les profits immobiliers. Il est à noter que l'amélioration de l'IR a permis de compenser l'effet de base lié aux recettes exceptionnelles réalisées en 2021 dans le cadre des opérations de régularisation spontanée de la situation fiscale des contribuables qui ont totalisé 836 millions de dirhams.

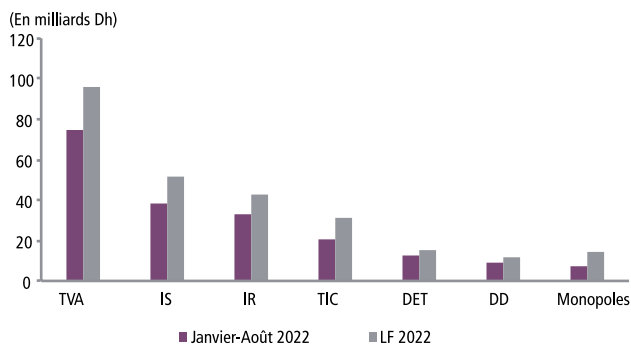
Du côté des recettes des impôts indirects, elles se sont améliorées de 15% à 95,5 milliards, reflétant des accroissements de 18,2% à 74,9 milliards des rentrées de la TVA et de 4,6% à 20,6 milliards de celles de la TIC. Celles-ci incorporent notamment des progressions de 7% à 8 milliards des recettes de la TIC sur les tabacs et de 22,9% à 1,7 milliard pour celle sur les autres produits hors produits énergétiques et tabacs. L'amélioration de la TVA est attribuable à celle à l'importation qui a drainé des recettes de 52,5 milliards, en progression de 32,7%, tirées par le renchérissement des produits énergétiques, alors que celle à l'intérieur est ressortie en repli de 5,7% à 22,4 milliards, sous l'effet essentiellement de la hausse des remboursements des crédits de TVA à 7,6 milliards au lieu de 5,6 milliards à fin août 2021.

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

	Janv. août 2021	Janv. août 2022	Var en %	LF 2022	Réalisation par rapport à la LF (%)
Recettes ordinaires	173,4	215,8	24,5	286,8	75,2
Recettes fiscales	158,8	189,9	19,6	251,8	75,4
- Impôts directs	57,5	72,8	26,6	97,7	74,5
Dont I.S	25,2	38,2	51,4	51,4	74,3
I.R	31,2	33,0	5,7	43,0	76,7
- Impôts indirects	83,0	95,5	15,0	127,1	75,1
TVA*	63,3	74,9	18,2	96,4	77,7
TIC	19,7	20,6	4,6	30,8	66,8
- Droits de douane	7,7	9,3	21,2	12,0	77,3
- Enregistrement et timbre	10,6	12,4	16,2	14,9	82,9
Recettes non fiscales	12,1	23,4	92,7	30,9	75,6
- Monopoles et participations	6,8	7,1	4,7	14,0	50,8
- Autres recettes	5,4	16,3	204,1	17,0	96,1
Dons CCG	0,2	0,4	143,6	0,7	54,3
Recettes des méca- nismes spécifiques	0,0	10,2		12,0	85,0
Recettes des CST	2,4	2,5	2,2%	4,1	59,8

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

Pour leur part, les rentrées des droits de douane se sont accrues de 21,2% à 9,3 milliards, tandis que celles des droits d'enregistrement et de timbre ont progressé de 16,2% à 12,4 milliards en liaison avec l'augmentation des droits d'enregistrement, de la taxe sur les contrats d'assurance et de la taxe spéciale annuelle sur les véhicules.

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


Sources : Données 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 ce qui est des recettes non fiscales, elles se sont établies à 23,4 milliards, en hausse de 11,3 milliards comparativement à fin août 2021. Cette amélioration s'explique principalement par celle des « autres recettes » qui se sont situées à 16,3 milliards, dont 10,2 milliards au titre des recettes des mécanismes de financements spécifiques et 380 millions en dons CCG. Quant aux recettes de monopoles et participations, elles ont atteint 7,1 milliards, au lieu de 6,8 milliards un an auparavant, versées par l'OCP à hauteur de 4 milliards, par l'ANCFCC pour 2,2 milliards et par Bank Al-Maghrib pour 505 millions.

4.2 Dépenses

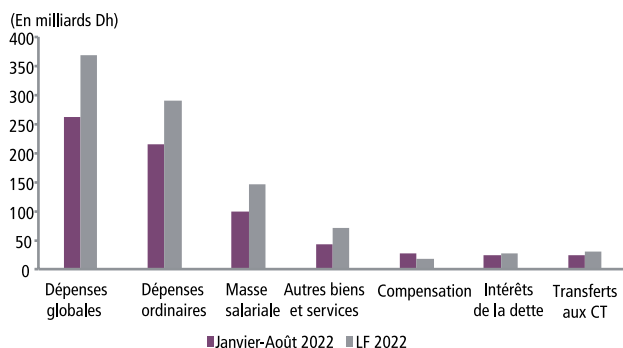
Les dépenses globales se sont élevées à 262,2 milliards au terme des huit premiers mois de l'année 2022, en alourdissement de 13,1%. Cette évolution reflète des accroissements de 13,4% à 215 milliards des dépenses ordinaires et de 11,6% à 47,2 milliards de celles d'investissement. Les dépenses de biens et services ont atteint 140,6 milliards, en hausse de 3,8% par rapport à fin août 2021, résultat des augmentations de 3,5% à 97,9 milliards de la masse salariale et de 4,6% à 42,6 milliards des dépenses des autres biens et services. Celles-ci tiennent compte notamment des progressions de 4,2% à 22,2 milliards des transferts au profit des établissements et entreprises publics et de 14,7% à 3,9 milliards des versements aux comptes spéciaux du Trésor. L'évolution de la masse salariale incorpore, pour la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel, des augmentations de 1,6% de sa composante structurelle et de 24,5% à 5,2 milliards des rappels.

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

	Janv. août 2021	Janv. août 2022	Var en %	LF 2022	Exécution par rapport à la LF (%)
Dépenses globales	231,9	262,2	13,1	369,0	71,1
Dépenses ordinaires	189,6	215,0	13,4	291,0	73,9
Biens et services	135,4	140,6	3,8	217,0	64,8
Personnel	94,7	97,9	3,5	147,5	66,4
Autres biens et services	40,8	42,6	4,6	69,4	61,4
Intérêts de la dette	22,4	23,4	4,2	28,1	83,3
Compensation	12,7	28,6	125,2	17,0	168,0
Transferts aux CT	19,0	22,5	18,2	28,9	77,7
Investissement	42,3	47,2	11,6	78,0	60,5

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

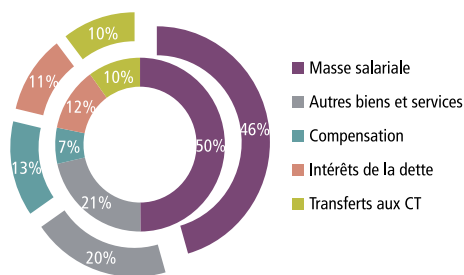
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

S'agissant des dépenses liées aux intérêts de la dette, elles se sont accrues de 4,2% à 23,4 milliards, avec un accroissement de 5,2% à 20,4 milliards de celles sur la dette intérieure et une diminution de 2% à 3 milliards de celles sur la dette extérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires



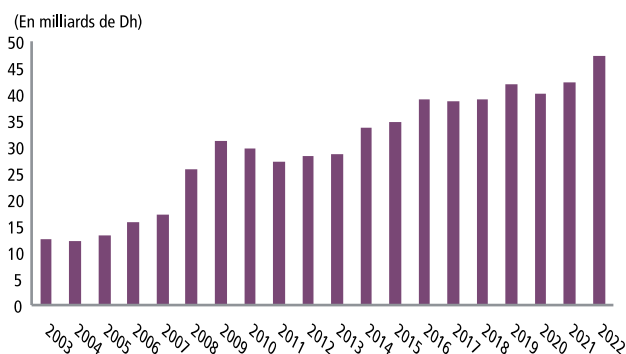
Anneau intérieur : Janvier-Août 2021
Anneau extérieur : Janvier-Août 2022

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

Pour sa part, la charge de compensation s'est établie à 28,6 milliards, en rebond de 125,2%, soit un taux de réalisation de 168% par rapport à la loi de finances et de 86,6% si on tient compte des crédits supplémentaires de 16 milliards ouverts par décret adopté en juin. Cette évolution s'explique notamment par l'appréciation du cours moyen du gaz butane de 42,4% à 801,5 dollars la tonne à fin août. En outre, ces charges comprennent les subventions accordées aux professionnels du secteur du transport pour un montant de 2,1 milliards au titre des quatre versements réalisés jusqu'à fin août et ce, dans le cadre des mesures décidées par le Gouvernement pour faire face au renchérissement des cours des produits énergétiques.

Quant aux dépenses d'investissement, elles ont progressé de 11,6% à 47,2 milliards, tenant compte notamment d'un versement de 19,4 milliards aux Comptes Spéciaux du Trésor, contre 16,3 milliards à fin août 2021. Le niveau d'exécution de ces dépenses par rapport à la LF ressort à 60,5%.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin août



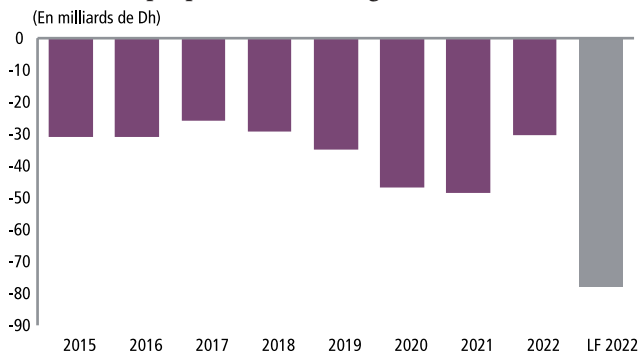
Source : Données MEF (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

L'exécution budgétaire s'est soldée par un déficit, hors produit de cession des participations de l'Etat, de 30,4 milliards contre 48,7 milliards un an auparavant. Cette évolution reflète en partie l'amélioration de 6,3 milliards à 16 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor qui incorpore une recette de

6,4 milliards, issue de la Contribution sociale de solidarité sur les bénéficiaires et les revenus, affectée au Fonds d'appui à la protection sociale et à la cohésion sociale, contre 3,6 milliards à fin août 2021. Le Trésor a, par ailleurs, réduit son stock des opérations en instance d'un montant de 3,6 milliards, ramenant ainsi le déficit de caisse de 67,2 milliards à 34 milliards à fin août 2022.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin août



Source : Données MEF (DTFE).

Le besoin de financement du Trésor a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 26,6 milliards et par un flux net extérieur de 7,3 milliards, contre 3 milliards un an auparavant. Les tirages extérieurs bruts se sont élevés à 13,6 milliards, dont 9,6 milliards de la Banque Mondiale et 1,8 milliard provenant de la Banque Africaine de Développement.

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

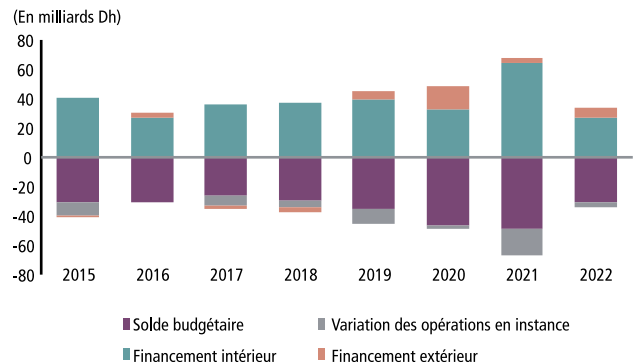
	Janv.-août 2021	Janv.-août 2022	LF 2022
Solde ordinaire	-16,2	0,8	-4,2
Solde des CST	9,8	16,0	4,5
Solde primaire	-26,3	-7,0	-49,6
Solde budgétaire	-48,7	-30,4	-77,6
Variation des opérations en instance	-18,5	-3,6	
Besoin de financement	-67,2	-34,0	-77,6
Financement intérieur	58,8	26,6	52,0
Financement extérieur	3,0	7,3	20,7
Produit de cession des participations de l'Etat	5,4	0,0	5,0

Source : Données MEF (DTFE).

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a porté sur un montant net de 12,8 milliards contre 35,2 milliards un an auparavant.

Les souscriptions nettes ont concerné notamment les bons à 26 semaines pour un montant de 7,2 milliards, les bons à 13 semaines à hauteur de 5,6 milliards, et ceux à 5 ans pour 5 milliards. En parallèle, les remboursements nets ont porté notamment sur les bons à 52 semaines pour un montant de 2,7 milliards, ceux à 2 ans pour 2,4 milliards et les bons à 15 ans pour 357 millions.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin août *



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

Source : Données MEF (DTFE).

S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, les données arrêtées à fin août indiquent une hausse des taux moyens pondérés par rapport à la même période en 2021. Pour les maturités courtes, les augmentations ont atteint 28 points de base (pdb) à 1,70% pour les maturités à 26 semaines, 25 pdb à 1,79% pour celles à 52 semaines, 25 pdb à 1,61% pour celles à 13 semaines et 21 pdb à 1,93% pour celles à 2 ans. De même pour les maturités moyenne et longue, les taux ont enregistré des hausses de 22 pdb à 2,2% pour les bons à 5 ans, 9 pdb à 2,43% pour les maturités à 10 ans et 6 pdb pour celles à 15 ans.

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

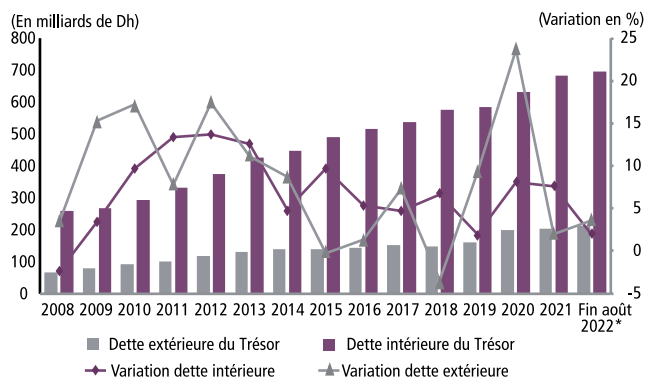
	2017	2018	2019	2020	2021	Fin août 2022*
Dette extérieure du Trésor	153,2	148,0	161,6	199,7	203,8	211,1
Var en %	7,3	-3,4	9,2	23,6	2,0	3,6
Dette intérieure du Trésor	539,1	574,6	585,7	632,9	681,5	695,7
Var en %	4,8	6,6	1,9	8,1	7,7	2,1
Encours de la dette directe	692,3	722,6	747,3	832,6	885,3	906,8
Var en %	5,3	4,4	3,4	11,4	6,3	2,4

* Pour la dette à fin août 2022, elle est estimée sur la base des flux de financement nets générateurs de dette.

Source : Données MEF (DTFE).

Pour ce qui est de la dette publique directe, son encours aurait progressé de 2,4% à fin août 2022 comparativement à son niveau à fin décembre 2021, avec des hausses de 3,6% de sa composante intérieure et de 2,1% de celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



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

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Au premier trimestre 2022, la croissance de l'économie nationale a décéléré à 0,3% après 2% au même trimestre de 2021, résultat d'une contraction de 14,3%, après un rebond de 19,4%, de la valeur ajoutée agricole et d'une hausse de 2,5% de celle non agricole après une quasi-stagnation. Du côté de la demande, la contribution de sa composante intérieure à la croissance a fortement baissé de 6,8 points à 0,8 point, tandis que celle des échanges extérieurs de biens et services s'est atténuée de -4,8 points de pourcentage à -0,5 point.

Aux deuxième et troisième trimestres 2022, et dans un contexte marqué par les implications du conflit en Ukraine et les conditions climatiques défavorables ayant caractérisé la campagne agricole 2021-2022, l'activité économique aurait poursuivi son atonie avec une croissance moyenne limitée à 0,9%, après 11,4% un an auparavant, reflétant une régression de 14,8% de la valeur ajoutée agricole et un accroissement de 3,7% de celle non agricole.

Sur le marché du travail, la situation s'est relativement améliorée entre le deuxième trimestre 2021 et la même période de 2022, avec une création de 133 mille emplois, après celle de 405 mille un an auparavant, recouvrant une baisse de 210 mille postes dans l'agriculture et une augmentation de 343 mille dans les activités non agricoles dont plus des deux tiers dans les services. Tenant compte d'une sortie nette de 86 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a reculé de 0,9 point à 45,2% et le taux de chômage est revenu de 12,8% à 11,2% globalement, de 18,2% à 15,5% dans les villes et de 4,8% à 4,2% dans les campagnes.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

Les dernières données des comptes nationaux relatives au premier trimestre de 2022 font ressortir une décélération du rythme de la croissance de la consommation des ménages à 1,1% après 6% au même trimestre une année auparavant et sa contribution à la croissance a reculé de 3,5 points de pourcentage à 0,7 point.

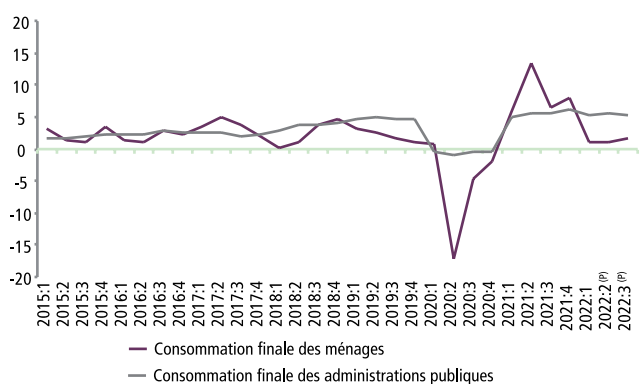
Aux deuxième et troisième trimestres, le rythme de progression de la consommation des ménages aurait ralenti à 1,3% en moyenne après 10% à la même période de 2021, reflétant la baisse des revenus agricoles, la flambée des prix à la consommation et la forte dégradation de l'indice de confiance des ménages qui se situe 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 crédits à la consommation se seraient améliorés de 2,8% à fin juillet après 1,1% un an auparavant.

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, sa dynamique se serait accélérée, en glissement annuel, de 4,9% à 5,4% au

premier trimestre 2022 après 4,9% un an auparavant, et sa participation à la croissance est restée stable autour d'un point de pourcentage.

Au cours des deuxième et troisième trimestres, son rythme aurait décéléré de 5,6% à 5,4% en liaison notamment avec le ralentissement du rythme de progression des dépenses de biens et services à 5,2% à fin juillet après 5,3% à la même période un an auparavant.

Graphique 5.1 : Dépenses de consommation (variation en %)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

5.1.2 Investissement

Au premier trimestre de 2022, l'investissement a accusé un recul de 3,4% après un accroissement de 10,2% un an auparavant.

Les indicateurs disponibles indiquent que son rythme aurait ralenti à 2,3% en moyenne au cours des deuxième et troisième trimestres de l'année en cours, contre 10,2% un an auparavant. Cette évolution traduit notamment la décélération à 3,4% des importations de biens d'équipement en volume et le repli de 2,3% à fin juillet des crédits à l'équipement. Par ailleurs, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie au titre du deuxième trimestre font ressortir que le climat des affaires a été qualifié de « défavorable » par 34% des entreprises sondées contre 30% un an auparavant.

5.2 Demande extérieure

Au premier trimestre 2022, les exportations nettes de biens et services en volume ont de nouveau participé négativement à la croissance à hauteur de -0,5 point de pourcentage au lieu de -4,8 points durant le premier trimestre 2021. Les exportations ont affiché une progression de 6,6% contre une baisse de 8,2%, tandis que les importations se sont inscrites en hausse de 6,8% après 6,2%.

En termes de perspectives, les exportations auraient ralenti à 5% durant les deuxième et troisième trimestres, en lien en particulier avec la décélération du rythme des expéditions automobiles à fin juillet, les exportations des phosphates et dérivés ayant à l'inverse vu leur rythme s'accélérer.

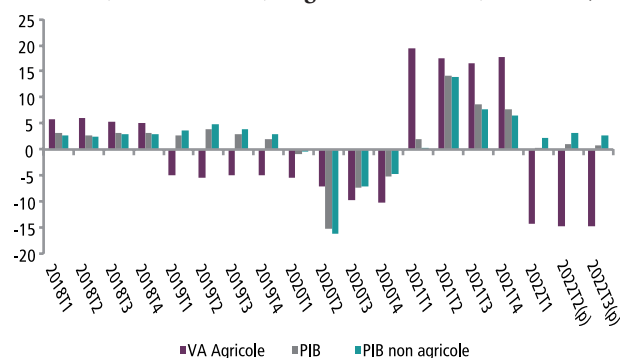
En regard, les importations auraient enregistré un ralentissement à 8,8%, sous l'effet particulièrement de celui des importations des biens d'équipement en volume.

5.3 Offre globale

Au premier trimestre 2022, la croissance économique a connu une décélération à 0,3% après 2% au même trimestre de 2021. Celle-ci reflète une contraction de 14,3%, après un rebond de 19,4%, de la valeur ajoutée agricole et une hausse de 2,5% de celle non agricole après une quasi-stagnation.

Aux deuxième et troisième trimestres, l'activité aurait nettement ralenti à 0,9% en moyenne après 11,4% un an auparavant. La valeur ajoutée agricole aurait diminué de 14,8% en liaison avec une mauvaise campagne agricole, avec en particulier une récolte céréalière de 34 millions de quintaux, et un déficit hydrique important. Celle non agricole, pour sa part, se serait accrue de 3,7% au lieu de 10,4%.

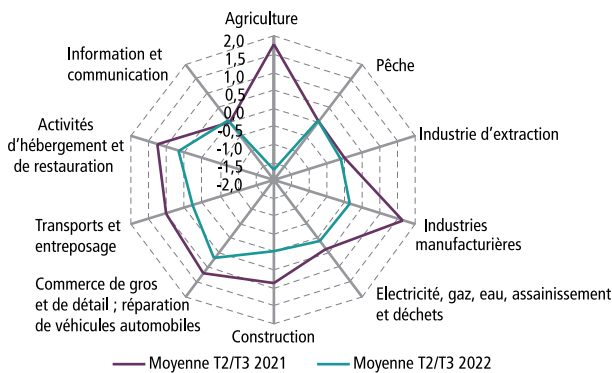
Graphique 5.2 : PIB par composantes (aux prix de l'année précédente, variation en %, en glissement annuel, base 2014)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Au niveau du secteur secondaire, la valeur ajoutée aurait enregistré un léger accroissement de 0,5% après celui de 11,2% un an auparavant. Elle se serait contractée de 5,5% dans l'industrie d'extraction, en liaison avec la baisse de la demande mondiale en engrais, et de 0,6% dans la construction. A l'inverse, elle aurait augmenté de 2,8% dans la branche « Electricité, gaz, eau, assainissement et déchets » et de 1,1% dans les industries manufacturières.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Dans le secteur tertiaire, le rythme de l'activité se serait amélioré de 5,3% en moyenne au cours des deuxième et troisième trimestres au lieu de 10,1% la même période de l'année précédente. En particulier, les deux branches « activités d'hébergement et de restauration » et « transport et entreposage » auraient poursuivi leur redressement, bien que partiel, avec des accroissements respectifs de 26,7% et de 8% bénéficiant notamment de l'ouverture des frontières et de l'opération Marhaba 2022.

5.4 Marché du travail et capacités de production

5.4.1 Activité et emploi

Entre le deuxième trimestre 2021 et la même période de 2022, la situation sur le marché du travail a été marquée par un repli de 0,7% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à près de 12,4 millions de personnes, résultat d'une régression de 3,8% dans les campagnes et d'une progression de 1,4% dans les villes.

Compte tenu d'une hausse de 1,4% de la population en âge d'activité, le taux d'activité a diminué de 0,9 point à 45,2%, avec une baisse plus marquée de 2,1 points dans les campagnes contre 0,3 point dans les villes.

En parallèle, l'économie nationale a créé 133 mille emplois, après 405 mille un an auparavant, et la population active occupée s'est ainsi accrue de 1,2% à 11 millions de personnes. A l'exception de l'agriculture qui a accusé une perte de 210 mille emplois, les autres secteurs ont connu des augmentations s'élevant à 237 mille postes dans les services, à 76 mille dans l'industrie y compris l'artisanat et à 30 mille dans le BTP.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

Tenant compte du recul de la population active, la population active au chômage a régressé de 13,6% à près de 1,4 million de personnes, et le taux de chômage est revenu de 12,8% à 11,2% au niveau national, de 18,2% à 15,5% dans les villes et de 4,8% à 4,2% dans les campagnes. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux s'est replié de 0,6 point à 30,2% globalement et de 0,8 point à 46,4% pour les citoyens. Parallèlement, le taux de sous-emploi¹ est revenu de 9,2% à 8,5% globalement, de 8,9% à 7,7% en milieu urbain et de 9,5% à 9,6% dans les zones rurales.

5.4.3 Productivité et salaires

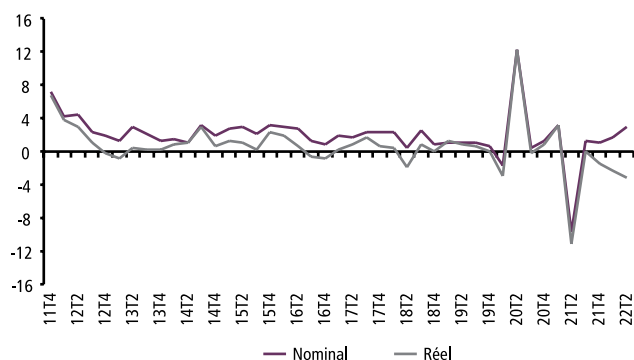
Dans les activités non agricoles, la productivité apparente du travail, appréhendée par le ratio de la valeur ajoutée à l'emploi, se serait contractée, au deuxième trimestre 2022, de 0,7%, en glissement annuel, après une amélioration de 12% la même période de l'année précédente. Cette évolution aurait résulté d'un ralentissement de 13,3% à 4% de la valeur ajoutée et d'une accélération de 1,2% à 4,7% 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 progressé au deuxième trimestre 2022, en termes nominaux, de 2,9% au lieu d'un repli de 9,7% la même période de l'année précédente, et a

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

accusé, en termes réels, une nouvelle baisse de 3,1% après celle de 11,1%.

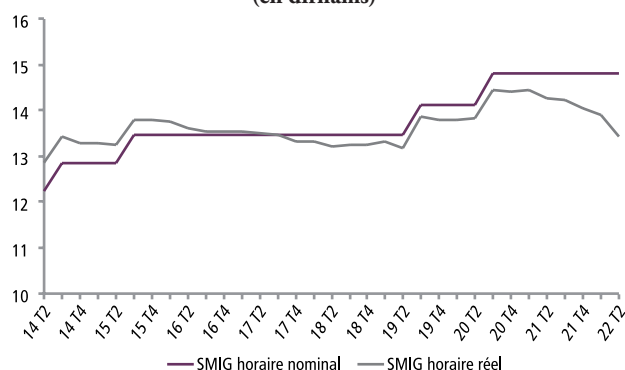
Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)



Sources: CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il est resté inchangé au deuxième trimestre 2022 à 14,81 dirhams en termes nominaux. Tenant compte d'une hausse de 6,3% de l'indice des prix à la consommation, il aura ainsi accusé un recul de 5,9% en termes réels. Au troisième trimestre, dans le cadre de l'adoption du décret portant fixation du montant du salaire minimum le 1^{er} septembre en application de l'accord social conclu le 30 avril, le SMIG horaire devrait augmenter de 5% pour passer à 15,55 dirhams en termes nominaux et baisser de 2,7% en termes réels.

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



Sources : Ministère du Travail et de l'Insertion Professionnelle et calculs BAM.

Dans ces conditions, l'output-gap devrait rester négatif aux deuxième et troisième trimestres 2022.

Graphique 5.6 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T2 2021	T2 2022
Taux d'activité (en %)	46,1	45,2
Urbain	42,6	42,3
Rural	52,9	50,8
Taux de chômage (en %)	12,8	11,2
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	30,8	30,2
Urbain	18,2	15,5
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	47,2	46,4
Rural	4,8	4,2
Créations d'emplois (en milliers)	405	133
Urbain	-9	285
Rural	414	-152
Secteurs		
- Agriculture, forêt et pêche	318	-210
- Industrie y compris l'artisanat	-53	76
- BTP	108	30
- Services	40	237
Productivité apparente du travail non agricole (variation en %)	12	-0,7
Indice des salaires moyens (variation en %)		
Nominal	-9,7	2,9
Réel	-11,1	-3,1

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

Les pressions inflationnistes se sont intensifiées au cours des derniers mois et leur diffusion s'est élargie à des produits autres que ceux directement impactés par les facteurs externes. Dans un contexte de persistance des goulets d'étranglement et des niveaux élevés des cours des matières premières notamment alimentaires et énergétiques, l'inflation est ressortie plus élevée que prévu dans le RPM de juin dernier, s'établissant à 6,3% en moyenne au deuxième trimestre 2022. Elle a ensuite atteint 7,7% en juillet et 8% en août, son plus haut depuis près de 30 ans. En plus de la hausse plus importante observée des prix des produits alimentaires à prix volatils et de ceux des carburants et lubrifiants, l'inflation sous-jacente s'est nettement accélérée à 7,6% en moyenne en juillet et août au lieu de 6,6% en moyenne au deuxième trimestre, tirée par l'augmentation du rythme de progression des prix des produits échangeables à 11,4% et un relatif accroissement de celui des non échangeables à 2,9%.

Au troisième trimestre 2022, l'inflation devrait atteindre un pic de 7,9%. Elle continuerait d'être portée par l'accélération prévue de sa composante sous-jacente à 7,5%.

6.1 Evolution de l'inflation

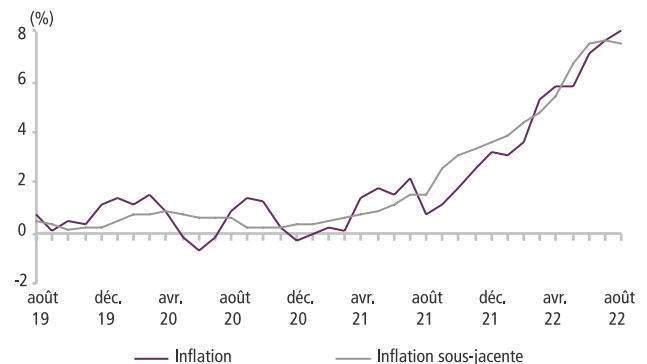
L'inflation a poursuivi sa montée, passant de 6,3% au deuxième trimestre à 7,9% en moyenne en juillet et août. Son accélération est attribuable, en majeure partie, à celle de 6,4% à 13,1% du rythme des prix des produits alimentaires à prix volatils et de 6,6% à 7,6% de l'inflation sous-jacente, elle-même portée principalement par la flambée des prix de sa composante alimentaire. De même, l'évolution plus rapide des prix des carburants et lubrifiants au cours de ces deux mois par rapport au deuxième trimestre a contribué, quoique dans une moindre mesure, à la progression observée de l'inflation. En revanche, les tarifs réglementés ressortent en repli de 0,3% en moyenne en juillet et août au lieu de celui de 0,1% le trimestre précédent.

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

Pâtissant au plan interne de contraintes d'offre et au plan externe du niveau encore élevé des intrants agricoles, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont cumulé des hausses mensuelles de 6,9% en juillet et août reflétant essentiellement le renchérissement de 56,2% des « agrumes », de 5,8% des « légumes

frais » et de 7,5% des « poissons frais ». En comparaison annuelle, ces prix ressortent en augmentation de 13,1% en moyenne en juillet et août au lieu de 6,4% au deuxième trimestre, portant leur contribution à l'inflation à 1,6 point de pourcentage contre 0,8 point au trimestre précédent.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

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

(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	juin 22	juil. 22	août 22	juin 22	juil. 22	août 22
Inflation	0,5	0,9	0,3	7,2	7,7	8,0
- Produits alimentaires à prix volatils	-2,4	2,7	4,2	6,8	9,6	16,9
- Produits réglementés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,5
- Carburants et lubrifiants	9,2	4,4	-10,1	62,1	64	46,8
Inflation sous-jacente	0,8	0,6	0,2	7,5	7,6	7,5
- Produits alimentaires	1,3	1,1	0,1	13,9	14,5	14,0
- Articles d'habillement et chaussures	0,2	0,2	0,5	5,1	5,4	5,8
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,4	0,2	0,2	2,1	2,1	2,1
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,8	0,5	0,3	5,7	6	6,2
- Santé ¹	0,4	0,0	-0,4	2,9	2,9	2,4
- Transport ²	1,0	0,3	1,1	5,0	4,6	5,5
- Communication	0,2	0,0	0,2	0,4	0,4	0,6
- Loisirs et cultures ¹	0,9	0,1	0,3	7,4	7,5	7,7
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	1,3	1,3	1,3
- Restaurants et hôtels	1,4	0,9	0,6	2,5	3,1	3,6
- Biens et services divers ¹	0,2	0,1	0,1	4,4	3,1	3,2

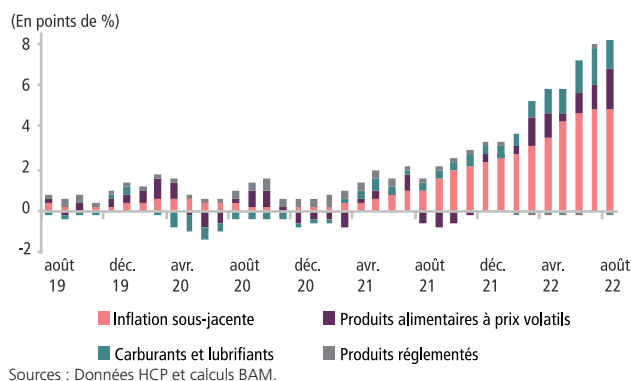
1 Hors produits réglementés.

2 Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

Sources : HCP et calculs BAM.

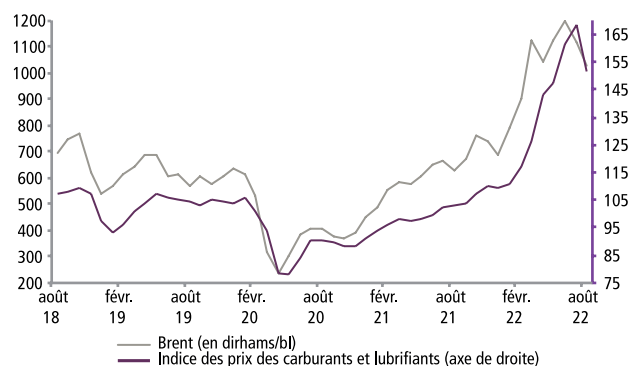
Concernant les tarifs réglementés, ils ressortent en quasi-stagnation en moyenne en juillet et août par rapport au deuxième trimestre 2022, les aides octroyées par l'Etat aux transporteurs ayant limité la transmission des hausses des prix à la pompe aux prix du transport routier de passagers. En comparaison annuelle, et sous un effet de base, les prix des produits réglementés ressortent en léger repli de 0,3% en moyenne en juillet et août au lieu de celui de 0,1% au deuxième trimestre 2022. Au total, la contribution des tarifs réglementés à l'inflation ressort négative à -0,1 point de pourcentage après une contribution nulle au deuxième trimestre de 2022.

Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation



De leur côté, les carburants et lubrifiants ont connu une nouvelle hausse de leur prix moyen en juillet et août par rapport au deuxième trimestre en dépit du repli des cours des produits pétroliers, avec notamment une baisse du cours 112,7\$/bl au deuxième trimestre à 103,8\$/bl pour le Brent et un recul de près de moitié de la marge brute de raffinage¹. Ces effets baissiers ont été en partie compensés par la dépréciation de 3,7% de la monnaie nationale vis-à-vis du dollar américain. Comparés au même mois de l'année dernière, les prix des carburants et lubrifiants ressortent en hausse de 55,4% contribuant à hauteur de 1,5 point de pourcentage à l'inflation en moyenne en juillet et août 2022 au lieu de 1,4 point au cours du trimestre précédent.

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



¹ Calculée par la direction générale de l'énergie et du climat en France, elle correspond à la différence entre la valorisation d'un panier représentatif de produits pétroliers raffinés sur le marché de Rotterdam et la cotation du Brent. Sa valeur est passée de 20,9 \$/bl au deuxième trimestre à 10,8 \$/bl en moyenne en juillet et août.

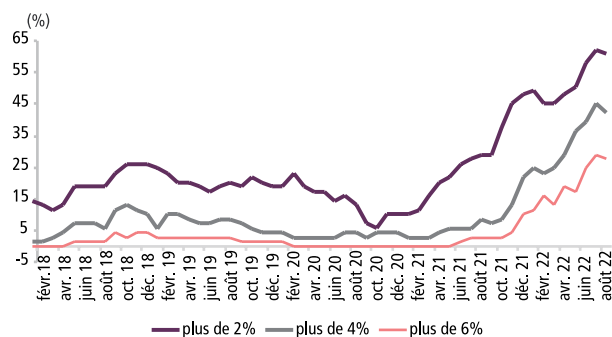
6.1.2 Inflation sous-jacente

La hausse de l'inflation fondamentale s'est poursuivie en juillet et août, traduisant l'intensification des pressions inflationnistes. L'inflation sous-jacente, mesurée par la méthode de l'exclusion, est ainsi passée de 6,6% en moyenne au deuxième trimestre à 7,6% en moyenne en juillet et août, portée dans une large mesure par l'accélération des prix des produits alimentaires qui y sont inclus. En dépit des replis successifs observés depuis avril 2022 des cours mondiaux, ces derniers continuent d'augmenter d'un mois à l'autre, ressortant en progression de 14,3% en moyenne en juillet et août au lieu de 12% en comparaison annuelle au deuxième trimestre. Ils sont tirés par des hausses des prix de 32,4% au lieu de 28,9% pour les « huiles », de 8,9% après 2,7% pour les « produits laitiers » et de 5,2% contre 3,3% pour les « viandes fraîches ».

Hors produits alimentaires, les prix se sont accrus de 6,1% après 4,6% pour les « meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer » et de 7,7% au lieu de 5,5% pour les « loisirs et cultures » hors produits réglementés.

La hausse des prix continue de se diffuser au sein des produits non alimentaires. La part de ceux dont les prix ont progressé de plus de 2% a atteint 62% en moyenne en juillet et août au lieu de 49% en janvier 2022 et 20% en moyenne entre 2018 et 2019.

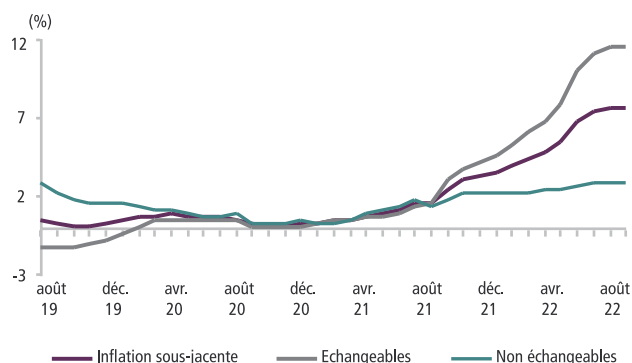
Graphique 6.4 : Part* des produits non alimentaires dont l'évolution en glissement annuel dépasse 2%, 4% et 6% (en %)



*Il s'agit de la part dans le panier de l'IPCX hors produits alimentaires.

Sources : HCP et calcul BAM.

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



Sources : Données HCP et calculs BAM.

La ventilation du panier de l'indicateur de l'inflation sous-jacente en produits échangeables et non échangeables indique que son accélération demeure nourrie majoritairement par celle de sa composante échangeable. Les prix de cette dernière ont, en effet, vu leur rythme de progression s'accroître à 11,4% en moyenne en juillet et août au lieu de 9,7% au deuxième trimestre dans un contexte marqué par une hausse de 8,1% à 9% de l'inflation dans la zone euro, principal partenaire commercial du Maroc.

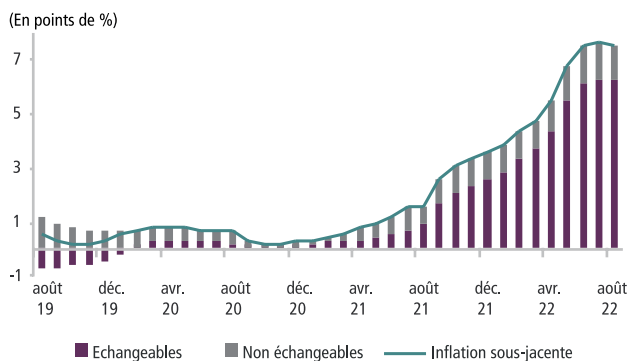
Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables

(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	juin 22	juil. 22	août 22	juin 22	juil. 22	août 22
Biens échangeables	1,1	0,6	0,4	11,1	11,4	11,4
Biens non échangeables	0,4	0,5	-0,1	3,0	3,0	2,8
Inflation sous-jacente	0,8	0,6	0,2	7,5	7,6	7,5

Sources : Données HCP et calculs BAM.

Quant aux prix des produits non échangeables, ils ont vu leur rythme d'accroissement passer de 2,8% au deuxième trimestre à 2,9% en moyenne en juillet et août. Leur contribution à l'inflation sous-jacente ressort de 1,3 point de pourcentage après 1,2 point un trimestre auparavant.

Graphique 6.6 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente



Sources : Données HCP et calculs BAM.

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

L'inflation devrait continuer de s'accélérer à court terme pour atteindre un pic de 7,9% en moyenne au troisième trimestre 2022 après 6,3% un trimestre auparavant. Elle serait tirée principalement par le renchérissement plus marqué des produits alimentaires à prix volatils qui ressortirait, tenant compte des données des prix au niveau du marché de gros, à 13% après 6,4% le trimestre précédent.

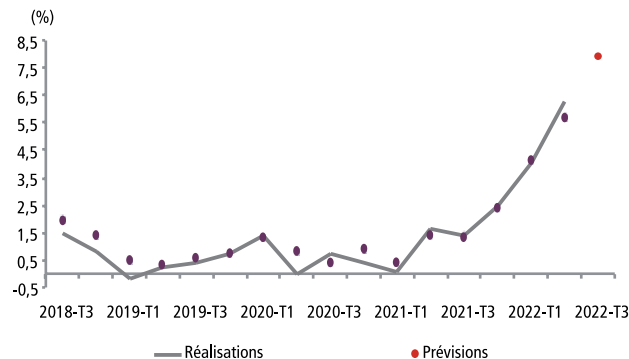
De même, l'inflation sous-jacente continuerait d'être orientée par sa composante alimentaire. Elle devrait ainsi ressortir à 7,5% au lieu de 6,6%.

Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants devraient augmenter d'une année à l'autre de 61,1% après 53,1% observé au cours du deuxième trimestre en lien avec l'évolution prévue des cours internationaux des produits pétroliers et du taux de change du dirham vis-à-vis du dollar.

Tenant compte des mesures prises pour maintenir inchangés les prix des livres scolaires, de la reconduction du soutien exceptionnel supplémentaire destiné aux professionnels du transport routier, et en l'absence de nouvelles décisions gouvernementales sur les autres produits réglementés, les tarifs de ces derniers devraient

poursuivre leur évolution tendancielle d'un trimestre à l'autre. Ils ressortiraient toutefois, sous un effet de base, en repli de 0,3% après celui de 0,1% le trimestre précédent.

Graphique 6.7 : 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.

Encadré 6.1 : Enrichissement de la panoplie des indicateurs de l'inflation sous-jacente

Dans leurs analyses et prévisions de l'inflation servant de base à la prise de décision en matière de politique monétaire, les banques centrales se réfèrent à l'indice des prix à la consommation (IPC). Ce dernier peut présenter une forte volatilité à court terme en raison des variations des prix de certains produits, souvent exogènes et de très court terme ne reflétant pas nécessairement une tendance persistante ou un changement dans les mécanismes de formation des prix et ne justifiant pas par conséquent une intervention de la Banque centrale.

Dans l'objectif d'une meilleure appréciation de l'évolution fondamentale de l'inflation et d'identification des mouvements des prix qui résultent des pressions persistantes de la demande, les autorités monétaires recourent à des mesures de l'inflation sous-jacente. Si le principe et l'objectif de cet indicateur sont clairs, à savoir la distinction entre les variations temporaires et la tendance fondamentale des prix, sa mesure peut se baser sur multiples méthodologies. L'utilisation de différentes approches permet une appréciation plus fine de l'évolution fondamentale de l'inflation.

Parmi les méthodologies les plus utilisées, autre que celle de l'exclusion, figure la moyenne tronquée dont le principe est d'exclure à chaque période les composantes qui présentent les variations les plus erratiques. Son principal inconvénient est la difficulté d'interprétation de son évolution sur la base de la contribution de ses différentes composantes en raison du changement de sa composition.

L'une des solutions pour contourner ce problème est de se baser sur une combinaison de l'approche traditionnelle de l'exclusion avec celle de la troncature. La Banque de France par exemple a mis en place un nouvel indicateur nommé « fine core inflation » pour l'extraction de l'inflation sous-jacente de la zone euro¹. Le principe de cette nouvelle mesure repose sur l'exclusion permanente des composantes les plus volatiles sur une période de référence au lieu des groupes entiers de catégories de produits de consommation (alimentation et énergie) dans le cas de l'indicateur sous-jacent traditionnel. Le nouvel indicateur ainsi obtenu montre des propriétés de stabilité et de réactivité au cycle économique², meilleures que l'indicateur traditionnel.

Calcul de l'indice « fine core inflation » pour le Maroc

Etant donné que les données mensuelles officielles de l'IPC remontent à 2007, la période de référence retenue est 2008-2019. Celle allant de 2020 à juillet 2022 a été exclue en raison du contexte particulier l'ayant marqué et qui a engendré des comportements inhabituels de certaines composantes de l'IPC. L'application de cette méthode aux composantes de l'IPC indique qu'au seuil de 70%, l'exclusion devrait concerner :

1 Bulletin de la banque de France. Edition mai-juin 2022 « un éventuel nouvel indicateur pour mesurer l'inflation sous-jacente dans la zone euro ». <https://publications.banque-france.fr/un-nouvel-indicateur-possible-pour-mesurer-linflation-sous-jacente-en-zone-euro>.

2 Mesuré par l'écart de production ou le taux de chômage.

- Des produits alimentaires totalisant 25,6% de l'IPC dont la quasi-totalité de ceux exclus de l'IPCX qui représentent 12,3% de l'IPC. Il est à noter que dans le calcul de l'IPCX, BAM a opté pour le critère de la volatilité dans la sélection des produits alimentaires à retenir dans cet indicateur. En effet, l'exclusion de la totalité des prix de ces denrées, qui pèsent près de 37,5% de l'IPC, aurait réduit sa représentativité (Cf. document de référence relatif à l'élaboration de ces indicateurs au niveau du portail de Bank Al-Maghrib).
- Cinq produits non alimentaires, représentant 6% de l'IPC, en l'occurrence les carburants et lubrifiants, les journaux et publications périodiques, les articles de bijouterie et horlogerie, le transport aérien des passagers et les services de téléphonie et de télécopie.

Pour leur part, les produits réglementés sont intégrés dans l'indicateur « core fine inflation » au regard de la faible volatilité de leur prix. Cette composante contribuerait ainsi à la modération du niveau de la tendance fondamentale comparativement à celle estimée par la méthode de l'exclusion.

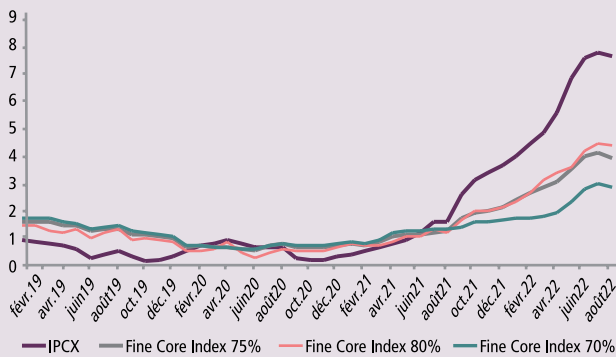
Deux autres mesures retenant une part plus importante de produits du panier de l'IPC, soit 75% et 80% ont été également testées.

Tableau E.6.1.1 : Produits exclus aux seuils de 70%, 75% et 80%

Produits exclus de l'indicateur « fine core inflation »		Poids dans l'IPC		
Au seuil de 70%	Au seuil de 75%	Au seuil de 80%	Agrumes	0,5
			Légumes frais	3,6
			Céréale non transformée	0,6
			Huiles	3,6
			Carburants et lubrifiants pour véhicules de tourisme	2,8
			Fruits frais	1,8
			Légumineuses sèches	0,6
			Céufs	0,8
			Services de téléphonie et de télécopie	2,5
			Bière	0,0
			Journaux et publications périodiques	0,2
			Transport aérien de passagers	2,9
			Volailles et lapin	2,9
			Autres plantes aromatiques	0,1
			Articles de bijouterie et horlogerie	0,2
			Huiles et graisses	0,7
			Poissons frais	1,8
			Thé	0,9
			Produits alimentaires n.c.a	1,3
			Produits à base de céréale	6,4

Source : HCP.

Graphique E.6.1.1 : Evolution des différentes mesures de l'inflation sous-jacente (en variation annuelle %)



Source : Données HCP et calcul BAM.

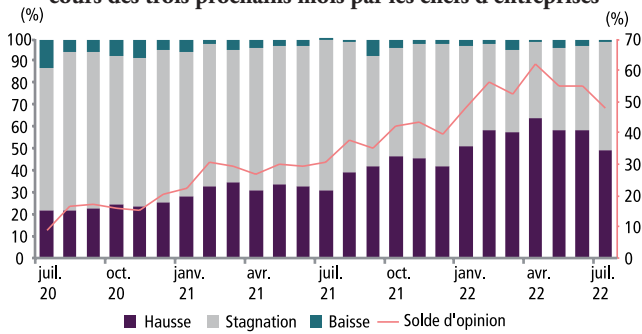
Au total, l'ensemble de ces mesures confirment l'intensification des pressions inflationnistes au cours de la période récente, au même titre que les autres basées sur la méthode de l'exclusion (IPCX), de la moyenne tronquée ou de la double pondération (IPCP). En termes d'ampleur de la variation, l'indicateur « fine core inflation » 70% (respectivement 75% et 80%) ressort en hausse de 2,8% en août 2022 (respectivement 3,9% et à 4,3%) au lieu de 7,5% pour la méthode d'exclusion.

6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, relatifs au mois de juillet 2022, indiquent que 49% des industriels enquêtés anticipent une hausse de l'inflation au cours des trois

prochains mois, contre 60% en moyenne au deuxième trimestre. 49% d'entre eux prévoient une stagnation alors que 2% tablent sur une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à 47%.

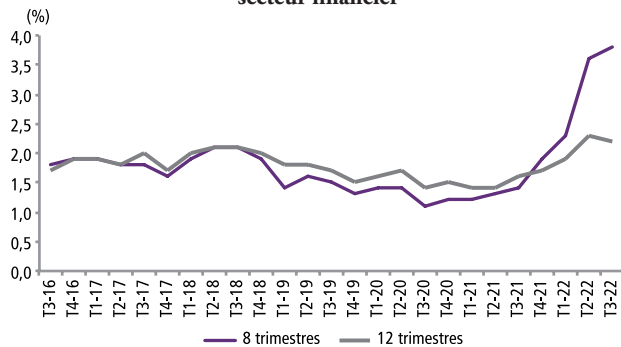
Graphique 6.8 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrib relatifs au troisième trimestre 2022 montrent que les experts financiers anticipent une accélération de l'inflation à 3,8% en moyenne au cours des huit prochains trimestres, contre 3,6% prévu un trimestre auparavant. A plus long terme, ces derniers tablent sur une inflation de 2,2% pour les 12 prochains trimestres, au lieu de 2,3% le trimestre précédent.

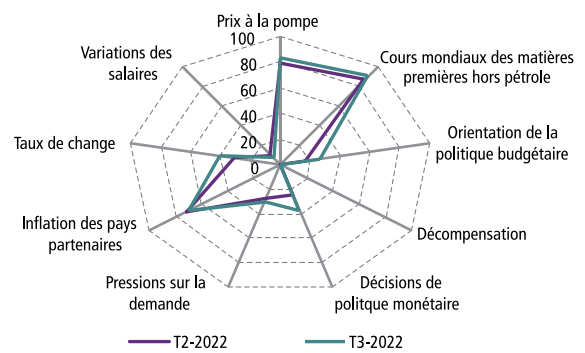
Graphique 6.9 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier



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

Les enquêtés considèrent que l'évolution de l'inflation au cours des huit prochains trimestres serait déterminée principalement par celles des cours mondiaux des matières premières hors pétrole, des prix à la pompe et de l'inflation des pays partenaires.

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



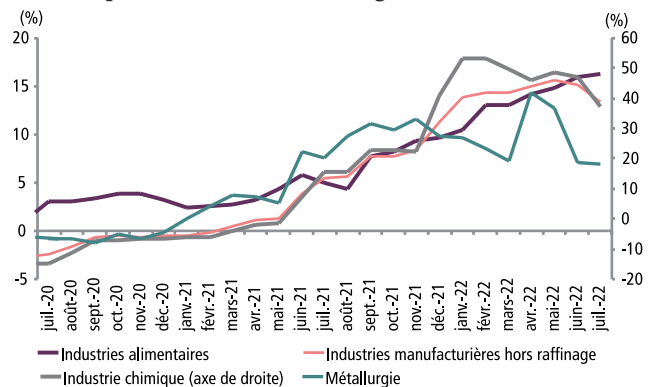
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4 Prix à la production²

Les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage ont vu leur rythme de progression revenir de 15,3% en moyenne au deuxième trimestre à 13,4% en juillet. Ce ralentissement de rythme est attribuable principalement à la décélération de 47,3% à 37% des prix à la production pour l'« industrie chimique », de 31,9% à 17,9% pour la « métallurgie » et de 9,9% à 4,3% pour la branche « fabrication d'équipements électriques ».

En revanche, les prix à la production des industries alimentaires se sont accrus de 16,3% au lieu de 15% au deuxième trimestre.

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



Source : HCP.

² Le HCP a procédé le 26 février 2021 à la publication d'un nouvel indice des prix à la production avec comme base l'année 2018 au lieu de 2010 auparavant.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

Les perspectives de l'économie mondiale continuent de se dégrader en liaison avec les resserrements rapides des conditions monétaires, aussi bien dans les économies avancées qu'émergentes et les craintes sur l'approvisionnement énergétique en Europe. Aux Etats-Unis, après s'être établie à 5,7% en 2021, la croissance devrait revenir à 1,6% en 2022 puis à 1,1% en 2023. Dans la zone euro, elle devrait passer de 5,4% en 2021 à 3% en 2022 puis décélérer à 0,7% en 2023. En Chine, la politique zéro-Covid et les difficultés du secteur de l'immobilier continuent de peser sur la croissance. Après 8,5% en 2021, celle-ci ralentirait à 3,4% en 2022, avant de s'accélérer à 6,1% en 2023 bénéficiant notamment des mesures d'allègement fiscal, de soutien aux prêts et d'investissements en projets d'infrastructure. La Russie entrerait, quant à elle, en récession en 2022, avec une contraction de 5,4% en 2022 puis de 3,6% en 2023.

Sur le marché des matières premières, les prix se sont inscrits en baisse au cours des derniers mois tirés essentiellement par les anticipations d'une récession mondiale et par l'accord sur les exportations des céréales de l'Ukraine. Les cours des produits énergétiques devraient, toutefois, rester à des niveaux élevés en 2022, comparativement à l'année précédente, atteignant pour le Brent 104,1 dollars le baril en moyenne, sous l'effet d'une offre limitée, avant de reculer à 93,5 dollars en 2023. De même, le prix du charbon resterait élevé, ressortant à 322,7 dollars la tonne en moyenne en 2022 avant de baisser à 236,9 dollars en 2023. S'agissant des denrées alimentaires, l'indice FAO a connu une baisse cumulée de 21,7 points de base entre mars et août mais devrait ressortir en hausse de 15,4% en moyenne sur l'ensemble de l'année 2022, en raison de la persistance de la pression sur l'offre mondiale et de la hausse des coûts des intrants notamment les produits énergétiques et les fertilisants, avant de diminuer de 8,1% en 2023.

Dans ces conditions, après avoir atteint des niveaux exceptionnellement élevés aussi bien dans les économies avancées qu'émergentes durant la première moitié de l'année en cours, les pressions inflationnistes devraient graduellement s'atténuer sur le reste de l'année. Aux Etats-Unis, l'inflation est prévue à 8,2% en moyenne en 2022 après 4,7% en 2021, puis elle reviendrait à 4% en 2023 avec le ralentissement de la demande intérieure, le renforcement du dollar et la diminution des anticipations d'inflation. Dans la zone euro, elle s'établirait à 7,7% en 2022 contre 2,6% en 2021 et devrait décélérer tout au long de 2023 à mesure que les chocs d'offre se dissipent.

Dans ce contexte, les Banques centrales notamment celles des pays avancés affichent une forte détermination à lutter contre l'inflation, augmentant sensiblement leurs taux directeurs et en réduisant leurs programmes d'achats d'actifs. Ainsi, la FED a décidé à l'issue de sa réunion des 20 et 21 septembre de relever de trois quarts de point de pourcentage la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [3%-3,25%] et a indiqué que des augmentations continues de la fourchette cible seront appropriées. Elle a également annoncé qu'elle continuera de réduire ses avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires selon le plan annoncé en mai, et a souligné qu'elle reste fermement déterminée à ramener l'inflation à son objectif de 2%.

Pour sa part, la BCE a décidé, lors de sa réunion du 8 septembre, de relever de 75 points de base ses trois taux directeurs. Elle prévoit pour les prochaines réunions de relever à nouveau les taux directeurs pour

freiner la demande et se prémunir contre le risque d'une hausse persistante des anticipations d'inflation. Elle a l'intention de continuer à réinvestir, dans leur intégralité, les paiements en principal des titres arrivant à échéance achetés dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date du relèvement de ses taux directeurs et, en tout état de cause, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité abondantes et une politique monétaire appropriée. Elle entend également réinvestir les paiements en principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2024. Dans tous les cas, la liquidation future du portefeuille du PEPP sera gérée de manière à éviter toute interférence avec l'orientation monétaire appropriée.

Au niveau national, l'année 2022 devrait connaître une forte reprise de l'activité touristique, une accélération des échanges extérieurs de biens et un maintien à un niveau élevé des transferts des MRE. Le déficit du compte courant terminerait ainsi l'année à 3,2% du PIB, après 2,3% en 2021. En 2023, les importations reculeraient sous l'effet essentiellement de l'allègement de la facture énergétique et de la baisse de l'approvisionnement en blé, alors que les recettes voyages devraient quasiment stagner. Le déficit du compte courant ressortirait à 1,9% du PIB. Quant aux recettes des IDE, elles avoisineraient 3,2% du PIB sur l'horizon de prévision.

Tenant compte notamment des hypothèses d'entrées de dons de 2,2 milliards de dirhams en 2022 et de 1,5 milliard en 2023 et de la concrétisation des financements extérieurs prévus du Trésor à l'international, les avoirs officiels de réserves se situeraient à 343,7 milliards de dirhams à fin 2022 et à 360,7 milliards à fin 2023, soit l'équivalent de 5 mois et 25 jours et 6 mois et 4 jours d'importations de biens et services, respectivement.

Au niveau des finances publiques, la situation budgétaire devrait poursuivre son amélioration tenant compte de la progression attendue des rentrées fiscales. En effet, après s'être établi à 5,9% du PIB en 2021, le déficit budgétaire se situerait à 5,5% du PIB, en atténuation de 0,8 point de pourcentage par rapport aux prévisions de juin, incorporant les réalisations budgétaires à fin août 2022, la programmation budgétaire triennale et les nouvelles projections économiques de BAM. En 2023, il s'allégerait davantage à 5% du PIB, sous l'hypothèse principalement de l'amélioration continue des rentrées fiscales et de l'allègement de la charge de compensation d'une année à l'autre.

Les conditions monétaires en termes réels devraient connaître un léger resserrement et la progression du crédit au secteur non financier évoluerait à un rythme autour de 4% en 2022 et de 3,6% en 2023. Pour sa part, et sous l'effet principalement d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents, le taux de change effectif réel devrait se déprécier en 2022, alors qu'en 2023 il connaîtrait une légère appréciation, en lien avec celle en termes nominaux atténuée par un niveau d'inflation domestique toujours inférieur à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux.

Après un rebond à 7,9% en 2021, la croissance de l'économie nationale connaîtrait un net ralentissement à 0,8% cette année, reflétant une baisse de 14,7% de la valeur ajoutée agricole tenant compte en particulier d'une récolte céréalière de 34 MQx, et une augmentation de 3,4% de la valeur ajoutée des activités non

agricoles. En 2023, elle s'accélérait à 3,6%, recouvrant un redressement de 11,9% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne de 75 MQx, et une décélération à 2,5% des activités non agricoles.

La persistance d'un niveau élevé des prix des matières premières alimentaires et énergétiques porterait l'inflation à un niveau exceptionnellement élevé en 2022. Après s'être établie à 1,4% en 2021, elle atteindrait 6,3% en moyenne pour l'année en cours, puis reviendrait autour de 2,4% en 2023. Sa composante sous-jacente continuerait d'être nourrie principalement par des facteurs d'origine externe. Elle atteindrait 6,3% en moyenne en 2022, avant de se modérer graduellement pour s'établir à 2,5% en 2023.

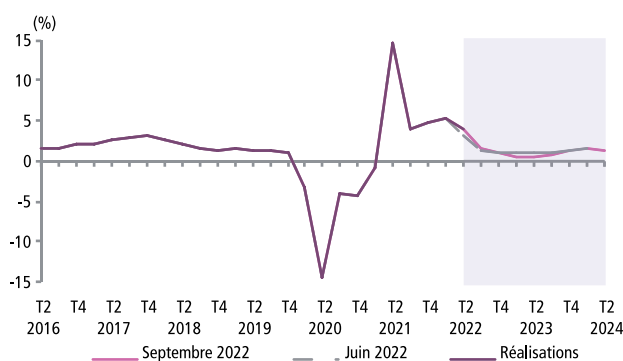
7.1 Hypothèses sous-jacentes

Nouvelle dégradation des perspectives de l'économie mondiale

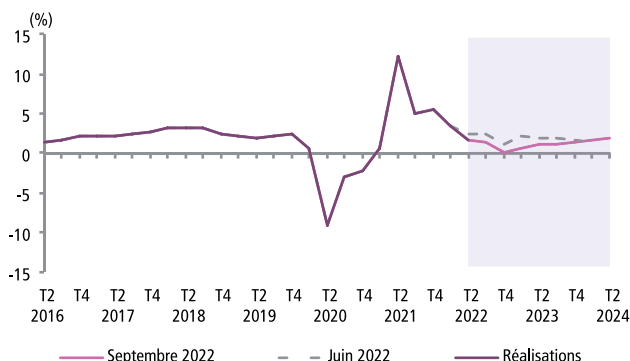
Le resserrement rapide des conditions monétaires et le prolongement du conflit russo-ukrainien ont davantage assombri les perspectives de la croissance économique mondiale. Celle-ci devrait ralentir de 6,1% en 2021 à 2,8% en 2022 puis à 2,6% en 2023. Aux Etats-Unis, après s'être établie à 5,7% en 2021, la croissance devrait revenir à 1,6% en 2022 puis à 1,1% en 2023. Dans la zone euro, elle devrait passer de 5,4% en 2021 à 3% en 2022, puis décélérer à 0,7% en 2023.

Concernant les principaux pays émergents, en particulier la Chine, la politique zéro-Covid et les difficultés du secteur de l'immobilier continuent de peser sur la croissance. Celle-ci reculerait à 3,4% en 2022 après 8,5% en 2021, avant de s'accélérer à 6,1% en 2023 en liaison avec les mesures gouvernementales en termes d'allègement fiscal, de soutien aux prêts et d'investissements en projets d'infrastructure. La Russie entrerait, quant à elle, en récession en 2022, mais d'une ampleur moindre qu'anticipé au début du conflit avec l'Ukraine. Son PIB devrait se contracter de 5,4% en 2022 puis de 3,6% en 2023.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : GPMN, août 2022.

Persistance des prix des matières premières à des niveaux élevés en 2022

Les cours des produits de base se sont inscrits en baisse au cours des derniers mois tirés essentiellement, pour le prix du pétrole, par les anticipations d'une récession mondiale, et pour les denrées alimentaires par l'accord d'exportation des céréales de l'Ukraine. Les prix des produits énergétiques devraient, toutefois, rester à des niveaux élevés en 2022, comparativement à l'année précédente, atteignant pour le Brent 104,1 dollars le baril en moyenne, sous l'effet d'une offre qui resterait limitée et des sanctions contre la Russie, avant de reculer à 93,5 dollars le baril en moyenne en 2023. De même, le prix du charbon resterait très élevé, ressortant à 322,7 dollars la tonne en moyenne en 2022 avant de baisser à 236,9 dollars en 2023, celui-ci représentant une des principales alternatives au gaz naturel.

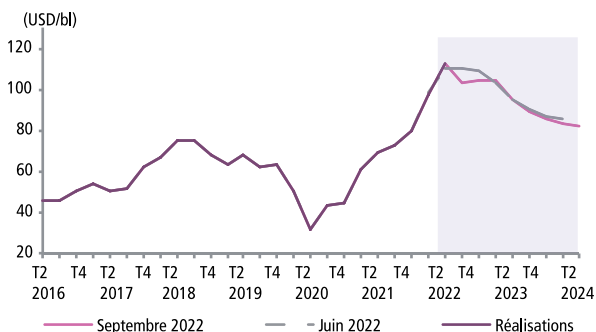
S'agissant du phosphate et dérivés, les prévisions de la Banque mondiale d'avril indiquent que les cours resteraient à des niveaux élevés en 2022 en raison d'une combinaison de facteurs à savoir, les coûts records de l'énergie et des intrants, les perturbations de l'approvisionnement et les incertitudes due aux sanctions contre la Russie. S'agissant

tout particulièrement du phosphate brut, son prix devrait augmenter de 123 dollars la tonne en 2021 à 175 dollars en 2022, avant de diminuer à 160 dollars en 2023. Les prix des dérivés devraient, pour leur part, augmenter de 49,8% en 2022 à 900 dollars la tonne pour le DAP et de 39,4% à 750 dollars la tonne pour le TSP, avant de baisser en 2023 à 800 dollars et à 650 dollars respectivement.

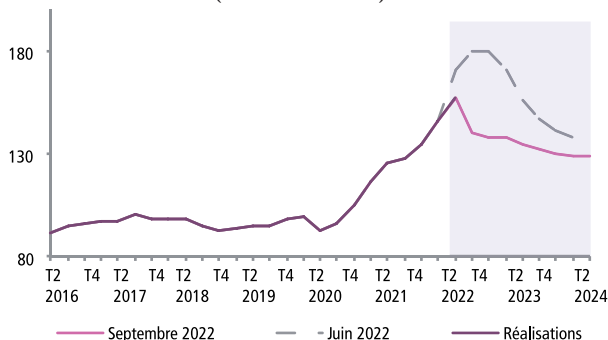
Tout en restant à des niveaux élevés en raison de la persistance de la pression sur l'offre mondiale et de la hausse des coûts des intrants notamment énergétiques, les cours des produits alimentaires devraient s'inscrire en baisse. L'indice FAO devrait augmenter de 15,4% en 2022 en moyenne avant de diminuer de 8,1% en 2023.

Dans ces conditions, après avoir atteint des niveaux exceptionnellement élevés aussi bien dans les économies avancées qu'émergentes, les pressions inflationnistes devraient s'atténuer au second semestre 2022 en ligne avec: (i) les pressions mondiales sur la chaîne d'approvisionnement qui continuent de diminuer ; (ii) les prix des matières premières qui ont baissé au cours des derniers mois et devraient poursuivre leurs reculs et ; (iii) les conditions monétaires dans de nombreux pays qui sont déjà restrictives. Aux Etats-Unis, l'inflation est prévue à 8,2% en moyenne en 2022 après 4,7% en 2021 et reviendrait à 4% en 2023 et ce, au fur et à mesure du ralentissement de la demande intérieure, du renforcement du dollar et de la diminution des anticipations d'inflation. Dans la zone euro, elle s'établirait à 7,7% en 2022 contre 2,6% en 2021 et devrait décélérer rapidement tout au long de 2023 pour s'établir à 3,7% en moyenne à mesure que les chocs d'offre se dissipent.

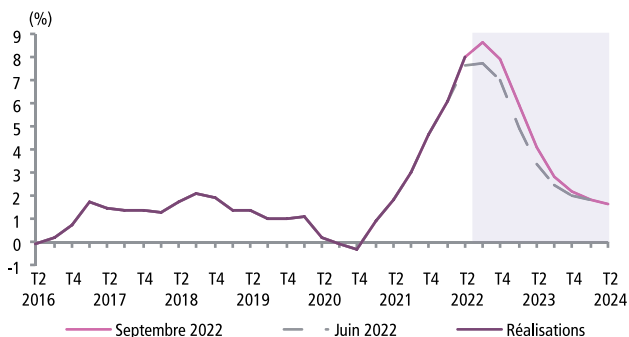
Graphique 7.3 : Prix du Brent



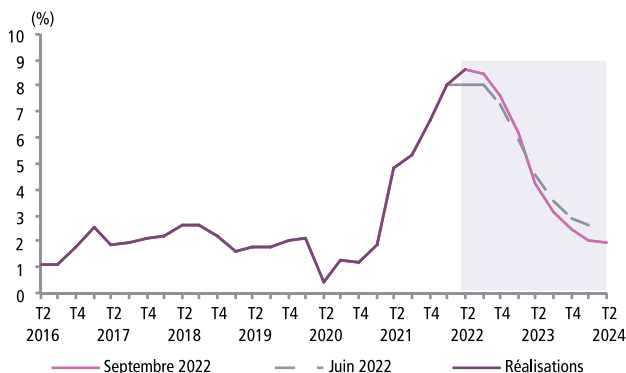
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2014-2016=100)



Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis



Source : GPMN, août 2022.

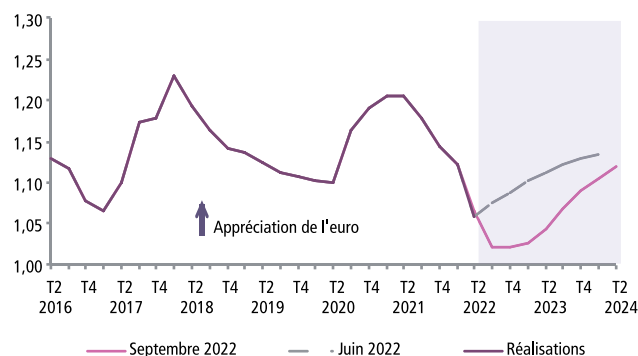
Resserments sensibles des politiques monétaires

Les banques centrales aussi bien des pays avancés que des économies émergentes affichent une forte détermination à lutter contre l'inflation avec notamment des hausses sensibles de leurs taux directeurs. Ainsi, la FED a décidé à l'issue de sa réunion des 20 et 21 septembre de relever de trois quarts de point de pourcentage la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [3%-3,25%] et a indiqué que des augmentations continues de la fourchette cible seront appropriées. La prévision médiane des taux est désormais à 4,4% d'ici la fin de l'année et à 4,6% l'an prochain, avant de revenir à 3,9% en 2024 et à 2,9% en 2025. Elle a également annoncé qu'elle continuera de réduire ses avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires selon le plan annoncé en mai, et a souligné qu'elle reste fermement déterminée à ramener l'inflation à son objectif de 2%.

Pour sa part, la BCE a décidé, lors de sa réunion du 8 septembre, de relever de 75 points de base ses trois taux directeurs qui s'établiraient ainsi à 1,25% pour le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, à 1,5% pour celui de la facilité de prêt marginal et à 0,75% pour celui de la facilité de dépôt. Au cours des prochaines réunions, elle prévoit de relever à nouveau ses taux pour freiner la demande et se prémunir contre le risque d'une hausse persistante des anticipations d'inflation. Elle a l'intention de continuer à réinvestir, dans leur intégralité, les paiements en principal des titres arrivant à échéance achetés dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date du relèvement de ses taux directeurs et, en tout état de cause, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir des conditions de liquidité abondantes et une politique monétaire appropriée. Elle entend également réinvestir les paiements en principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2024. Dans tous les cas, la liquidation future du portefeuille du PEPP sera gérée de manière à éviter toute interférence avec l'orientation monétaire appropriée. En parallèle, le Conseil entend réinvestir les paiements en principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du PEPP au moins jusqu'à la fin de 2024. Dans tous les cas, la liquidation future du portefeuille du PEPP sera gérée de manière à éviter toute interférence avec l'orientation monétaire appropriée.

Sur les marchés de change, l'euro continue de se déprécier face au dollar. Sur l'ensemble de l'année, il devrait ressortir en moyenne à 1,06 USD en recul de 10,8%, le resserrement monétaire de la FED étant plus rapide que celui de la BCE. En 2023, il devrait se stabiliser à 1,06 USD en moyenne.

Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, août 2022.

Une production céréalière de 34 MQx pour la campagne agricole 2021/2022 et une récolte moyenne retenue pour 2022/2023

La campagne agricole 2021-2022 a été marquée par des conditions climatiques défavorables. La récolte céréalière définitive s'est établie, selon le Département de l'agriculture, à 34 millions de quintaux (MQx), contre une estimation initiale de 32 MQx, en baisse de 67% par rapport à la récolte de la campagne précédente. Parallèlement, le Ministère fait état d'une bonne performance de l'arboriculture et des cultures de printemps et maraichères ainsi que des effets positifs du programme de réduction de l'impact du déficit pluviométrique notamment sur l'élevage. Tenant compte de ces évolutions, la valeur ajoutée agricole pour 2022 se contracterait de 14,7% au lieu de 15% retenue dans l'exercice de juin.

Pour la campagne 2022-2023, sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 75 MQx et de la poursuite des performances tendancielle des autres cultures, la valeur ajoutée agricole devrait augmenter de 11,9% en 2023. Ces perspectives restent sujettes à une révision à la baisse en raison du niveau exceptionnel du stress hydrique.

7.2 Projections macroéconomiques

Forte dynamique des échanges extérieurs en 2022 et allègement du déficit du compte courant en 2023

Tenant compte des données des échanges extérieurs à fin juillet et de l'évolution prévue des cours des matières premières, le déficit du compte courant devrait ressortir à 3,2% du PIB en 2022, après 2,3% du PIB en 2021, avant de s'alléger à 1,9% en 2023. Les exportations devraient augmenter de 34% en 2022, tirées essentiellement par les expéditions du phosphate et dérivés, profitant de la hausse des cours internationaux, et des ventes du secteur automobile. En parallèle, les importations devraient connaître une progression de 34,5%, reflétant principalement un alourdissement de la facture énergétique et un accroissement des achats de demi produits. Les importations des produits alimentaires devraient également augmenter en relation avec la faible production céréalière locale et la hausse de leurs cours internationaux. S'agissant des recettes voyages, en lien avec la décision de la réouverture des frontières en février 2022 et le recul notable de la pandémie au niveau international, elles connaîtraient une nette amélioration à 79,8 milliards de dirhams. Tenant compte du niveau record enregistré en juillet, les transferts des MRE devraient, pour leur part, terminer l'année en hausse de 5,6% à près de 100 milliards. S'agissant des recettes d'IDE, elles avoisineraient l'équivalent de 3,2% du PIB, soit un montant de 43,6 milliards de dirhams après 31,9 milliards en 2021.

Sous les hypothèses d'entrées de dons de 2,2 milliards et de financements extérieurs du Trésor à hauteur de 40 milliards, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 343,7 milliards à fin 2022, soit l'équivalent de 5 mois et 25 jours d'importations de biens et services.

En 2023, les exportations reculeraient de 1,1%, reflétant essentiellement des baisses des ventes de phosphates et dérivés, sous l'effet du recul des cours internationaux, et du secteur textile et cuir, en relation avec la décélération prévue de la demande étrangère. Les expéditions du secteur automobile devraient, à l'inverse, connaître une amélioration en relation avec la progression des capacités de production. En parallèle, les importations devraient diminuer de 4,6%, sous l'effet principalement d'un allègement de la facture énergétique et d'une baisse des

approvisionnement en blé. En 2023, les projections de BAM tablent sur une quasi-stagnation des recettes voyages à 79,3 milliards, alors que les transferts des MRE devraient reculer de 6,6% à 92,4 milliards après les niveaux records observés en 2021 et attendus en 2022. Concernant les recettes d'IDE, elles devraient se maintenir autour de 3,2% du PIB, soit l'équivalent de 47 milliards.

Sous les hypothèses d'entrées de dons de 1,5 milliard, de financements extérieurs du Trésor à hauteur de 35,6 milliards de dirhams, dont une sortie sur le marché international pour un montant de 10,6 milliards de dirhams, les AOR se situeraient à 360,7 milliards à fin 2023, soit l'équivalent de 6 mois et 4 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 (sept./juin)	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2022	2023
Exportations de biens (FAB)	8,6	3,5	10,3	10,7	3,3	-7,5	25,0	34,0	-1,1	12,0	-1,9
Importations de biens (CAF)	-4,9	10,3	6,7	9,9	2,0	-13,9	24,7	34,5	-4,6	10,3	-4,9
Recettes de voyage	-1,4	5,0	12,3	1,2	7,8	-53,7	-5,9	132,6	-0,7	74,2	-31,1
Transferts des MRE	4,8	4,0	5,3	-1,5	0,1	4,8	37,5	5,6	-6,6	12,5	-2,8
Solde du compte courant (en % du PIB)	-2,0	-3,8	-3,2	-4,9	-3,4	-1,2	-2,3	-3,2	-1,9	1,7	1,9
Avoirs officiels de réserve en mois d'importations de biens et services	6,1	6,4	5,6	5,4	6,9	7,1	5,5	5,8	6,1	-0,2	0,0

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

Conditions monétaires en léger resserrement et rythme modéré de la croissance du crédit au secteur non financier

Après une appréciation de 0,6% en 2021, le taux de change effectif réel (TCER) se déprécierait de 1,8% en 2022, résultat d'une baisse de la valeur de la monnaie nationale en termes nominaux principalement vis-à-vis du dollar et du yuan chinois et d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des partenaires et concurrents commerciaux. En 2023, le TCER connaîtrait une légère appréciation de 0,4%, en lien avec celle en termes nominaux, atténuée par un niveau d'inflation domestique toujours inférieur à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux.

Sur la base de l'évolution prévue des réserves de change de la Banque et de la circulation fiduciaire, le déficit de liquidité bancaire devrait d'établir à 85,1 milliards de dirhams à fin 2022 et à 89,6 milliards à fin 2023. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, il s'est accru en glissement annuel de 4,6% en juillet, traduisant notamment la poursuite de la hausse des facilités de trésorerie en particulier, celles destinées au secteur énergétique. En termes de perspectives, et tenant compte de l'évolution prévue de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, il évoluerait à un rythme autour de 4,0% en 2022 et de 3,6% en 2023. 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 5,7% à fin 2022 et à 5% à fin 2023.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations				Prévisions		Ecart (sept./juin)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2022	2023
Crédit bancaire au secteur non financier	3,1	5,5	4,0	3,0	4,0	3,6	-0,2	-0,2
M3	4,1	3,8	8,5	5,1	5,7	5,0	0,0	0,3
Besoin de liquidité, en MMDH	-69,0	-62,3	-67,0	-64,4	-85,1	-89,6	-6,9	2,3

Poursuite de l'atténuation du déficit budgétaire en 2022 et en 2023

En 2022, le déficit budgétaire devrait s'établir à 5,5% du PIB, en allègement de 0,8 point par rapport à l'exercice de juin. L'actuelle prévision intègre essentiellement les réalisations budgétaires à fin août 2022, la programmation budgétaire triennale et les nouvelles projections économiques de BAM. Les prévisions au titre de l'année 2022 découlent d'une amélioration des recettes fiscales, notamment celle de l'IS et de la TVA à l'importation. Du côté des recettes non fiscales, il est prévu au titre des mécanismes de financements spécifiques un montant de 16 milliards de dirhams. S'agissant des dépenses, la charge de compensation a été révisée à la hausse tenant compte des nouvelles hypothèses des cours du gaz butane et du taux de change.

En 2023, le déficit budgétaire se situerait à 5% du PIB, en allègement de 0,6 point de pourcentage par rapport à l'exercice de juin. L'actualisation des prévisions fait ressortir une augmentation plus importante des recettes fiscales et ce, tenant compte de l'amélioration attendue de l'activité économique. En parallèle, quoiqu'en baisse par rapport à l'année 2022, la charge de compensation a été revue à la hausse reflétant les nouvelles hypothèses du gaz butane et du taux de change.

Forte décélération de la croissance nationale en 2022 après le net rebond de 2021

Après un rebond à 7,9% en 2021, l'économie nationale accuserait un net ralentissement à 0,8% cette année, en révision à la baisse de 0,2 point de pourcentage comparativement aux projections de juin. Cet ajustement à la baisse tient compte principalement des réalisations plus faibles qu'attendu au titre du premier trimestre de l'année. Du côté de l'offre, cette évolution reflète une augmentation de 3,4% de la valeur ajoutée non agricole, en ajustement à la baisse de 0,4 point, conjugué à une baisse de 14,7% de celle du secteur agricole et ce, compte tenu en particulier d'une récolte céréalière de 34 MQx. Du côté de la demande, la croissance devrait être portée par sa composante intérieure, tout en restant à des niveaux modérés suite à la détérioration attendue des revenus et à l'envolée des cours des matières premières importées. Quant aux exportations nettes, l'importante hausse des importations, en volume, de biens et services devrait plus que compenser la dynamique prévue des exportations.

En 2023, la croissance s'établirait à 3,6%, recouvrant un redressement de 11,9% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne de 75 MQx et une décélération à 2,5% du rythme de progression des activités non agricoles. Celui-ci a été révisé à la baisse de 0,3 point de pourcentage comparativement aux prévisions de juin conséquence d'un plus fort ralentissement attendu de la demande étrangère. Du côté de la demande, sa composante intérieure devrait se raffermir bénéficiant notamment des effets positifs escomptés de la revalorisation des salaires suite à l'accord conclu dans le cadre du dialogue social, de l'amélioration prévue des revenus agricoles et de l'investissement public. Parallèlement, sa composante extérieure

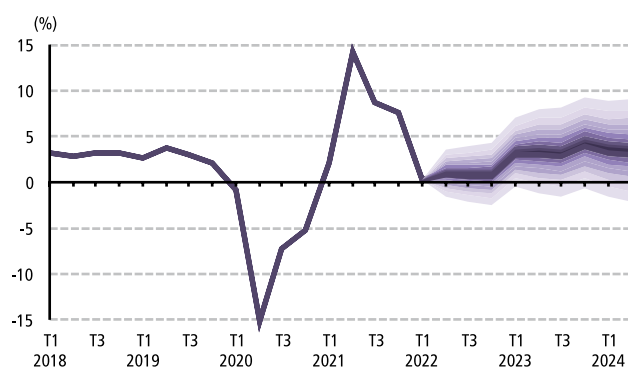
marquerait une contribution positive traduisant principalement une modération de la hausse des importations de biens et services en volume.

Tableau 7.3 : Croissance économique

Variation en %	Réalizations						Prévisions		Ecart (sept./juin)	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2022	2023
Croissance nationale	0,5	5,1	3,1	2,9	-7,2	7,9	0,8	3,6	-0,2	-0,4
VA agricole	-19,7	21,5	5,6	-5,0	-8,1	17,8	-14,7	11,9	0,3	-1,0
VA non agricole	2,8	3,2	2,8	4,0	-6,9	6,6	3,4	2,5	-0,4	-0,3

Sources : données du HCP et prévisions BAM.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T2 2022 - T2 2024), en glissement annuel *



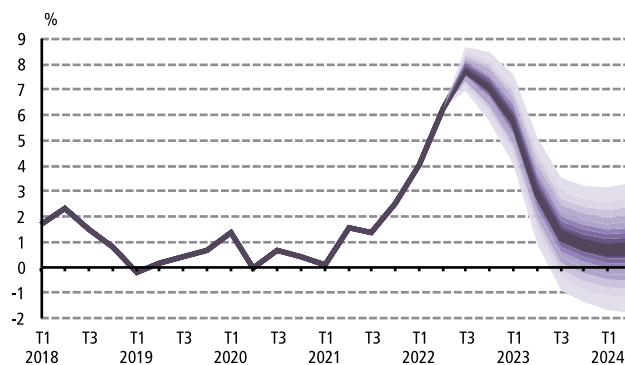
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Forte accélération de l'inflation en 2022

La persistance d'un niveau élevé des prix des matières premières alimentaires et énergétiques porterait l'inflation à un niveau élevé en 2022 pour s'établir à 6,3% en moyenne sur l'ensemble de cette année. En 2023, les pressions inflationnistes devraient se dissiper progressivement et l'inflation décélérerait graduellement pour terminer l'année sur une moyenne de 2,4%.

Sa composante sous-jacente continuerait d'être nourrie principalement par des facteurs d'origine externe. Elle s'accélérait à 6,3% en moyenne en 2022, avant de se modérer graduellement et ressortir à 2,5% en 2023. Pour les autres composantes, la dynamique des prix des carburants et lubrifiants est prévue en forte augmentation en 2022, traduisant un niveau élevé du prix de pétrole à l'international. En outre, les produits alimentaires à prix volatils devraient se renchérir en 2022, sous l'effet des fortes augmentations enregistrées à fin août. En revanche, ceux des produits réglementés se stabiliseraient en 2022, avant de retrouver leur rythme d'accroissement tendanciel en 2023.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T3 2022 - T2 2024)*



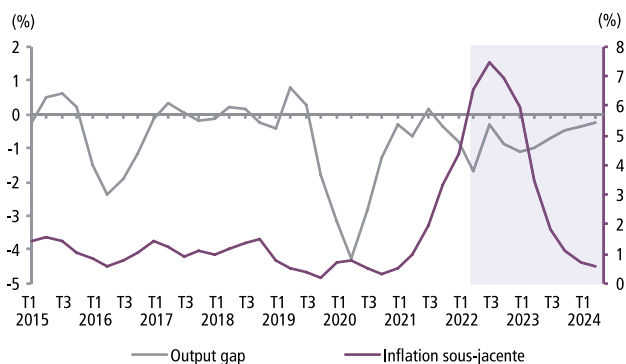
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente

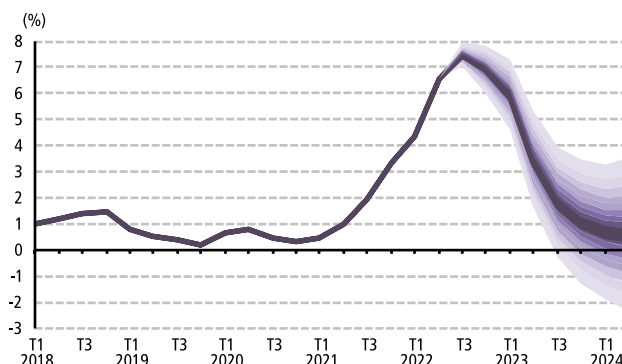
	Réalizations				Prévisions			Ecart (sept./juin)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Horizon de 8 trimestres (T3 2022 au T2 2024)	2022	2023
Inflation	1,6	0,2	0,7	1,4	6,3	2,4	3,2	1,0	0,4
Inflation sous-jacente	1,3	0,5	0,5	1,7	6,3	2,5	3,1	1,1	0,0

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

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



Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T3 2022 - T2 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

L'exercice de projection actuel intervient dans un contexte macroéconomique mondial entouré de fortes incertitudes, en lien avec les attentes d'une récession économique en particulier aux Etats-Unis et dans certains pays européens. Ce risque est accentué par le changement rapide de l'orientation des politiques monétaires dans les pays avancés et le durcissement des conditions financières. Par ailleurs, l'apparition d'un nouveau variant de la Covid-19 demeure toujours un facteur de risque avec l'arrivée de l'automne. La matérialisation de ces risques peut



significativement affecter le scénario central des projections macroéconomiques, avec une balance orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation.

Concernant la croissance, un affaiblissement plus important de la demande étrangère en lien avec une dégradation des perspectives des principaux pays partenaires commerciaux risque d'affaiblir davantage la reprise des activités non agricoles. Au niveau agricole, le spectre du stress hydrique et des perturbations d'ordre climatique menace les perspectives de la valeur ajoutée. Quant à celles de l'inflation, les risques à la hausse dominent, émanant d'un renchérissement plus fort des matières premières énergétiques conjugué à une poursuite du renforcement du dollar et/ou d'un élargissement de la diffusion des pressions inflationnistes vers les produits qui ne sont pas directement impactés par les facteurs externes.

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 à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro	19
Graphique 1.2	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	19
Graphique 1.3	: Evolution du VIX et du VSTOXX	19
Graphique 1.4	: Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans	20
Graphique 1.5	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	20
Graphique 1.6	: Evolution du taux de change euro/dollar	20
Graphique 1.7	: Cours mondial du Brent et du Gaz naturel-Europe	21
Graphique 1.8	: Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie	22
Graphique 1.9	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés	22
Graphique 1.10	: Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	22
Graphique 2.1	: Exportations du secteur automobile	25
Graphique 2.2	: Recettes de voyage	27
Graphique 2.3	: Transferts MRE	27
Graphique 3.1	: Taux interbancaire	29
Graphique 3.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	30
Graphique 3.3	: Coût de financement des banques	30
Graphique 3.4	: Taux de change du dirham	31
Graphique 3.5	: Taux de change effectifs nominal et réel	31
Graphique 3.6	: Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire	32
Graphique 3.7	: Crédit bancaire.....	32
Graphique 3.8	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	32
Graphique 3.9	: Evolution de l'offre et de la demande de crédit.....	33
Graphique 3.10	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	33
Graphique 3.11	: Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	34
Graphique 3.12	: Evolution de l'indice MASI	34
Graphique 3.13	: Evolution des indices sectoriels au deuxième trimestre 2022	34
Graphique 3.14	: Evolution des levées des bons du Trésor	35
Graphique 3.15	: Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	35
Graphique 4.1	: Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances	37
Graphique 4.2	: Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances	38
Graphique 4.3	: Structure des dépenses ordinaires.....	38
Graphique 4.4	: Dépenses d'investissement à fin août.....	38
Graphique 4.5	: Solde budgétaire à fin août	39
Graphique 4.6	: Solde budgétaire et financement à fin août	39
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor	40
Graphique 5.1	: Dépenses de consommation	41
Graphique 5.2	: PIB par composantes.....	42
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.....	45
Graphique 6.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	46
Graphique 6.3	: Cours du Brent et indice des prix des carburants et lubrifiants	46
Graphique 6.4	: Part des produits non alimentaires dont l'évolution en glissement annuel dépasse 2%, 4% et 6%	47
Graphique 6.5	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	47

Graphique 6.6	: Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	48
Graphique 6.7	: Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	48
Graphique E.6.1.1	: Evolution des différentes mesures de l'inflation sous-jacente	50
Graphique 6.8	: Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises	51
Graphique 6.9	: Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier	51
Graphique 6.10	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier.....	51
Graphique 6.11	: Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle	51
Graphique 7.1	: Croissance dans la zone euro.....	55
Graphique 7.2	: Croissance aux Etats-Unis	55
Graphique 7.3	: Prix du Brent.....	56
Graphique 7.4	: Indice FAO des prix des produits alimentaires.....	56
Graphique 7.5	: Inflation dans la zone euro	56
Graphique 7.6	: Inflation aux Etats-Unis	56
Graphique 7.7	: Taux de change USD/EUR	57
Graphique 7.8	: Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T2 2022 - T2 2024)	61
Graphique 7.9	: Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T3 2022 - T2 2024).....	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 (T3 2022 - T2 2024).....	62

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Profil trimestriel de la croissance	18
Tableau 1.2	: Evolution du taux de chômage	19
Tableau 1.3	: Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés	22
Tableau 2.1	: Exportations par secteur	26
Tableau 2.2	: Importations par groupement d'utilisation de produits	27
Tableau 2.3	: Balance des services	27
Tableau 2.4	: Investissements directs	28
Tableau 3.1	: Taux des bons du Trésor sur le marché primaire	30
Tableau 3.2	: Taux créditeurs	30
Tableau 3.3	: Taux débiteurs.....	30
Tableau 4.1	: Recettes ordinaires	37
Tableau 4.2	: Exécution des dépenses publiques	38
Tableau 4.3	: Financement du déficit	39
Tableau 4.4	: Endettement du Trésor	40
Tableau 5.1	: Principaux indicateurs du marché de travail.....	44
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	47
Tableau E.6.1.1	: Produits exclus aux seuils de 70%, 75% et 80%.....	50
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 1.1	: Riposte des gouvernements face à la montée de l'inflation.....	23
Encadré 6.1	: Enrichissement de la panoplie des indicateurs de l'inflation sous-jacente	49