



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 65 / 2022

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGRIB
DU 20 DECEMBRE 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

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

7

APERÇU GÉNÉRAL

10

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

16

1.1 Activité économique et emploi

16

1.2 Conditions monétaires et financières

17

1.3 Prix des matières premières et inflation

19

2. COMPTES EXTÉRIEURS

23

2.1 Balance commerciale

23

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

25

2.3 Compte financier

26

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

27

3.1 Conditions monétaires

27

3.2 Prix des actifs

31

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

34

4.1 Recettes ordinaires

34

4.2 Dépenses

35

4.3 Déficit et financement du Trésor

36

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

47

6.1. Evolution de l'inflation

47

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

50

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

63

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

64

LISTE DES GRAPHIQUES

66

LISTE DES TABLEAUX

67

LISTE DES ENCADRÉS

68

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 20 décembre 2022

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 20 décembre sa dernière réunion trimestrielle au titre de l'année 2022.
2. Lors de cette réunion, il a analysé l'évolution récente de la conjoncture économique internationale et a relevé qu'elle reste marquée par l'enlisement du conflit en Ukraine, la fragmentation géopolitique et économique et les séquelles de la pandémie. Malgré des signes de son atténuation dans certains pays, l'inflation demeure globalement très élevée, ce qui amène les banques centrales à poursuivre le resserrement, largement synchronisé, de leurs politiques monétaires. En conséquence, les perspectives de l'économie mondiale continuent de se détériorer avec une forte décélération de la croissance attendue en 2023.
3. Au niveau national, cet environnement pèse sur l'activité économique et sur l'évolution de l'inflation. Cette dernière va devoir continuer à enregistrer des taux élevés pour une période bien plus longue que prévu en septembre, impactée notamment par les pressions externes qui se diffusent aux biens et services non échangeables et par la mise en œuvre de la réforme du système de compensation à partir de 2024.
4. En effet, tenant compte des données les plus récentes, l'inflation devrait ressortir à 6,6% en 2022, après 1,4% en 2021, tirée essentiellement par l'accélération de la hausse des prix des produits alimentaires et des carburants et lubrifiants. Elle se situerait par la suite à 3,9% en moyenne en 2023 avant d'enregistrer un nouveau rebond en 2024 à 4,2%, en lien avec la décompensation programmée des prix des produits subventionnés.
5. Au regard de ces évolutions, et pour prévenir tout désancrage des anticipations d'inflation et favoriser le retour de l'inflation à des taux en ligne avec l'objectif de stabilité des prix, le Conseil a décidé de relever le taux directeur de 50 points de base à 2,50%. Il continuera de suivre de près la conjoncture économique et les pressions inflationnistes, tant au niveau national qu'international.
6. Au plan international, après avoir atteint leur pic au mois de juin, les cours du pétrole poursuivent leur tendance baissière tout en restant élevés, le prix du baril de Brent devant ressortir à 99 dollars en moyenne en 2022, contre 70,4 dollars en 2021, avant de reculer à 82,4 dollars en 2023 puis à 80,2 dollars en 2024. S'agissant des denrées alimentaires, les cours termineraient l'année avec une progression de 14,6%, mais diminueraient de 9,4% en 2023 et de 1,4% en 2024. En parallèle, et selon les projections de la Banque mondiale du mois d'octobre, le prix du phosphate brut, après un accroissement de 119,5% cette année à 270 dollars la tonne, baisserait à 200 dollars en 2023 et à 175 dollars en 2024. De même, le cours du DAP serait en hausse de 31,4% à 790 dollars en 2022, mais devrait revenir à 750 dollars en 2023, puis à 650 dollars en 2024.
7. Dans ces conditions, l'inflation enregistre au niveau mondial une certaine décélération mais elle continuerait d'évoluer à des niveaux élevés et pour plus longtemps que prévu en septembre. Ainsi, aux Etats-Unis, après un pic de 9,1% au cours du mois de juin, elle devrait ressortir à 8% en moyenne sur l'ensemble de cette année avant de revenir à 3,9% en 2023 puis à 2,4% en 2024. Dans la zone euro, les répercussions plus importantes de la crise énergétique se traduisent par des pressions inflationnistes plus fortes et plus persistantes avec un retour prévu autour de la cible de la BCE en 2024. L'inflation s'établirait en effet à 8,4% en 2022 et décélérerait à 6,5% en 2023, en révision sensible à la hausse, puis à 2,2% en 2024.

8. Dans ce contexte, les banques centrales poursuivent le resserrement de leurs politiques monétaires malgré la détérioration des perspectives économiques, soulignant que leur priorité reste la réalisation de leurs objectifs d'inflation. Ainsi, la FED a décidé à l'issue de sa réunion des 13 et 14 décembre de relever d'un demi-point de pourcentage la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4,25%-4,5%] et a indiqué qu'elle continuera à réduire ses avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires conformément au plan publié en mai. De même, la BCE a décidé le 15 du même mois d'augmenter ses taux de 50 points de base et de commencer à partir de mars 2023 à réduire son programme d'achats d'actifs (APP). Pour ce qui est de son programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), elle entend poursuivre sa stratégie de réinvestissement des remboursements au moins jusqu'à fin 2024.
9. Le durcissement des conditions monétaires et les implications de l'enlisement du conflit en Ukraine continuent de peser sur l'économie mondiale. Aux Etats-Unis, la croissance devrait se limiter à 1,9% en 2022 et ralentir à 0,6% en 2023, avant de s'accélérer à 2% en 2024. De même, le rythme de l'activité économique dans la zone euro devrait décélérer à 0,7% en 2023, après 3,3% prévu en 2022, puis s'établirait à 1,5% en 2024. Au Royaume-Uni, le PIB en volume progresserait de 4,3% cette année, mais devrait se contracter de 0,7% en 2023 avant d'augmenter de 2,3% en 2024. S'agissant des principaux pays émergents, la croissance en Chine, pâtissant notamment de la politique zéro-Covid, ressortirait en décélération à 3,1% en 2022, avant de s'améliorer à 5,2% en 2023 et à 5,4% en 2024. En Inde, en revanche, l'économie devrait croître à un rythme soutenu, atteignant 6,8% en 2022, 6,7% en 2023 et 6% en 2024.
10. Au niveau national, et après le rebond de 7,9% enregistré en 2021, la croissance économique marquerait, selon les projections actualisées de Bank Al-Maghrib, un net ralentissement cette année à 1,1%, résultat d'un recul de 15% 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%, portée par la hausse de 7% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne, alors que la croissance des activités non agricoles décélèrerait à 2,4%, pâtissant en particulier de la détérioration de l'environnement externe. En 2024, la croissance se situerait à 3,2%, recouvrant des accroissements de 1,8% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'une production agricole moyenne, et de 3,5% de celle des activités non agricoles.
11. Sur le plan des comptes extérieurs, l'année 2022 est marquée par une forte dynamique des échanges et une augmentation notable des recettes voyages et des transferts des MRE. Les exportations ressortiraient ainsi en amélioration de 32,3%, tirées essentiellement par les ventes du phosphate et dérivés, à la faveur de la hausse des cours, et de celles du secteur de l'automobile. Leur progression décélèrerait à 2,7% en 2023, avec des baisses pour le phosphate et dérivés et les produits agricoles et agro-alimentaires, avant une quasi-stagnation en 2024. En parallèle, les importations augmenteraient de 38,4% en 2022, recouvrant essentiellement un alourdissement de 102,1% de la facture énergétique à 153,2 milliards de dirhams, un accroissement des achats des demi-produits et un rebond de 89,9% à 27,2 milliards de dirhams des approvisionnements en blé. Elles devraient se replier de 3% en 2023, avec notamment des diminutions de 13% de la facture énergétique et de 41,2% des approvisionnements en blé, puis progresser de 1,1% en 2024. S'agissant des recettes voyages, elles termineraient l'année avec un bond record à 88,8 milliards de dirhams après 34,3 milliards en 2021, et connaîtraient une quasi-stagnation en 2023 puis une amélioration de 5,5% à 94,1 milliards en 2024. Pour leur part, les transferts des MRE ressortiraient en augmentation de 12,9% à 105,8 milliards de dirhams en 2022, reculeraient de 4% à 101,5 milliards en 2023, en raison notamment de la détérioration des conditions économiques dans les pays d'accueil, puis

s'inscriraient en hausse atteignant près de 104 milliards de dirhams en 2024. Dans ces conditions, le déficit du compte courant se creuserait de 2,3% du PIB en 2021 à 3,3% en 2022 avant de s'atténuer à 2,1% en 2023 puis à 1,9% en 2024. Concernant les IDE, les recettes avoisineraient l'équivalent de 3% du PIB cette année et 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 341,7 milliards de dirhams en 2022 avant de s'élever à 362,9 milliards à fin 2023 puis à 371 milliards en 2024. Ils représenteraient ainsi l'équivalent de 5 mois et 18 jours d'importation de biens et services en 2022 et près de 6 mois au terme de 2023 et de 2024.

12. Pour ce qui est des conditions monétaires, la forte appréciation du dollar vis-à-vis de l'euro se reflète sur le taux de change effectif nominal du dirham qui devrait ressortir en dépréciation de 1,7% en 2022, avant d'enregistrer une appréciation de 2% en 2023, puis se stabiliser en 2024. Tenant compte des différentiels d'inflation entre le Maroc et ses principaux partenaires et concurrents, ce taux se déprécierait en termes réels de 3,2% en 2022 puis s'apprécierait graduellement de 0,3% en 2023 et de 1,9% en 2024. 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 légère baisse de 5 points de base au troisième trimestre, recouvrant un recul de 46 points de base pour les prêts à l'équipement, des augmentations de 9 points pour les facilités de trésorerie et de 7 points pour les prêts à la consommation, ainsi qu'une stabilité de ceux des crédits à l'habitat. Concernant le crédit bancaire au secteur non financier, tiré par la hausse des concours de trésorerie aux entreprises privées, il a enregistré une accélération graduelle avec un accroissement de 6,3% en octobre et devrait terminer l'année avec une progression de 5,1%, un rythme qui décélérerait à 3,3% en 2023 puis s'accélérait de nouveau à 5,5% en 2024. S'agissant du besoin de liquidité des banques, il avoisinerait les 90 milliards de dirhams au terme de cette année et de 2023 avant de se creuser à plus de 100 milliards à fin 2024.
13. Au niveau des finances publiques, l'exécution budgétaire au terme des onze premiers mois de l'année fait ressortir une amélioration de 25,6% des recettes ordinaires portée principalement par l'augmentation notable des rentrées fiscales et la forte progression des recettes des mécanismes de financement spécifiques. En parallèle, les dépenses globales se sont alourdies de 15,9% reflétant en particulier la hausse de la charge de compensation. Tenant compte notamment de ces réalisations, des données de la loi de finances 2023 et de la programmation budgétaire pluriannuelle (2023-2025), le déficit budgétaire devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, s'atténuer graduellement, revenant de 5,9% du PIB en 2021 à 5,3% en 2022 avant de diminuer à 4,6% en 2023 et à 4% en 2024.
14. Enfin, le Conseil a validé le budget de la Banque pour l'exercice 2023, a approuvé la stratégie de gestion des réserves de change et le programme d'audit interne et a arrêté les dates de ses réunions ordinaires au titre de la même année au 21 mars, 20 juin, 26 septembre et 19 décembre.

APERÇU GÉNÉRAL

Au cours des derniers mois, l'économie mondiale a continué de pâtir des implications de l'enlisement du conflit en Ukraine, de la persistance de l'inflation à un niveau élevé et du durcissement rapide des politiques monétaires. Ces évolutions assombrissent davantage les perspectives de l'activité économique et devraient se traduire par une forte décélération de son rythme en 2023.

Pour l'année 2022, les dernières données disponibles sont relatives au troisième trimestre et font ressortir une croissance de 1,9% en glissement annuel aux Etats-Unis, après un taux de 1,8% un trimestre auparavant, et de 2,3% après 4,2% dans la zone euro qui continue d'être affectée par la crise énergétique. Au Royaume-Uni, la croissance a décéléré de 4,4% à 2,4%, alors qu'au Japon, elle s'est accélérée passant de 1,4% à 1,7%.

Dans les principales économies émergentes, le PIB a progressé de 3,9% en Chine après 0,4%, tiré notamment par la bonne performance des secteurs industriel et minier. En revanche, un net ralentissement a été enregistré en Inde de 12,8% à 5,6%, en Turquie de 7,7% à 3,9%, et au Brésil de 3,7% à 3,6%. Concernant la Russie, le PIB a accusé un repli de 3,7% après celui de 4,1% enregistré un trimestre auparavant.

Sur les marchés du travail, les conditions dans les pays avancés restent globalement favorables malgré l'affaiblissement de la croissance économique. Aux Etats-Unis, le taux de chômage s'est stabilisé à 3,7% en novembre avec des créations d'emplois de 263 mille postes et dans la zone euro, ce taux a connu un léger recul à 6,5% en octobre.

Au niveau des marchés financiers, la tendance haussière des cours se maintient, les indices boursiers des principales économies avancées étant ressortis en progression au cours du mois de novembre, avec en particulier des accroissements de 9,2% du Dow Jones Industrials, de 10,5% de l'Eurostoxx 50, de 5,4% du FTSE 100 et de 3,3% pour le Nikkei 225. Ces évolutions se sont accompagnées d'une diminution de la volatilité aussi bien sur les marchés américains qu'europeens, le VIX s'étant établi à 23,5 et le VSTOXX à 21,7. Au niveau des pays émergents, le MSCI EM a augmenté de 5,6% en novembre recouvrant des hausses de 3,9% pour la Chine et de 4,7% pour l'Inde, ainsi qu'une baisse de 3,7% pour le Brésil.

Pour ce qui est des marchés obligataires, l'évolution récente des rendements a été impactée par les réalisations de l'inflation qui montrent dans certains pays avancés des signes de décélération, laissant présager un possible ralentissement dans le rythme du resserrement monétaire, les taux souverains à 10 ans des principales économies avancées s'étant inscrits en repli en novembre, avec des diminutions d'un mois à l'autre des taux des bons à 10 ans de 8 points de base (pb) à 3,9% pour les Etats-Unis, de 12 pb à 2,1% pour l'Allemagne, de 19 pb à 2,6% pour la France, de 20 pb à 3,1% pour l'Espagne et de 43 pb à 4% pour l'Italie. S'agissant des économies émergentes, ce taux a affiché une régression de 10 pb à 7,3% pour l'Inde, alors qu'il est ressorti en progression de 4 pb à 2,8% pour la Chine et de 96 pb à 12,9% pour le Brésil.

De même, sur les marchés de change, les perspectives d'un ralentissement du resserrement monétaire se sont traduites par une inversion de la tendance à la hausse du dollar américain. Ce dernier s'est déprécié entre octobre et novembre de 3,6% contre l'euro et de 3,4% vis-à-vis du yen japonais. S'agissant des monnaies des principales économies émergentes, elles ont enregistré en novembre des évolutions disparates face au dollar, avec notamment des dépréciations de 0,2% pour le renminbi chinois et de 0,8% pour la roupie indienne alors que le real brésilien a connu une appréciation de 0,5%.

Au niveau des marchés des matières premières, la tendance baissière des cours du pétrole se poursuit, le cours du Brent s'étant établi à 91,1 dollars le baril en moyenne en novembre après un pic de 120,1 dollars en juin. Hors

énergie, les prix ont marqué une légère progression mensuelle de 0,7% entre octobre et novembre, recouvrant notamment une hausse de 5% des prix des métaux et minerais et un recul de 0,4% de ceux des produits agricoles. Pour ce qui est des phosphates et dérivés, les cours ont accusé des baisses mensuelles de 5,5% en novembre à 300 dollars la tonne pour le phosphate brut, de 8,2% à 665,6 dollars pour le DAP et de 7,4% à 625 dollars pour le TSP. En glissement annuel, les prix ressortent en augmentation de 96% pour le phosphate brut et en diminution de 8,4% pour le DAP et de 6% pour le TSP.

Dans ces conditions, les pressions inflationnistes ont commencé globalement à s'atténuer, mais les niveaux d'inflation restent très élevés. Dans la zone euro, l'inflation est ressortie à 10,1% en novembre après 10,6% un mois auparavant. De même, aux Etats-Unis, elle a décéléré pour le cinquième mois consécutif, se situant à 7,1% contre 7,7%, et au Royaume-Uni, elle a marqué un ralentissement de 11,1% à 10,7%. Concernant le Japon, les données relatives au mois d'octobre indiquent une accélération de l'inflation à 3,8% au lieu de 3% en septembre.

Dans ce contexte, les banques centrales poursuivent le resserrement de leurs politiques monétaires malgré la détérioration des perspectives économiques, soulignant que leur priorité reste la réalisation de leurs objectifs d'inflation. La FED a ainsi décidé à l'issue de sa réunion des 13 et 14 décembre de relever d'un demi-point de pourcentage la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4,25%-4,5%] et prévoit que des augmentations continues de la fourchette cible seront appropriées afin d'atteindre une orientation de la politique monétaire suffisamment restrictive pour ramener l'inflation à 2%. Elle a également indiqué qu'elle continuera à réduire ses avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires conformément au plan publié en mai. De même, la Banque d'Angleterre a décidé, à l'issue de sa réunion du 14 décembre, de relever son taux directeur de 0,5 point de pourcentage à 3,5%. En outre, elle a estimé que si l'économie évolue globalement conformément à ses projections, de nouvelles augmentations du taux directeur pourraient être nécessaires pour un retour durable de l'inflation à l'objectif. La BCE a décidé aussi le 15 décembre d'augmenter ses taux de 50 points de base et prévoit, sur la base de la révision significative à la hausse des perspectives d'inflation, de continuer à les relever. Elle estime en particulier, que les taux d'intérêt doivent encore être augmentés sensiblement à un rythme régulier, afin d'atteindre des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers l'objectif de 2% à moyen terme. Elle a également décidé de commencer à partir de mars 2023 à réduire son programme d'achats d'actifs (APP), alors que pour son programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), elle entend poursuivre sa stratégie de réinvestissement des remboursements au moins jusqu'à fin 2024.

Au niveau national, les dernières données des comptes nationaux relatives au deuxième trimestre font ressortir un ralentissement, en glissement annuel, de la croissance à 2%, après 14,2% un an auparavant, résultat d'une décélération de la valeur ajoutée non agricole de 13,3% à 4,2% et d'une contraction de celle agricole de 15,5% après une augmentation de 17,5%. Du côté de la demande, la contribution à la croissance de sa composante intérieure s'est affaiblie, revenant de 11,3 points de pourcentage à 2,2 points, tandis que celle des exportations nettes est ressortie négative à -0,2 point au lieu d'une participation positive de 2,9 points.

Sur le marché du travail, la situation s'est relativement dégradée au troisième trimestre 2022 en comparaison avec la même période de 2021. L'économie nationale a accusé en effet une perte de 58 mille postes après une création de 642 mille un an auparavant, recouvrant des diminutions de 237 mille postes dans l'agriculture et de 38 mille dans le BTP, et des créations nettes de 189 mille postes dans les services et de 29 mille dans l'industrie y compris l'artisanat. En parallèle, 128 mille actifs sont sortis du marché du travail ce qui a induit un recul de 1,1 point à 44% du taux d'activité. En conséquence, le taux de chômage a diminué, revenant de 11,8% à 11,4%, avec un fléchissement d'un point à 15% en milieu urbain et une stagnation à 5,2% dans les campagnes.

Au niveau des échanges extérieurs, les données à fin octobre font ressortir une dynamique notable du commerce extérieur avec des accroissements de 36,4% des exportations et de 44,2% des importations. Le déficit commercial s'est, en conséquence, creusé de 94,1 milliards de dirhams et le taux de couverture est revenu de 60,9% à 57,6%. L'amélioration des exportations a concerné l'ensemble des secteurs avec, en particulier, des rebonds des ventes du phosphate et dérivés de 63% à 100,1 milliards et de celles de l'automobile de 36,7% à 89,2 milliards. Pour sa part, l'augmentation des importations reflète en particulier un alourdissement de la facture énergétique à 128,3 milliards, contre 59,3 milliards un an auparavant, ainsi que des hausses de 51,3% à 141,6 milliards des achats des demi-produits et de 20,8% à 121,6 milliards des acquisitions des biens d'équipement. S'agissant des recettes voyages, elles ont dépassé leur niveau d'avant crise atteignant 71,1 milliards de dirhams en octobre après 28,6 milliards durant les dix premiers mois de 2021. En parallèle, les transferts des MRE ont maintenu leur dynamique ressortant en amélioration de 11,5% à 89 milliards de dirhams. Pour ce qui est des principales opérations financières, les recettes d'IDE se sont accrues de 33% à 32,5 milliards et les investissements directs des marocains à l'étranger ont progressé de 8,6% à 15,3 milliards. Dans ces conditions, l'encours des avoirs officiels de réserves de Bank Al-Maghrib s'est établi à 339,6 milliards de dirhams à fin octobre 2022, représentant ainsi l'équivalent de 5 mois et 20 jours d'importations de biens et services.

Concernant les conditions monétaires, les données relatives au troisième trimestre font ressortir une accentuation du besoin de liquidité des banques à 91,7 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, en raison notamment de la hausse de la monnaie fiduciaire. Bank Al-Maghrib a ainsi porté le montant de ses injections à 105,1 milliards de dirhams. Les conditions monétaires ont été également marquées par une nouvelle dépréciation du taux de change effectif réel et une légère baisse des taux débiteurs de 5 points de base à 4,24%. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, son accroissement annuel s'est accéléré de 3,6% au deuxième trimestre à 5% au troisième et à 6,7% en octobre, tiré principalement par les facilités de trésorerie accordées aux entreprises privées.

S'agissant des finances publiques, à un mois de la clôture de l'exercice de 2022, l'exécution budgétaire fait ressortir un déficit budgétaire, hors produit de cessions des participations de l'Etat, de 48,1 milliards de dirhams, en allègement de 20,6 milliards de dirhams par rapport à la même période en 2021, reflétant en partie la hausse de 9,6 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor à 17,1 milliards. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 25,6%, avec des progressions de 17,5% des rentrées fiscales et de 131,3% de celles non fiscales à 40,6 milliards, dont 21 milliards au titre des recettes des mécanismes de financement spécifiques. Parallèlement, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 14% à 289,4 milliards, traduisant essentiellement des accroissements de 107,5% de la charge de compensation et de 5,7% des dépenses de biens et services. Le solde ordinaire est ressorti ainsi excédentaire à 10 milliards, au lieu d'un déficit ordinaire de 15,4 milliards à fin novembre 2021. Pour ce qui est des dépenses d'investissement, elles se sont améliorées de 23,7% à 75,1 milliards, portant ainsi celles globales à 364,5 milliards, en alourdissement de 15,9%. Dans ces conditions, l'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 4,7% par rapport à son niveau à fin décembre 2021. S'agissant du coût du financement intérieur du Trésor au cours des onze premiers mois de 2022, les conditions sur le marché des adjudications se sont resserrées comparativement à la même période en 2021.

Au niveau des marchés des actifs, les prix des biens immobiliers sont ressortis au troisième trimestre en hausse de 0,6% en glissement trimestriel, reflétant des accroissements de 2% pour les biens à usage professionnel, de 0,8 % pour les terrains et de 0,4% pour le résidentiel. Parallèlement, le nombre de transactions s'est accru de 11,1% globalement, de 13,8% pour les terrains, de 11,3% pour le résidentiel et de 4,9% pour les actifs à usage professionnel. Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI s'est déprécié au troisième trimestre de 3,3%, traduisant principalement les diminutions des indices sectoriels des bâtiments et matériaux de construction de 8,1%, des banques de 4,1% et des télécommunications de 3,9%. A l'inverse, les indices des secteurs des

« matériels, logiciels et services informatiques », des mines et de l'électricité ont augmenté de 8,4%, 5,9% et 5,6% respectivement. Quant au volume des échanges, il s'est établi à 8,3 milliards contre 10,3 milliards un trimestre auparavant et la capitalisation boursière a accusé une baisse trimestrielle de 3,2% à 603,6 milliards de dirhams.

Dans ce contexte, l'inflation continue d'évoluer à un rythme élevé avec une diffusion des pressions et une internalisation de leur origine. Les données d'octobre indiquent un taux d'inflation de 8,1%, rythme inchangé par rapport à celui enregistré au troisième trimestre. Cette évolution reflète le renchérissement de 16,8% au lieu de 15,8% des produits alimentaires à prix volatils, la hausse à 7,6% contre 7,5% de l'inflation sous-jacente et la progression de 0,1% après un recul de 0,3% des tarifs des produits réglementés. Quant aux prix des carburants et lubrifiants, ils ont connu une décélération de leur rythme de progression de 52,3% à 40%.

En termes de perspectives, la conjoncture internationale serait marquée à moyen terme par un net ralentissement de l'activité économique en conséquence du resserrement rapide des politiques monétaires et des implications de l'enlisement du conflit en Ukraine. Dans ces conditions, la croissance du PIB mondial devrait s'affaiblir, revenant de 6,1% en 2021 à 3,1% en 2022 puis à 2,2% en 2023. Elle s'établirait, par la suite, à 2,9% en 2024. Aux Etats-Unis, la croissance se situerait à 1,9% en 2022 puis à 0,6% en 2023, avant de s'accélérer à 2% en 2024. Dans la zone euro, le rythme de l'activité, qui reste impacté par la crise énergétique, décélérerait de 3,3% en 2022 à 0,7% en 2023, puis s'établirait à 1,5% en 2024. Au Royaume-Uni, après un taux de croissance de 4,3% attendu cette année, le PIB devrait baisser de 0,7% en 2023, en raison du renchérissement des produits énergétiques et des séquelles du Brexit, avant de croître de 2,3% en 2024. Sur les marchés du travail, l'impact du ralentissement de la croissance devrait commencer à se faire sentir, avec notamment une hausse attendue du taux de chômage sur l'horizon de prévision, particulièrement au Royaume-Uni et aux Etats-Unis.

Au niveau des principaux pays émergents, la croissance économique ressortirait en décélération à 3,1% en Chine en 2022, après 8,5% en 2021, en raison de la poursuite de la politique zéro-covid adoptée par les autorités, mais devrait par la suite s'accélérer en moyenne autour de 5,3% à l'horizon de prévision. En Inde, l'économie devrait croître de 6,8% en 2022 puis de 6,7% en 2023 avant de revenir à 6% en 2024. L'ambitieux plan budgétaire soutiendrait la reprise, atténuerait l'effet du resserrement de la politique monétaire et maintiendrait un rythme de croissance élevé. Concernant la Russie, elle continuerait de pâtir des effets de la guerre et des sanctions et devrait connaître une récession, mais dans une ampleur moindre qu'anticipé au début du conflit. Ainsi, son PIB se contracterait de 2,9% en 2022 puis de 2,6% en 2023, avant de progresser de 3,3% en 2024.

Sur les marchés des matières premières, les prix des produits énergétiques afficheraient un net repli à moyen terme tout en continuant d'évoluer à des niveaux élevés par rapport à ceux de l'année précédente. Le prix du Brent ressortirait à 99 dollars le baril en moyenne en 2022 avant de reculer à 82,4 dollars en 2023, au fur et à mesure de la baisse de la demande, puis à 80,2 dollars en 2024. Quant au prix du charbon, il resterait élevé, se situant à 287,8 dollars la tonne en moyenne en 2022 avant de revenir à 191,3 dollars en 2023 et à 154,8 dollars en 2024. Concernant le phosphate et dérivés, les prévisions de la Banque mondiale d'octobre indiquent qu'après avoir atteint des pics en 2022, les cours devraient baisser au cours des deux prochaines années. Toutefois, ils demeureront à des niveaux élevés à moyen terme en raison notamment de la hausse des prix des intrants et des incertitudes liées aux sanctions contre la Biélorussie et la Russie. En particulier, le prix du phosphate brut devrait s'accroître de 123 dollars la tonne en 2021 à 270 dollars en 2022, avant de fléchir à 200 dollars en 2023, et à 175 dollars en 2024. Pour leur part, les prix du DAP et du TSP augmenteraient de 601 dollars la tonne à 790 dollars et de 538 dollars à 735 dollars en 2022 respectivement, avant de diminuer à 750 dollars et à 650 dollars en 2023, puis à 650 dollars et à 550 dollars en 2024. S'agissant des denrées alimentaires, l'indice FAO a, pour le deuxième mois consécutif, stagné en novembre après avoir enregistré des baisses continues d'avril

à septembre, dues notamment à l'accord sur les exportations de céréales ukrainiennes. Il devrait, en moyenne, progresser de 14,6% en 2022 avant de diminuer de 9,4% en 2023 et de 1,4% en 2024. Cependant, les cours des produits alimentaires resteraient, en moyenne, à des niveaux élevés en 2023 en raison de la persistance des pressions sur l'offre mondiale et de la hausse des coûts des intrants.

Dans ces conditions, l'inflation devrait demeurer à des niveaux élevés aussi bien dans les pays avancés qu'émergents. Elle atteindrait 8% en moyenne sur l'ensemble de cette année aux Etats-Unis avant de revenir à 3,9% en 2023 puis à 2,4% en 2024. Dans la zone euro, elle s'établirait à 8,4% en 2022 et décélérerait à 6,5% en 2023 puis à 2,2% en 2024.

Au niveau national, les exportations ressortiraient en amélioration de 32,3% en 2022, tirées essentiellement par les expéditions de phosphates et dérivés qui ont profité de la hausse des cours internationaux. En 2023, leur rythme de progression décélérerait à 2,7% reflétant essentiellement des baisses des ventes des phosphates et dérivés en relation avec le recul prévu des cours internationaux, et de celles des produits agricoles et agro-alimentaires, qui pâtissent du stress hydrique. En 2024, elles afficheraient une quasi-stagnation. En parallèle, les importations augmenteraient de 38,4% en 2022, recouvrant essentiellement un alourdissement de 102,1% de la facture énergétique et une progression des achats de demi produits. Leur rythme d'accroissement devrait ensuite diminuer de 3% en 2023 sous l'effet notamment d'un allègement 13% de la facture énergétique et d'un repli de 41,2% des approvisionnements en blé. En 2024, les importations devraient légèrement s'accroître de 0,9%. S'agissant des recettes voyages, elles termineraient l'année avec un bond record à 88,8 milliards de dirhams après 34,3 milliards en 2021, en lien avec la forte reprise de l'activité touristique et connaîtraient une quasi-stagnation en 2023 puis une amélioration de 5,5% à 94,1 milliards en 2024. Pour leur part, après avoir totalisé 93,7 milliards de dirhams en 2021, les transferts des MRE enregistreraient une hausse de 12,9% à 105,8 milliards en 2022, avant de reculer de 4% à 101,5 milliards en 2023 puis s'accroître de 2,3% à 103,8 milliards en 2024. Dans ces conditions, le déficit du compte courant se creuserait à 3,3% du PIB en 2022 avant de s'atténuer à 2,1% en 2023 puis à 1,9% en 2024. Concernant les IDE, les recettes avoisineraient l'équivalent de 3% du PIB cette année et 3,2% du PIB annuellement sur les deux prochaines années.

Sous les hypothèses d'entrées de dons de près de 2 milliards annuellement et de la concrétisation des financements extérieurs prévus du Trésor à l'international, les avoirs officiels de réserve se situeraient 341,7 milliards en 2022 avant de s'élever à 362,9 milliards à fin 2023 puis à 371 milliards en 2024, soit l'équivalent de 5 mois et 18 jours d'importation de biens et services en 2022 et près de 6 mois sur l'horizon de prévision.

S'agissant des conditions monétaires, sur la base de l'évolution prévue des réserves de change de la Banque et de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité bancaire devrait ressortir à 89,1 milliards de dirhams à fin 2022, à 87,7 milliards à fin 2023 et à 100,5 milliards de dirhams à fin 2024. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, il s'améliorerait de 5,1% en 2022, de 3,3% en 2023 et de 5,5% en 2024.

Au niveau des finances publiques, le déficit budgétaire devrait se situer à 5,3% du PIB, en allègement de 0,2 point par rapport à l'exercice de septembre, incorporant les actualisations établies par le MEF au titre de 2022, l'exécution budgétaire à fin octobre 2022 et les nouvelles projections de BAM. En 2023, le déficit devrait s'établir à 4,6% du PIB avant de s'alléger à 4% en 2024, intégrant les éléments de la LF 2023, la programmation budgétaire pluriannuelle (2023-2025) et les prévisions macroéconomiques de BAM.

Après un rebond à 7,9% en 2021, la croissance de l'économie nationale décélèrerait à 1,1% en 2022, résultat d'une contraction de 15% de la valeur ajoutée agricole et d'une hausse de 3,4% de celle non agricole. En 2023, la croissance s'accélélerait à 3%, tirée essentiellement par un rebond mécanique de la valeur ajoutée agricole. Même sous l'hypothèse d'une récolte céréalière moyenne de 75 MQx, la progression de cette dernière ne devrait pas dépasser 7%, pâtissant du niveau du stress hydrique et des conditions défavorables au démarrage de la campagne actuelle qui devraient impacter la récolte non céréalière. De son côté, le rythme de progression des activités non agricoles ralentirait à 2,4% en 2023 dans un contexte de dégradation des perspectives de la demande étrangère. Pour l'année 2024, la croissance devrait passer à 3,2%, recouvrant des augmentations de 1,8% de la valeur ajoutée agricole sous l'hypothèse d'une récolte céréalière moyenne, et de 3,5% de celle des activités non agricoles.

Dans ces conditions, le niveau encore élevé des prix des matières premières alimentaires et énergétiques et la progression de l'inflation importée continueraient de peser sur l'évolution des prix à la consommation sur le reste de 2022 et durant la première moitié de 2023. Ainsi, après un taux de 1,4% en 2021, l'inflation s'élèverait à 6,6% en 2022, portée essentiellement par l'accélération à 6,6% de sa composante sous-jacente et le renchérissement très prononcé des carburants et lubrifiants. Elle devrait ressortir à 3,9% en moyenne en 2023 avant d'enregistrer un nouveau rebond en 2024 à 4,2% en lien avec la réforme prévue de la caisse de compensation.

L'exercice de projection actuel intervient dans un contexte marqué par la persistance de fortes incertitudes en liaison avec le prolongement de la guerre en Ukraine et des tensions géopolitiques qui risquent de maintenir les coûts de l'énergie et des prix des produits alimentaires à des niveaux élevés. Une récession économique en particulier aux États-Unis et dans les pays européens les plus importants, un resserrement plus fort de l'orientation des politiques monétaires dans les pays avancés et le durcissement des conditions financières constitueraient aussi des risques supplémentaires pour l'économie mondiale. La concrétisation de ces risques peut significativement affecter le scénario central des projections macroéconomiques. Ainsi, la balance des risques est nettement orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation.

Pour ce qui est de la croissance, et en dépit des effets positifs escomptés des mesures adoptées dans le cadre du dialogue social, plusieurs risques baissiers entourent la trajectoire centrale des projections de la croissance. Ces derniers ont trait d'un côté au stress hydrique et aux perturbations d'ordre climatique qui menacent les perspectives de la production agricole aussi bien céréalière que hors céréalière. De l'autre, il s'agirait d'un affaiblissement plus important de la demande étrangère en lien avec une dégradation des perspectives des principaux partenaires commerciaux. En revanche, les retombées positives des efforts pour dynamiser l'investissement devraient contribuer à l'accélération de la croissance et ce, au fur et à mesure de la concrétisation des orientations royales annoncées notamment dans le dernier discours de Sa Majesté au Parlement à l'occasion de l'ouverture de la 1^{ère} session de la 2^{ème} année législative de la 11^{ème} législature.

Quant à l'inflation, les risques pesant sur ses perspectives sont essentiellement orientés à la hausse. En effet, un maintien prolongé des prix des matières premières alimentaires et énergétiques à des niveaux élevés, conjugué au renforcement des pressions inflationnistes internes et à une orientation à la hausse des anticipations d'inflation, induiraient une persistance de cette dernière à des niveaux élevés. Toutefois, l'atténuation des goulets d'étranglement en lien notamment avec le retour à la normalisation des délais de livraison des fournisseurs et le repli des coûts du transport maritime allégeraient les tensions sur les prix.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

La conjoncture internationale reste marquée par les implications de l'enlèvement du conflit en Ukraine et de la pandémie. Il s'agit notamment de la persistance de l'inflation à des niveaux élevés induite notamment par la flambée des prix internationaux des produits énergétiques et alimentaires, et du durcissement des politiques monétaires. Ces évolutions pèsent sur l'économie mondiale et assombrissent ses perspectives. Parallèlement, la situation sur les marchés du travail des principaux pays avancés reste globalement favorable, alors que les conditions sur les marchés financiers, en particulier boursiers restent volatiles. Dans ce contexte, les pressions inflationnistes ont commencé à s'atténuer, tant dans les pays avancés que dans les économies émergentes.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Les données des comptes nationaux relatives au 3^{ème} trimestre 2022 font ressortir une croissance à 1,9% en glissement annuel aux Etats-Unis, après un taux de 1,8% durant le trimestre précédent. Pour sa part, la zone euro a vu son rythme d'activité sensiblement décélérer, revenant de 4,2% à 2,3%, reflétant notamment des ralentissements de 1,7% à 1,3% en Allemagne, de 6,8% à 3,8% en Espagne, de 4,2% à 1% en France et de 5% à 2,6% en Italie. Pour ce qui est des autres principales économies avancées, la croissance au Royaume-Uni a enregistré une décélération à 2,4% au troisième trimestre après 4,4% un trimestre auparavant, alors qu'elle s'est accélérée de 1,4% à 1,7% au Japon, d'un trimestre à l'autre.

Dans les principales économies émergentes, la croissance est repartie à la hausse en Chine au troisième trimestre passant de 0,4% à 3,9%, tirée notamment par la bonne performance des secteurs industriel et minier. En revanche, elle a accusé un net ralentissement de 12,8% au troisième trimestre à 5,6% au deuxième trimestre en Inde et de 7,7% à 3,9% en Turquie et dans une moindre mesure au Brésil où elle est passée de 3,7% à 3,6%. Concernant l'économie russe, elle continue de pâtir de la guerre et des sanctions, elle a ainsi accusé une contraction de 3,7% au troisième trimestre après celle de 4,1% enregistrée un trimestre auparavant.

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

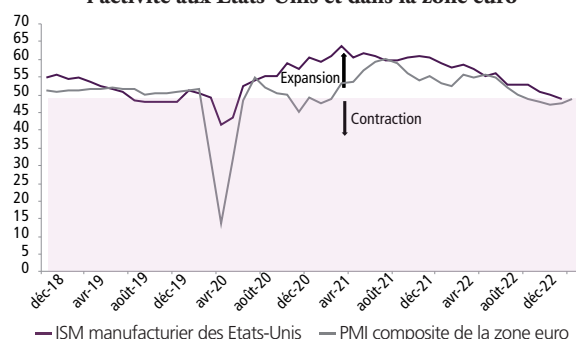
	2020		2021				2022		
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Pays avancés									
Etats-Unis	-2,0	-1,5	1,2	12,5	5,0	5,7	3,7	1,8	1,9
Zone Euro	-3,7	-4,1	-0,8	14,4	3,7	4,8	5,5	4,2	2,3
France	-3,6	-4,2	1,5	18,7	3,6	5,1	4,7	4,2	1,0
Allemagne	-2,5	-2,1	-2,2	10,2	1,8	1,2	3,5	1,7	1,3
Italie	-6,0	-6,1	0,1	16,7	4,8	6,5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

Source : Thomson Reuters.

S'agissant des indicateurs avancés, bien qu'il reste sous le seuil de 50 points pour le sixième mois consécutif, l'indice PMI composite de la zone euro s'est redressé s'établissant à 48,8 points en décembre après 47,8 points en novembre. Cette évolution reflète une amélioration des niveaux d'activité aussi bien dans le secteur manufacturier que dans celui des services. Aux

Etats-Unis, l'ISM manufacturier est ressorti en baisse à 49 points contre 50,2 points un mois auparavant.

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



Source : Thomson Reuters.

1.1.2 Marché de l'emploi

Les conditions sur les marchés de l'emploi restent globalement favorables. Aux Etats-Unis, le taux de chômage est resté stable à 3,7% en novembre d'un mois à l'autre avec toutefois des créations d'emplois ressortant en baisse à 263 mille postes contre 284 mille postes un mois auparavant.

Dans la zone euro, le taux de chômage a enregistré un léger recul à 6,5% en octobre après 6,6% le mois précédent. Dans les principaux pays de la zone, hormis la France et l'Allemagne où il s'est stabilisé à 7,1% et 3% respectivement d'un mois à l'autre, le taux de chômage a diminué de 7,9% à 7,8% en Italie et de 12,7% à 12,5% en Espagne. Au Royaume-Uni, selon les derniers chiffres de l'emploi relatifs au mois d'août, ce taux a enregistré une légère hausse à 3,6% après 3,5% le mois précédent.

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

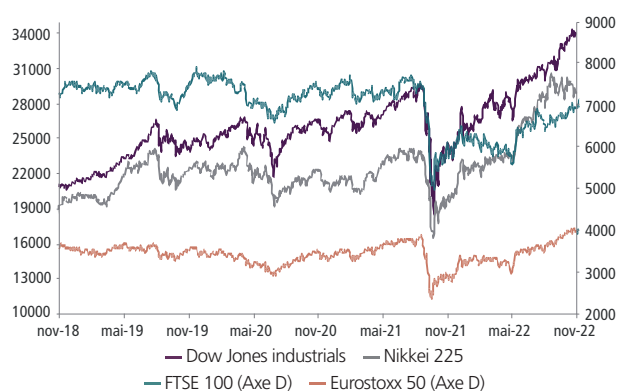
(en %)	2020	2021	2022		
			Sep.	Oct.	Nov.
Etats-Unis	8,1	5,4	3,5	3,7	3,7
Zone euro	8,0	7,7	6,6	6,5	N.D
France	8,0	7,9	7,1	7,1	N.D
Allemagne	3,7	3,5	3,0	3,0	N.D
Italie	9,3	9,5	7,9	7,8	N.D
Espagne	15,5	14,8	12,7	12,5	N.D
Royaume-Uni	4,5	4,5	N.D	N.D	N.D

Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

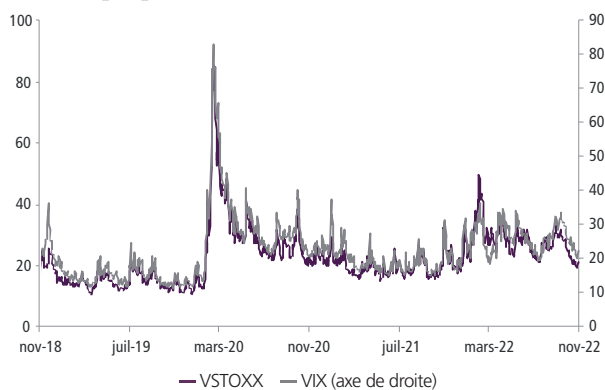
Les indices boursiers des principales économies avancées sont ressortis en hausse au cours du mois de novembre, avec en particulier des accroissements, d'un mois à l'autre, de 9,2% pour le Dow Jones Industrials, de 10,5% pour l'Eurostoxx 50, de 5,4% pour le FTSE 100 et de 3,3% pour le Nikkei 225. Ces évolutions ont été accompagnées d'une diminution des indicateurs de la volatilité aussi bien sur les marchés américains qu'européens, le VIX s'est établi à 23,5 et le VSTOXX à 21,7. Au niveau des pays émergents, le MSCI EM a augmenté de 5,6% en novembre recouvrant des hausses de 3,9% pour la Chine et de 4,7% pour l'Inde, ainsi qu'une baisse de 3,7% pour le Brésil.

Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Thomson Reuters.

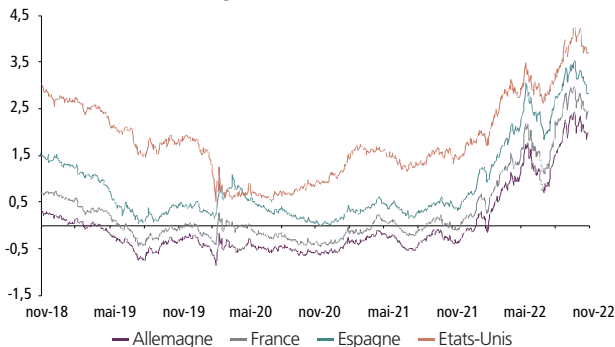
Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Source : Thomson Reuters.

Au niveau des marchés obligataires, les rendements souverains à 10 ans des principales économies avancées ont accusé de légères baisses en novembre. Ainsi, le taux des bons à 10 ans a diminué, d'un mois à l'autre, de 8 points de base (pb) à 3,9% pour les Etats-Unis, de 12 pb à 2,1% pour l'Allemagne, de 19 pb à 2,6% pour la France, de 20 pb à 3,1% pour l'Espagne et de 43 pb à 4% pour l'Italie. S'agissant des économies émergentes, ce taux a affiché une régression de 10 pb à 7,3% pour l'Inde, alors qu'il est ressorti en hausse de 4 pb à 2,8% pour la Chine et de 96 pb à 12,9% pour le Brésil.

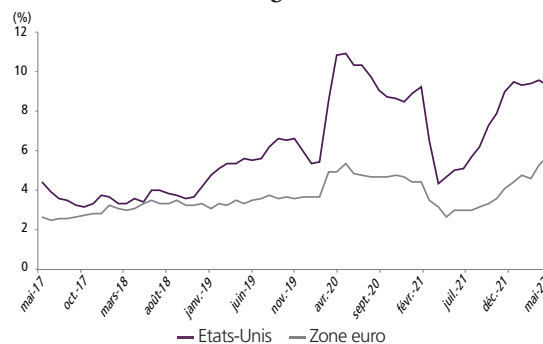
Graphique 1.4 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans



Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois ainsi que le Libor de même maturité ont augmenté, entre octobre et novembre, de 37 pb à 1,8% et de 49 pb à 4,6% respectivement. Concernant le crédit bancaire, son rythme a décéléré en octobre à 7,8% aux Etats-Unis et à 6,5% dans la zone-euro contre 9% et 7% en septembre respectivement.

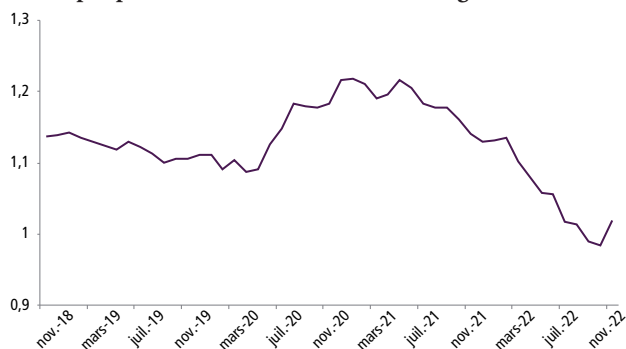
Graphique 1.5 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)



Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés de change, l'euro s'est apprécié en novembre de 3,6% contre le dollar et de 0,2% vis-à-vis du yen japonais, alors qu'il est resté inchangé par rapport à la livre sterling. S'agissant des monnaies des principales économies émergentes, elles ont enregistré en novembre des évolutions disparates face au dollar, avec notamment des dépréciations de 0,2% pour le renminbi chinois et de 0,8% pour la roupie indienne, et une appréciation de 0,5% pour le real brésilien.

Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar



Source : Thomson Reuters.

Pour ce qui est des décisions de politique monétaire, la FED a, lors de sa réunion des 13-14 décembre, décidé de relever d'un demi-point de pourcentage la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4,25%-4,5%] et prévoit que des augmentations continues de la fourchette cible seront appropriées afin d'atteindre une orientation de la politique monétaire suffisamment restrictive pour ramener l'inflation à 2%. Elle a également indiqué qu'elle continuera à réduire ses avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des

créances hypothécaires conformément au plan publié en mai¹.

De même, la Banque d'Angleterre a décidé, à l'issue de sa réunion du 14 décembre, de relever son taux directeur de 0,5 point de pourcentage à 3,5%. En outre, elle a estimé que, si l'économie évolue globalement conformément à ses projections, de nouvelles augmentations du taux directeur pourraient être nécessaires pour un retour durable de l'inflation à l'objectif.

La Banque centrale européenne a décidé, lors de sa réunion du 15 décembre, de relever de 50 points de base ses trois taux directeurs qui s'établiraient ainsi à 2,5% pour le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement, à 2,75 % pour celui de la facilité de prêt marginal et à 2% pour celui de la facilité de dépôt. Elle prévoit, sur la base de la révision à la hausse significative des perspectives d'inflation, de continuer à les relever et elle estime en particulier, que les taux d'intérêt doivent encore être augmentés sensiblement à un rythme régulier, afin d'atteindre des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers l'objectif de 2%. Par ailleurs, elle a décidé de réduire son portefeuille du programme d'achats d'actifs (APP) à partir de début mars 2023, à un rythme mesuré et prévisible, en ne réinvestissant pas la totalité des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance. Cette réduction sera de 15 milliards d'euros par mois en moyenne jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2023, puis son rythme sera ajusté au fur et à mesure. S'agissant du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), elle entend réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme au moins jusqu'à fin 2024.

Concernant les principaux pays émergents, la Banque centrale du Brésil ainsi que la Banque centrale de la Russie, ont, lors de leurs réunions respectives de décembre, toutes les deux maintenu inchangés leurs

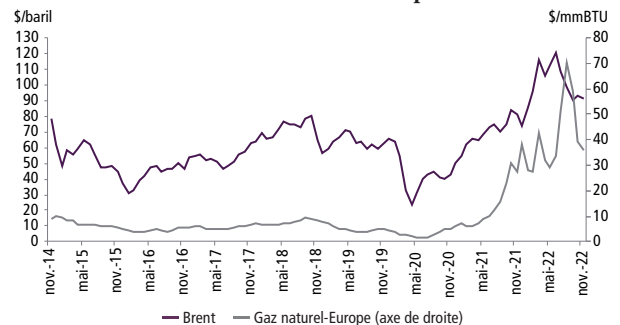
taux directeurs à 13,75% et 7,5% respectivement. Pour sa part, la Banque de réserve de l'Inde a relevé, le 7 décembre, son taux directeur de 35 pb à 6,25%.

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 enregistré une quatrième baisse consécutive de 2,2% en novembre 2022, à 91,07 dollars le baril en moyenne, en liaison notamment avec la persistance des signes d'affaiblissement de la demande. Il reste, toutefois, en hausse de 12,8% en glissement annuel. Dans le même sens, le prix du gaz naturel sur le marché européen a de nouveau diminué, accusant un repli de 8,5% entre octobre et novembre à 35,7 dollars le mBTU², alors qu'il est resté en hausse de 29,3% en glissement annuel.

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



Source : Banque Mondiale.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

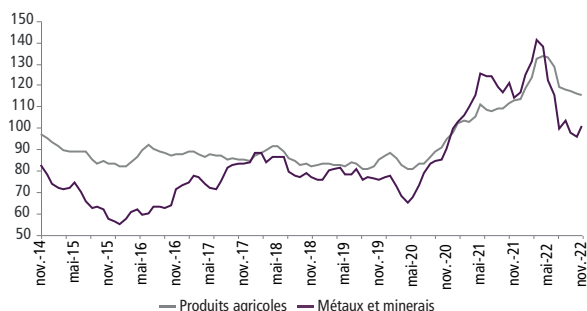
Hors énergie, les prix ont marqué une légère progression de 0,7% entre octobre et novembre, recouvrant notamment une hausse de 5% des prix des métaux et minerais, et un recul de 0,4% de ceux des produits agricoles, avec des replis notables des cours du café et des céréales. Inversement, les prix ont diminué de 2,1% en novembre en glissement annuel, traduisant une baisse de 11,5% des cours des métaux et minerais

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.

² Million de British Thermal Unit.

et un accroissement de 2,4% des prix des produits agricoles, avec en particulier un renchérissement de 11,4% du blé dur américain qui s'est établi à 422,7 \$/t.

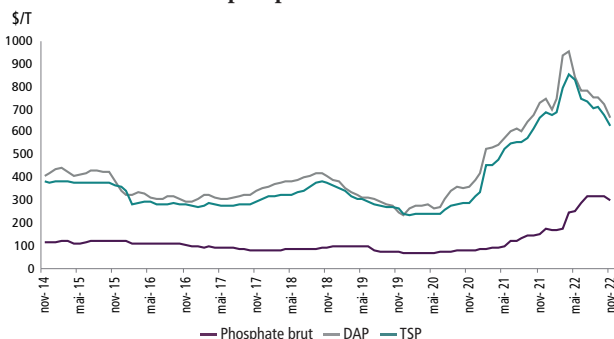
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie (2010=100)



Source : Banque Mondiale.

Pour ce qui est des phosphates et dérivés, les cours ont accusé des baisses de 5,5% en novembre à 300 \$/t pour le phosphate brut, de 8,2% à 665,6 \$/t pour le DAP et de 7,4% à 625\$/t pour le TSP. En glissement annuel, le prix du phosphate brut est ressorti en augmentation de 96%, tandis qu'il a marqué des diminutions de 8,4% pour le DAP et de 6% pour le TSP.

Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés



Source : Banque Mondiale.

1.3.3 Inflation

Bien qu'en décélération, l'inflation dans la zone euro demeure à des niveaux élevés s'établissant à 10,1% en novembre après 10,6% un mois auparavant, reflétant notamment des ralentissements de 11,6% à 11,3%

en Allemagne et de 7,3% à 6,7% en Espagne, alors qu'elle a stagné à 7,1% en France et à 12,6% en Italie. S'agissant des Etats-Unis, le taux d'inflation a ralenti pour le 5^{ème} mois consécutif à 7,1% en novembre après 7,7%, reflétant une décélération du rythme d'évolution des prix de l'énergie, de l'alimentation et des voitures d'occasion. De même, elle a marqué un ralentissement au Royaume-Uni à 10,7% contre 11,1% en octobre, à la faveur principalement d'un allègement des coûts des carburants. Concernant le Japon, les données relatives au mois d'octobre indiquent une accélération de l'inflation à 3,8% au lieu de 3% en septembre.

Au niveau des principaux pays émergents, les données de novembre font ressortir un ralentissement de l'inflation de 2,1% à 1,6% en Chine, de 6,5% à 5,9% au Brésil, de 12,6% à 12% en Russie et de 6,8% à 5,9% en Inde.

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

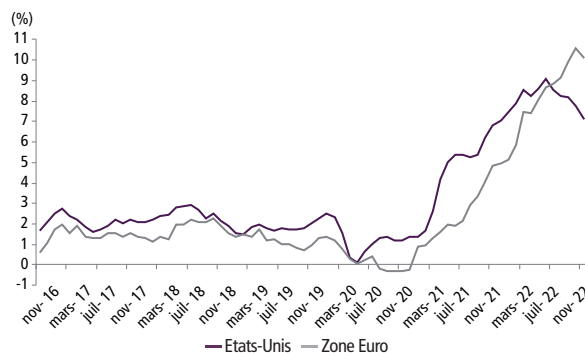


Tableau 1.3 : Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés, en glissement annuel (en%)

	2020	2021	2022		
			Sept.	Oct.	Nov.
Etats-Unis	1,2	4,7	8,2	7,7	7,1
Zone Euro	0,3	2,6	9,9	10,6	10,1
Allemagne	0,4	3,2	10,9	11,6	11,3
France	0,5	2,1	6,2	7,1	7,1
Espagne	-0,3	3,0	9,0	7,3	6,7
Italie	-0,1	1,9	9,4	12,6	12,6
Royaume-Uni	0,9	2,6	10,1	11,1	10,7
Japon	0,0	-0,2	3,0	3,8	N.D

Sources : Thomson Reuters, Eurostat & FMI.

Encadré 1.1 : Evolutions récentes de la situation économique du Royaume-Uni

L'économie britannique montre depuis le début de l'année des signes d'un net ralentissement, avec un taux de croissance qui est passé, en glissement annuel, de 10,9% au premier trimestre à 4,4% au deuxième trimestre puis à 2,4% au troisième et devrait passer en territoire négatif avec un taux de 0,1% au quatrième trimestre¹. En outre, selon les derniers chiffres de l'ONS², le niveau du PIB au troisième trimestre ressort de 0,4% en dessous de ce qu'il était au quatrième trimestre de 2019, faisant du Royaume-Uni l'unique pays parmi ceux du G7 à ne pas avoir encore retrouvé son niveau de PIB d'avant pandémie. Ces évolutions s'expliquent par la combinaison d'un ensemble de facteurs qui ont trait principalement aux séquelles du Brexit, aux implications du conflit en Ukraine et plus récemment aux difficultés politiques qu'a connu le pays.

- *Près de six ans après le vote favorable au Brexit, ses effets négatifs continuent d'affecter plusieurs pans de l'économie britannique.* Ils se traduisent par (i) une baisse des IDE de l'ordre de 30% depuis 2017 et un niveau d'entrées rapportées au PIB n'ayant jamais été aussi faible depuis les années 1980 ; (ii) une chute, depuis 2017, de 6% des échanges commerciaux de biens et services, soit l'une des baisses les plus importantes enregistrées au niveau des pays avancés ; (iii) une perte de productivité comparativement aux autres pays du G7. En 2019, une heure de travail au Royaume-Uni a produit 19% de moins qu'aux États-Unis, 15% de moins qu'en France et 9% de moins qu'en Allemagne ; et par (iv) des pénuries persistantes de main-d'œuvre surtout dans les secteurs de l'agriculture, de la fabrication et des services.
- *Une hausse record de l'inflation.* Le Royaume-Uni pâtit, à l'instar des autres économies européennes, de sa dépendance au gaz russe et de l'augmentation des prix de ce même produit sur les marchés internationaux. Par conséquent, après avoir débuté l'année à 5,5%, le taux d'inflation n'a cessé d'augmenter pour atteindre en octobre 11,1%, en glissement annuel, soit son niveau le plus élevé depuis 1981. Une tendance qui, selon la BoE³, devrait se poursuivre en décembre. Dans le même sens, l'OBR⁴ estime que le niveau de vie des Britanniques devrait diminuer de 7% au cours des deux prochaines années (2023-2024), effaçant par-là les effets des huit années précédentes de croissance.
- *Plus récemment, la viabilité budgétaire et la stabilité financière du Royaume-Uni a été remise en question par l'annonce de la proposition du « mini-budget », le 23 septembre, par le gouvernement de l'ex Première ministre Liz Truss.* En effet, celui-ci prévoyait un plan budgétaire de 150 milliards de livres sterling sur deux ans consistant en d'importantes réductions d'impôts (les plus importantes depuis les années 1970) et d'autres mesures qui auraient obligé le gouvernement à s'endetter sur une voie insoutenable. Cette annonce s'est traduite, deux jours après, par des perturbations financières, avec notamment une dépréciation de 3,2% de la livre sterling contre le dollar et une hausse de 70 pb du taux de rendement des obligations d'État à 10 ans. En outre, prenant en compte « l'imprévisibilité accrue » des décisions des autorités, les trois principales agences de notations internationales ont toutes révisé à partir d'octobre la perspective de la notation souveraine du Royaume-Uni qui est passée de « stable » à « négative ».

¹ Données constatées issues de Datastream et prévisions quatrième trimestre issues du GPMN d'octobre 2022.

² Office National des statistiques, Bulletin statistique : PIB trimestriel, 11 novembre 2022.

³ Banque d'Angleterre, prévisions économiques du 3 novembre 2022.

⁴ Office for Budget Responsibility : « Economic and fiscal outlook », novembre 2022.

Ces développements ont conduit à la démission du gouvernement, et à la désignation d'un nouveau premier ministre. Ce dernier a élaboré un plan d'austérité budgétaire dont le principal objectif est de stabiliser les finances publiques, lutter contre l'inflation et redonner confiance aux marchés financiers. En parallèle, la Banque centrale a entamé un resserrement monétaire agressif. Ainsi,

- *La Banque d'Angleterre* a procédé depuis le début de l'année à huit relèvements successifs de son taux directeur qui est ainsi passé de 0,25% en décembre 2021 à 3,5% en décembre 2022. Elle a également poursuivi son resserrement quantitatif en cessant de réinvestir le produit des obligations d'État arrivant à échéance dans de nouveaux achats de titres et en réduisant progressivement ses avoirs en obligations d'État et d'entreprises libellées en livres sterling, jusqu'à la fin de 2023.
- *Le nouveau gouvernement* prévoit, quant à lui, une consolidation budgétaire d'un montant total de 55 milliards de livres dont 25 milliards proviendront de hausses d'impôts et 30 milliards de la baisse des dépenses. Parmi les principales mesures annoncées il y a lieu de noter en termes de hausse d'impôts (i), l'augmentation, à partir de janvier 2023, de 25% à 35% de la taxe exceptionnelle sur les profits des entreprises pétrolières et gazières, qui restera en vigueur jusqu'à mars 2028 ; (ii) la mise en place, à partir de janvier 2023, d'une taxe temporaire de 45% sur les producteurs d'électricité ; (iii) la hausse du taux d'impôt sur les sociétés de 19% à 25% en avril 2023. En termes de soutien au pouvoir d'achat, le gouvernement a alloué une enveloppe de 26 milliards de livres sterling avec notamment (i) la mise en place d'un soutien aux ménages face à la hausse des prix de l'énergie (« Energy Price Guarantee ») qui limitera le montant de la facture énergétique moyenne annuelle pour chaque ménage à 2500 livres sterling actuellement puis à 3000 livres à partir d'avril 2023 ; (ii) une revalorisation de 9,7% à 10,42 livres de l'heure du salaire minimum à partir d'avril 2023 ; et (iii) une augmentation des pensions de retraites en ligne avec la hausse de l'inflation. En termes de dépenses, le gouvernement a prévu de réaliser une économie de 30 milliards de livres sterling, puisqu'à l'exception du secteur de la santé et de l'éducation, qui voient leurs budgets augmenter, les autres ministères verront la hausse de leurs dépenses ralentir au cours des 5 prochaines années. En outre, il prévoit 20 milliards de livres sterling d'investissement dans la recherche et le développement et 6 milliards de livres consacrés à l'efficacité énergétique à partir de 2025.

Enfin, en termes de perspectives, si l'instabilité politique et la situation des marchés financiers se sont apaisés, le Royaume-Uni va, selon les dernières projections de la BoE, basculer sur les deux années à venir en récession. En effet, après un taux de croissance prévu à 4,25% en 2022, l'activité économique devrait afficher des contractions de 1,5% en 2023 et de 1% en 2024, en liaison notamment avec les effets des prix élevés de l'énergie et des conditions financières plus strictes qui se traduiraient par une contraction des dépenses des ménages et une baisse de la confiance des entreprises. Pour ce qui est de l'évolution des prix, l'inflation devrait se situer à 10,75% en 2022 puis s'établir à 5,25% en 2023, et par la suite décélérer à 1,5% en 2024, niveau en dessous de l'objectif de la BoE de 2%.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

Les données à fin octobre 2022 dénotent de la poursuite de la dynamique des échanges extérieurs de biens et services et du maintien d'un niveau élevé des transferts des MRE. Les exportations ont ainsi affiché une progression de 36,4% et les importations une hausse de 44,2%. Le déficit commercial s'est, en conséquence, alourdi de 94,1 milliards, par rapport à la même période de 2021, pour s'établir à 260,8 milliards de dirhams et le taux de couverture est revenu de 60,9% à 57,6%. En particulier, les recettes voyages ont dépassé en octobre leur niveau d'avant crise atteignant 71,1 milliards de dirhams après 28,6 milliards durant les dix premiers mois de 2021 et les transferts des MRE se sont élevés à 89 milliards en accroissement de 11,5%. S'agissant des principales opérations financières, les recettes d'IDE ont augmenté de 33% à 32,5 milliards et les investissements directs des marocains à l'étranger ont connu une hausse de 8,6% à 15,3 milliards. Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib se sont situés à 339,6 milliards de dirhams à fin octobre 2022, représentant l'équivalent d'une couverture de 5 mois et 20 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

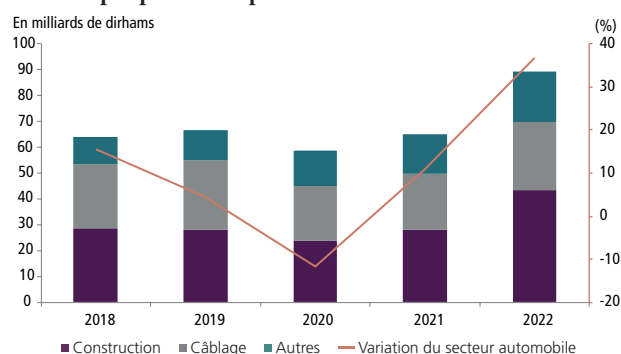
La hausse des exportations a concerné l'ensemble des secteurs. Les ventes de phosphates et dérivés ont enregistré une progression de 63% à 100,1 milliards, tirée essentiellement par celle de 79% des ventes des engrais en lien avec la hausse de 98% de leur prix. Les exportations du phosphate brut et de l'acide phosphorique se sont également accrues de 56,1% et 26,1% respectivement.

Pour leur part, les exportations du secteur automobile se sont accrues de 36,7% à 89,2 milliards, traduisant des améliorations de 54% à 43,4 milliards pour le segment de la construction et de 24,6% à 26,5 milliards pour celui du câblage. Les ventes du secteur « agricole et agroalimentaire » ont connu une amélioration de 19,9% à 67 milliards, résultat des progressions de 22,1% à 36,9 milliards de celles de l'industrie alimentaire et de 16,9% à 28 milliards pour les produits agricoles.

Quant aux exportations du secteur du « textile et cuir », elles se sont améliorées de 24,4% à 37,5 milliards, tirées essentiellement par des hausses des ventes de 26,2% de la branche des « vêtements confectionnés » et de 16,6% de celle des « articles de bonneterie ».

Concernant les expéditions des industries aéronautiques, elles ont enregistré une augmentation de 45,4% à 17,7 milliards, avec des accroissements de 50% de celles du segment de l'assemblage et de 36,7% pour celui des « EWIS¹ ». Pour ce qui des exportations de l'« électronique et électricité », elles ont progressé de 37,1% à 15,1 milliards avec une amélioration de 66,3% pour les composantes électriques.

Graphique 2.1 : Exportations du secteur automobile



Source : Office des Changes.

¹ Système d'interconnexion de câblage électrique (Electrical Wiring Interconnection System (EWIS)).

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

Secteurs/Segments	Jan. - oct.		Variations	
	2022	2021	En valeur	En %
Exportations	354 095	259 559	94 536	36,4
Phosphates et dérivés	100 137	61 416	38 721	63,0
Automobile	89 180	65 259	23 921	36,7
Construction	43 382	28 161	15 221	54,0
Câblage	26 525	21 294	5 231	24,6
Intérieur véhicules et sièges	6 023	5 926	97	1,6
Agriculture et Agro-alimentaire	66 957	55 844	11 113	19,9
Industrie alimentaire	36 865	30 202	6 663	22,1
Agriculture, sylviculture et chasse	28 014	23 972	4 042	16,9
Textile et Cuir	37 474	30 116	7 358	24,4
Vêtements confectionnés	23 815	18 876	4 939	26,2
Articles de bonneterie	7 195	6 170	1 025	16,6
Chaussures	2 873	2 185	688	31,5
Aéronautique	17 681	12 160	5 521	45,4
Assemblage	11 989	7 995	3 994	50,0
EWIS	5 606	4 100	1 506	36,7
Electronique et Electricité	15 057	10 981	4 076	37,1
Composants électroniques (transistors)	5 440	3 272	2 168	66,3
Fils et câbles	5 850	4 361	1 489	34,1
Appareils coup. ou connex. des circuits électr.	1 597	1 449	148	10,2
Autres extractions minières	4 557	3 983	574	14,4
Minerai de cuivre	1 348	1 345	3	0,2
Sulfate de baryum	936	774	162	20,9
Autres industries	23 052	19 800	3 252	16,4
Métallurgie et travail des métaux	7 382	6 903	479	6,9
Industrie du plastique et du caoutchouc	2 082	1 696	386	22,8
Industrie pharmaceutique	1 144	1 103	41	3,7

Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

L'évolution des importations a été tirée, en grande partie, par la hausse des cours des matières premières sur le marché international. Ainsi, la facture énergétique a plus que doublé pour s'établir à 128,3 milliards. Les achats de « gas-oils et fuel-oils » se sont alourdis, en effet, de 35,3 milliards à 63,6 milliards sous l'effet d'une hausse de 98,8% de leur prix à l'import, ceux des « houilles ; cokes et combustibles solides similaires » de 14,1 milliards à 21,3 milliards suite à leur renchérissement de 170% par rapport aux 10 premiers mois de 2021. Les importations de « gaz de pétrole et les autres hydrocarbures » ont, pour leur part, augmenté de 7,6 milliards à 21,7 milliards de dirhams.

De même, les importations de demi-produits se sont accrues de 51,3% à 141,6 milliards, reflétant notamment l'accroissement à 17,4 milliards de l'approvisionnement en ammoniac contre 5,3 milliards en 2021, résultat d'une hausse de 199% de son prix à l'import. Les acquisitions de produits alimentaires ont, pour leur part, augmenté de 54,4%, en relation essentiellement avec l'accroissement des approvisionnements en blé à 22,3 milliards sous l'effet combiné de la hausse de 27,2% de son prix à l'import et de celle de 21,4% en quantité en liaison avec la mauvaise campagne agricole. En parallèle, les achats de produits bruts se sont élevés à 38,2 milliards, en accroissement de 14,1 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 20,8% à 121,6 milliards, avec notamment des hausses de 74,1% des importations des « parties d'avions et d'autres véhicules aériens » et de 34,5% des acquisitions des « moteurs à pistons ». Concernant les achats de produits finis de consommation, ils ont affiché une augmentation de 10,5% à 111,5 milliards, traduisant notamment des accroissements de 27,2% pour les « parties et pièces pour voitures de tourisme » et de 31,5% 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	Jan. - oct.		Variations	
	2022	2021	en valeur	en %
Importations CAF	614 935	426 318	188 617	44,2
Produits énergétiques	128 313	59 323	68 990	-
Gas-oils et fuel-oils	63 610	28 329	35 281	-
Houilles; coques et combustibles solides similaires	21 336	7 257	14 079	-
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	21 688	14 111	7 577	53,7
Demi produits	141 584	93 589	47 995	51,3
Ammoniac	17 449	5 295	12 154	-
Produits chimiques	14 637	10 151	4 486	44,2
Matières plastiques	18 548	13 402	5 146	38,4
Produits alimentaires	73 544	47 624	25 920	54,4
Blé	22 334	9 854	12 480	-
Orge	3 180	742	2 438	-
Sucre brut ou raffiné	6 268	4 900	1 368	27,9
Produits bruts	38 198	24 050	14 148	58,8
Soufres bruts et non raffinés	17 190	8 432	8 758	-
Huile de soja brute ou raffinée	6 948	4 694	2 254	48,0
Ferraille, déchets et autres minerais	2 697	1854	843	45,5
Biens d'équipement	121 615	100 652	20 963	20,8
Parties d'avions et d'autres véhicules aériens	12 327	7 079	5 248	74,1
Moteurs à pistons	10 844	8 064	2 780	34,5
Fils et câbles	9 196	6 667	2 529	37,9
Produits finis de consommation	111 499	100 928	10 571	10,5
Parties et pièces pour voitures de tourisme	17 690	14 450	3 240	22,4
Tissus et fils de fibres synthétiques et artificielles	8 938	6 723	2 215	32,9

Source : Office des Changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

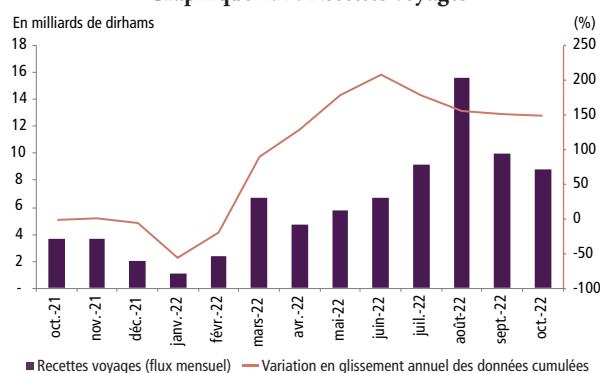
Le solde excédentaire de la balance des services s'est amélioré de 69,1% à 88,7 milliards, résultat d'un accroissement de 56% à 176,6 milliards des exportations, plus important que celui de 44,7% à 87,9 milliards des importations.

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

	Jan. - oct.		Variation	
	2022	2021	en valeur	en %
Importations	87 863	60 740	27 123	44,7
Exportations	176 592	113 220	63 372	56,0
Solde	88 729	52 480	36 249	69,1

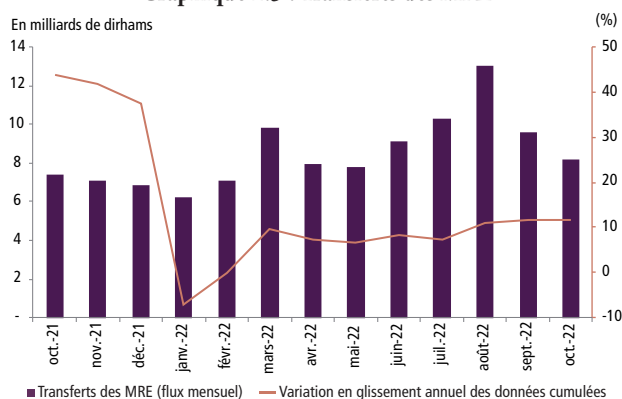
Source : Office des Changes.

S'agissant des recettes voyages, sous l'effet de la reprise notable de l'activité touristique, elles ont dépassé leur niveau d'avant crise, se situant à 71,1 milliards à fin octobre après 28,6 milliards durant la même période en 2021 et 67 milliards en 2019. Les dépenses au même titre ont également progressé de 54,3% à 13,4 milliards de dirhams.

Graphique 2.2 : Recettes voyages

Source : Office des Changes.

Concernant les transferts des MRE, ils poursuivent leur dynamique avec une augmentation de 11,5% à 89 milliards de dirhams.

Graphique 2.3 : Transferts des MRE

Source : Office des Changes.

2.3 Compte financier

Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux net des IDE a augmenté de 50,5% à 21,9 milliards, résultat d'une hausse de 33% des recettes et d'une baisse de 7,3% des cessions. Quant aux investissements directs des marocains à l'étranger, leur flux net s'est accru de 59% à 5,2 milliards, traduisant un accroissement de 1,2 milliard des investissements et un repli de 737 millions des recettes.

A fin octobre 2022, l'encours des avoirs officiels de réserves s'est établi à 339,6 milliards de dirhams, représentant ainsi l'équivalent de 5 mois et 20 jours d'importations de biens et services.

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

	Jan. - oct.		Variation	
	2022	2021	en valeur	en %
Investissements directs étrangers	21 851	14 520	7 331	50,5
Recettes	32 479	24 428	8 051	33,0
Dépenses	10 628	9 908	720	7,3
Investissement des marocains à l'étranger	5 245	3 299	1 946	59,0
Dépenses	15 266	14 057	1 209	8,6
Recettes	10 021	10 758	-737	-6,9

Source : Office des Changes.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du troisième trimestre 2022, les conditions monétaires ont été marquées par une nouvelle dépréciation du taux de change effectif réel et une légère baisse des taux débiteurs. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, son accroissement annuel s'est accéléré de 3,6% au deuxième trimestre à 5% et à 6,7% en octobre, tiré principalement par les facilités de trésorerie accordées aux entreprises privées. Concernant les autres contreparties de la masse monétaire, la croissance des avoirs officiels de réserve s'est maintenue quasiment inchangée à 8,2% et les créances nettes sur l'administration centrale se sont accrues de 10,3% après 15,4%. Au total, la progression de la masse monétaire est revenue, d'un trimestre à l'autre, de 4,9% à 4,6%.

Sur le marché immobilier, les prix des actifs ressortent en hausse de 0,6% au troisième trimestre 2022, reflétant des augmentations de 2% pour les biens à usage professionnel, de 0,8% pour les terrains et de 0,4% pour le résidentiel. Parallèlement, le nombre de transactions s'est accru de 11,1% globalement, de 13,8% pour les terrains, de 11,3% pour le résidentiel et de 4,9% pour les actifs à usage professionnel.

Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI s'est déprécié au troisième trimestre de 3,3% et le volume des transactions boursières s'est établi à 8,3 milliards contre 10,3 milliards un trimestre auparavant. Pour ce qui est de la capitalisation boursière, elle a affiché une baisse trimestrielle de 3,2% à 603,6 milliards de dirhams.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Le besoin en liquidité des banques a poursuivi son accentuation au cours du troisième trimestre de 2022 atteignant 91,7 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, contre 77,5 milliards un trimestre auparavant, en relation essentiellement avec la hausse de la monnaie fiduciaire. Dans ces conditions, la Banque a porté le montant de ses injections à 105,1 milliards, dont 41,8 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 38,3 milliards à travers les opérations de pensions livrées, 24,9 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME et 193 millions sous forme de swaps de change. Dans ce contexte, la durée moyenne résiduelle des interventions de la Banque est passée de 40,6 jours à 44,7 jours et le taux interbancaire s'est situé à 1,52% en moyenne, un niveau intégrant la décision du Conseil de la Banque de relever le taux directeur de 50 points de base prise le 27 septembre 2022.

Les dernières données disponibles indiquent une atténuation du besoin de la liquidité bancaire à 88,6 milliards en moyenne au cours des mois d'octobre et de novembre 2022.

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

Graphique 3.1 : Taux interbancaire (données quotidiennes)

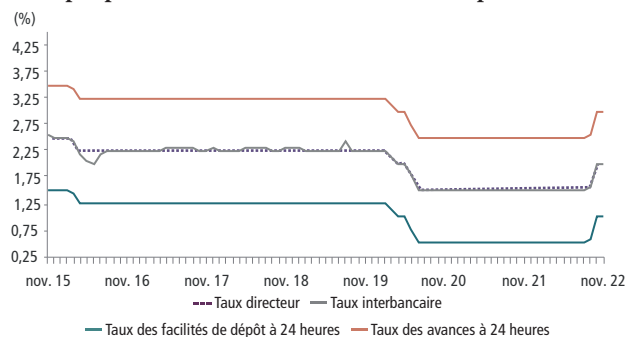
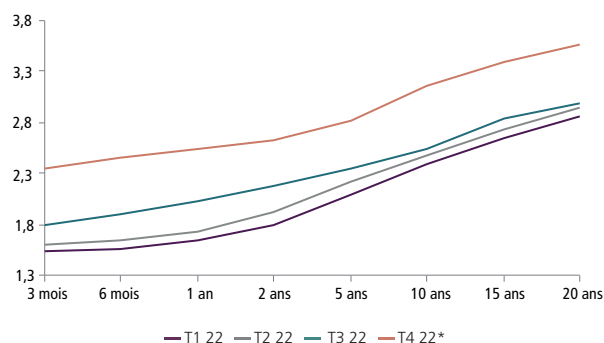


Tableau 3.1 : Taux des bons du Trésor sur le marché primaire (en %)

	2021			2022				
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	Oct.	Nov.
26 semaines	1,42	1,41	1,40	1,49	1,66	1,90	-	-
2 ans	1,69	1,77	1,72	1,83	1,91	2,33	-	2,44
5 ans	1,96	2,04	2,01	2,08	2,27	2,64	-	-
10 ans	2,32	2,36	2,34	2,43	-	-	3,20	-
15 ans	2,63	2,64	2,64	2,70	-	-	-	-

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

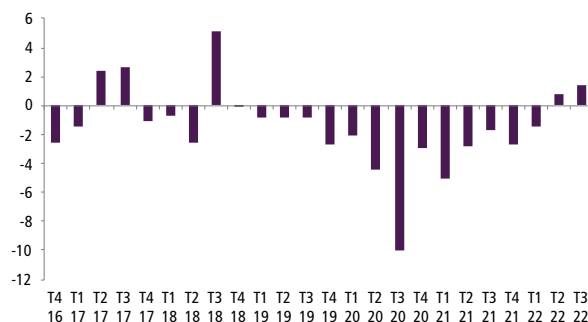


* Moyenne observée en octobre et novembre.

Dans le même sens, les taux des émissions des certificats de dépôt ont enregistré une progression au cours du troisième trimestre. Pour leur part, les taux créditeurs sont restés quasiment inchangés à 2,07% en moyenne pour les dépôts à 6 mois par rapport au trimestre précédent et ont baissé de 8 points de base à 2,39% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement¹ des banques s'est quasiment stabilisé à son niveau du deuxième trimestre.

Les dernières données disponibles relatives au mois d'octobre indiquent une quasi-stagnation d'un mois à l'autre des taux créditeurs.

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 troisième trimestre de 2022 indiquent une légère diminution de 5 points de base du taux moyen global à 4,24%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les prêts aux entreprises sont restés quasi-stables à 4,04%, recouvrant un recul de 46 points de base de ceux des prêts à l'équipement et un accroissement de 9 points de ceux des facilités de trésorerie. Les taux appliqués aux crédits aux particuliers, ont pour leur part augmenté de 19 points, avec une hausse de 7 points de ceux des prêts à la consommation et une stabilité de ceux des crédits à l'habitat.

Tableau 3.2 : Taux créditeurs

	2020	2021				2022		
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
6 mois	2,36	2,42	2,23	2,34	2,16	2,10	2,05	2,07
12 mois	2,68	2,77	2,63	2,57	2,42	2,48	2,47	2,39

Tableau 3.3 : Taux débiteurs

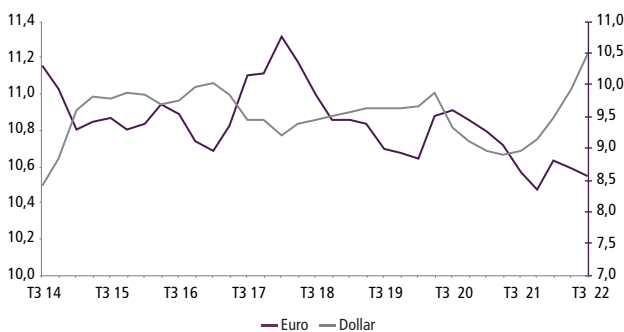
	2021			2022		
	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Taux global	4,32	4,35	4,44	4,28	4,29	4,24
Particuliers	5,19	5,20	5,16	5,23	5,14	5,33
Crédits immobiliers	4,26	4,24	4,24	4,21	4,19	4,19
Crédits à la consommation	6,64	6,51	6,47	6,50	6,32	6,39
Entreprises	4,04	4,17	4,26	4,00	4,03	4,04
Crédits de trésorerie	3,96	3,95	4,06	3,83	3,84	3,93
Crédits à l'équipement	4,13	4,84	4,58	4,31	4,60	4,14
Crédits immobiliers	5,59	5,71	5,78	5,53	5,83	5,41

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

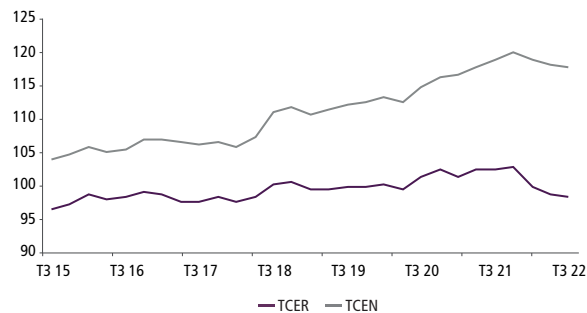
3.1.2 Taux de change

Durant le troisième trimestre 2022, dans un contexte marqué par la dépréciation de l'euro de 5,48% par rapport au dollar américain, le dirham s'est apprécié de 0,40% vis-à-vis de l'euro et s'est déprécié de 5,11% face au dollar. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, la monnaie nationale s'est appréciée de 8,10% par rapport à la livre turque et s'est dépréciée de 1,59% face au yuan chinois. Au total, le taux de change effectif s'est déprécié de 0,37% en termes nominaux et de 0,44% 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 enregistré, au cours du troisième trimestre 2022, une augmentation annuelle de 43% à 42,5 milliards de dirhams pour les ventes et de 42,1% à

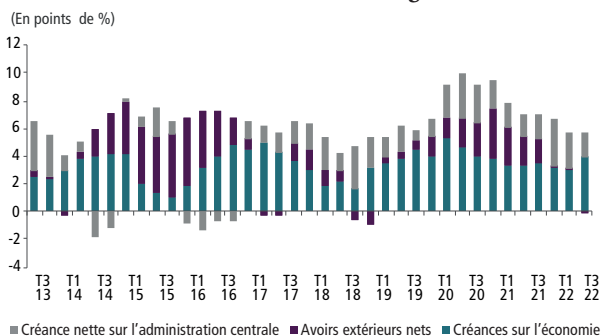
37,8 milliards pour les achats. De même, les opérations à terme se sont accrues de 120% à 29,9 milliards pour les achats et de 254,4% à 6,8 milliards pour les ventes. Dans le cadre des opérations des adjudications en devises de Bank Al-Maghrib avec les banques, aucune séance d'adjudication n'a été tenue depuis décembre 2021. Dans ces conditions, la position de change déficitaire des banques s'est atténuée à 1,4 milliard de dirhams à fin septembre, après 6,2 milliards observée à fin juin 2022.

3.1.3 Situation monétaire

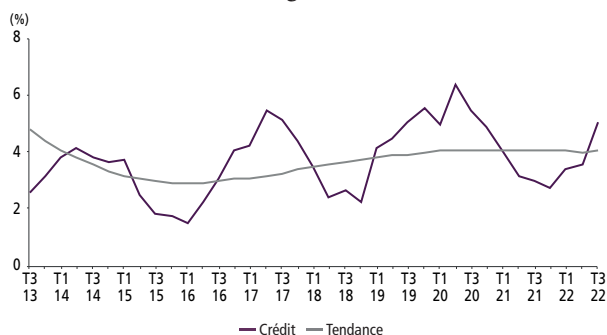
L'agrégat M3 s'est accru de 4,6% au troisième trimestre 2022 après 4,9% un trimestre auparavant. Cette évolution traduit une décélération du rythme d'accroissement de la monnaie fiduciaire de 8,2% à 7,1%. En parallèle, les dépôts à terme ont baissé de 11% après un repli de 8,9%, avec notamment une accentuation du recul des dépôts des agents financiers de 29,9% à 36,9% et une diminution de ceux du secteur public de 31%, après une hausse de 8,3%. De même, la croissance des dépôts en devises a décéléré de 8% à 1,2%. En revanche, la croissance des dépôts à vue est restée quasiment inchangée à 8%, recouvrant notamment une amélioration de la progression de 4% à 19,5% des dépôts des agents financiers et un ralentissement de 20,6% à 13,8% pour ceux du secteur public. Dans le même sens, les titres des OPCVM monétaires se sont accrues de 8,1% après 3,1%.

Par principales contreparties, l'évolution de la masse monétaire recouvre une décélération de 15,4% à 10,3% du rythme d'accroissement des créances nettes sur l'administration centrale, une accélération de 3,5% à 5,1% du crédit bancaire et une quasi-stabilité à 8,2% de la progression des avoirs officiels de réserve.

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 5% au lieu de 3,6% un trimestre auparavant, résultat d'une accélération du rythme de progression des prêts accordés aux entreprises privées, d'une atténuation de la baisse de ceux octroyés aux entreprises publiques et d'une stagnation du rythme des crédits aux ménages.

Ainsi, l'encours du crédit aux entreprises privées a augmenté de 8,7% après 5,9% au trimestre précédent, reflétant notamment des accélérations de la croissance des facilités de trésorerie de 10,9% à 14,7% et des prêts à l'équipement de 1,5% à 3,2%.

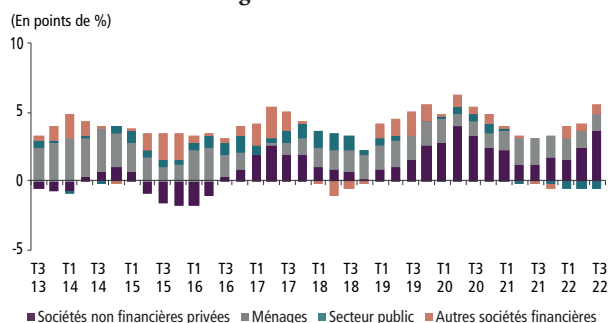
S'agissant des concours accordés aux entreprises publiques, ils ont reculé de 10,9% après un repli de 13,2%, avec une atténuation de la baisse des prêts à l'équipement de 20,5% à 16,9% et une accélération de la hausse des facilités de trésorerie de 13% à 54,9%.

Concernant les crédits aux entrepreneurs individuels, leur rythme d'accroissement est passé de 4,5% à 7,5% recouvrant notamment des améliorations des prêts immobiliers et des facilités de trésorerie respectivement de 21,2% et de 9,2% après des hausses de 12,6% et de 8,4%.

Quant aux prêts aux particuliers, leur progression s'est stabilisée à 3%, résultat d'une accélération de l'accroissement des crédits à l'habitat de 2,3% à 2,9% et d'une décélération de celle des facilités de trésorerie de 5,8% à 2,7%.

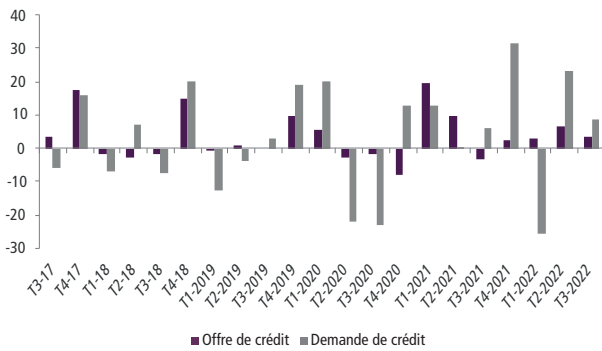
Par branche d'activité, les données du troisième trimestre de 2022 indiquent des progressions annuelles de 37,1% des crédits accordés aux entreprises du secteur de l'« électricité, gaz et eau », de 14,3% pour les « industries alimentaires et tabac » et de 7,6% pour l'« agriculture et pêche ». A l'inverse, les concours aux entreprises des « industries extractives », des « transports et communications » et des « bâtiment et travaux publics » ont diminué respectivement de 15,2%, 11,6% et 0,6%.

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



Source : BAM.

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

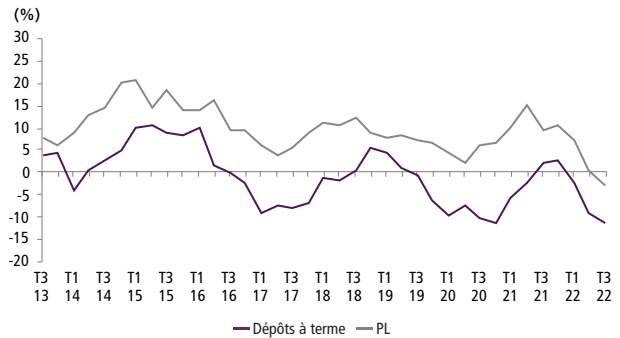
Graphique 3.9 : Evolution de l'offre et de la demande (Indice de diffusion)

Source : BAM.

Pour les prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils ont progressé de 4,3% au troisième trimestre de 2022. Cette évolution traduit notamment des améliorations de 5% pour les crédits accordés par les sociétés de financement, de 13,8% pour ceux distribués par les banques off-shores et de 2,4% pour les prêts consentis par les associations de microcrédit.

Les dernières données disponibles relatives au mois d'octobre indiquent une croissance annuelle du crédit bancaire de 6,7%, traduisant des accélérations du rythme d'accroissement des prêts accordés aux autres sociétés financières à 9,2% et de ceux destinés au secteur non financier à 6,3%.

Le taux de progression des agrégats de placements liquides est ressorti en baisse à 3,1% au troisième trimestre, après une hausse de 0,5% au deuxième trimestre. Cette évolution reflète une accentuation de la diminution des titres des OPCVM obligataires de 2,8% à 11,9% et une décélération de la croissance des titres des OPCVM actions et diversifiés de 18,3% à 8%. Quant aux bons du Trésor, ils se sont accrus de 0,9%, après un repli de 0,9%.

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

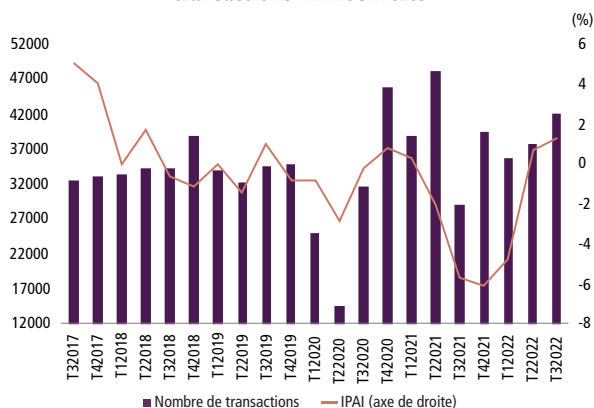
3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

Au troisième trimestre de 2022, l'indice des prix des actifs immobiliers a connu une hausse de 0,6%, reflétant les accroissements des prix de 0,4% pour le résidentiel, de 0,8% pour les terrains et de 2% pour les biens à usage professionnel. En parallèle, le nombre de transactions a enregistré une progression de 11,1%, traduisant des hausses de 11,3% pour les biens résidentiels, de 13,8% pour les terrains et de 4,9% pour les biens à usage professionnel.

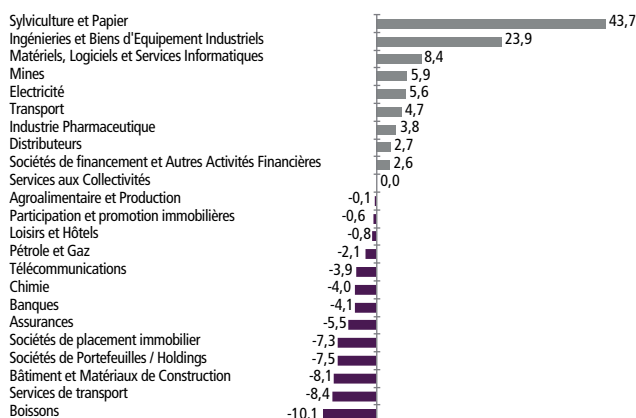
Au niveau des principales villes, à l'exception de Marrakech qui a affiché un recul des prix de 0,6%, les autres ont connu des hausses avec des taux allant de 0,2% à Rabat à 4,4% à Oujda. S'agissant du nombre de transactions, hormis Rabat et Casablanca où il a régressé de 6,7% et 5,6% respectivement, il a enregistré des accroissements allant de 1,9% à Kénitra à 36,1% à Oujda.

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 troisième trimestre 2022 (en %)



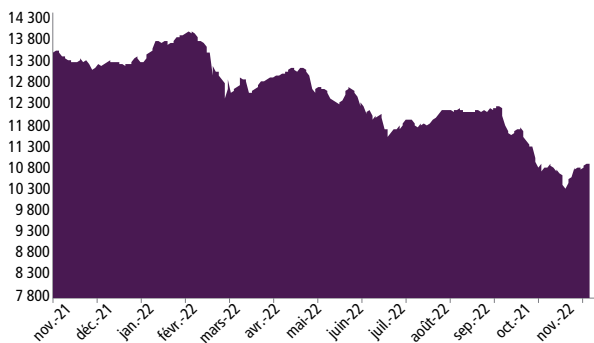
Source : Bourse de Casablanca.

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

Au cours du troisième trimestre de 2022, le MASI a baissé de 3,3%, portant sa contreperformance depuis le début de l'année à 13,1%. Cette évolution trimestrielle reflète principalement les diminutions des indices sectoriels des bâtiments et matériaux de construction de 8,1%, des banques de 4,1% et des télécommunications de 3,9%. A l'inverse, les indices des secteurs des « matériels, logiciels et services informatiques », des mines et de l'électricité ont marqué des augmentations respectives de 8,4%, 5,9% et 5,6%.

Graphique 3.12 : Evolution de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

Pour ce qui est du volume des échanges, il est revenu à 8,3 milliards de dirhams après 10,3 milliards un trimestre auparavant. Par compartiment, le chiffre d'affaires s'est établi à 5,5 milliards après 8,2 milliards sur le marché central et à 2,5 milliards après 906,1 millions sur le marché de blocs. Dans ce contexte, la capitalisation boursière a enregistré une baisse trimestrielle de 3,2% à 603,6 milliards de dirhams.

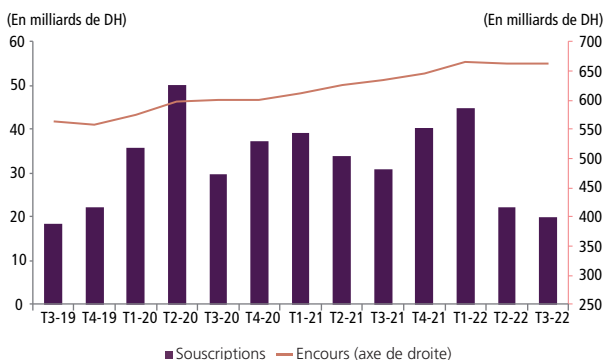
Les dernières données disponibles indiquent une hausse du MASI de 0,8% en novembre, après une diminution de 6,8% en octobre, soit une contreperformance annuelle de 18,3%. L'évolution mensuelle de l'indice de référence recouvre notamment les hausses des indices sectoriels des banques de 3,5%, de l'agroalimentaire de 3% et des télécommunications de 2,3%, ainsi que les baisses de ceux des services de transport et des bâtiments et matériaux de construction de 6,8% et de 4% respectivement. S'agissant du volume des transactions, il s'est établi à 6,5 milliards en octobre et à 2,4 milliards en novembre et la capitalisation boursière s'est chiffrée à 567,3 milliards, en baisse de 17,9% 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 établies à 20 milliards de dirhams au troisième trimestre 2022, en baisse de 10,3% en variation trimestrielle. Elles ont porté à hauteur de 70% sur des maturités courtes et de 30% sur celles moyennes. Tenant compte des remboursements, l'encours des bons du Trésor s'est établi à 661,9 milliards, en hausse de 2,4% depuis le début de l'année.

Au cours du mois d'octobre, les émissions se sont élevées à 12,3 milliards de dirhams et ont porté en quasi-totalité sur des maturités courtes. Compte tenu des remboursements, l'encours des bons du Trésor s'est établi à fin octobre à 661,2 milliards, en progression de 2,2% depuis le début de l'année.

Graphique 3.14 : Evolution des levées des bons du Trésor



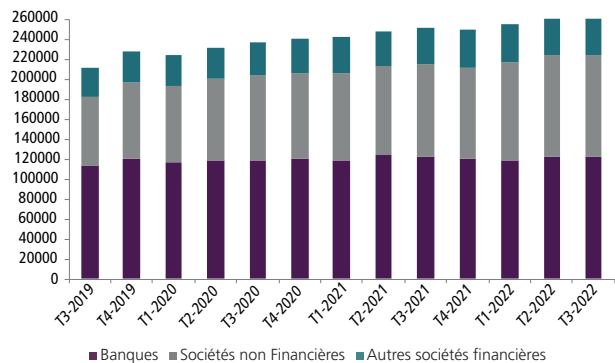
Source : BAM.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions ont baissé de 37,9% à 12 milliards de dirhams au troisième trimestre de 2022. Les banques ont levé un montant de 8,5 milliards, contre 13,8 milliards le trimestre précédent et les sociétés non financières 1,7 milliard après 3 milliards.

Durant le mois d'octobre, les levées de dette privée se sont chiffrées à 6,5 milliards. Tenant compte des remboursements, l'encours de cette dette s'est élevé à 262,9 milliards, en augmentation de 4,9% 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 troisième trimestre 2022, les souscriptions aux titres des OPCVM ont augmenté de 6,5% à 284,4 milliards et les rachats de 11,9% à 326,6 milliards, soit une décollecte nette de 42,2 milliards de dirhams. S'agissant des performances, elles se sont orientées à la baisse pour les fonds diversifiés, obligataires à moyen et long termes et actions avec des taux respectifs de 2,2%, 2% et 1,2%, et à la hausse pour ceux monétaires et obligataires à court terme avec des taux de 0,3% et 0,2% respectivement.

Les données du mois de novembre indiquent un recul de 8,9% de l'actif net des OPCVM depuis le début de l'année à 540,2 milliards de dirhams. Ce repli traduit notamment les baisses des encours des fonds actions et obligataires de 18,5% et 17,4% respectivement. L'actif net des OPCVM monétaires a, pour sa part, augmenté de 29,4% et celui des fonds contractuels a plus que quadruplé à 6,9 milliards.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

A un mois de la clôture de l'exercice de 2022, l'exécution budgétaire fait ressortir un déficit budgétaire, hors produit de cessions des participations de l'Etat, de 48,1 milliards de dirhams, en allègement de 20,6 milliards de dirhams par rapport à la même période en 2021, reflétant en partie la hausse de 9,6 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor à 17,1 milliards. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 25,6%, avec des progressions de 17,5% des rentrées fiscales et de 131,3% de celles non fiscales à 40,6 milliards, dont 21 milliards au titre des recettes des mécanismes de financement spécifiques. Parallèlement, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 14% à 289,4 milliards, traduisant essentiellement des accroissements de 107,5% de la charge de compensation et de 5,7% des dépenses de biens et services. Le solde ordinaire est ressorti ainsi excédentaire à 10 milliards, au lieu d'un déficit ordinaire de 15,4 milliards à fin novembre 2021. Pour ce qui est des dépenses d'investissement, elles ont augmenté de 23,7% à 75,1 milliards, portant ainsi celles globales à 364,5 milliards, en alourdissement de 15,9%.

Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 1,7 milliard, le déficit de caisse, hors produit de cession des participations de l'Etat, s'est établi à 49,7 milliards, contre de 80,8 milliards. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 39,6 milliards et par un flux net extérieur positif de 10,1 milliards. Ainsi, l'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 4,7% par rapport à son niveau à fin décembre 2021. S'agissant du coût du financement intérieur du Trésor au cours des onze premiers mois de 2022, les conditions sur le marché des adjudications se sont resserrées comparativement à la même période en 2021.

4.1 Recettes ordinaires

Au terme des onze premiers mois de 2022, les recettes ordinaires, hors produit de cession des participations de l'Etat, ont progressé de 25,6%, comparativement à la même période en 2021, à 299,4 milliards. Cette évolution reflète des augmentations de 17,5% à 255,5 milliards des rentrées fiscales, réalisées à hauteur de 101,5% par rapport à la LF 2022, et de 131,3% à 40,6 milliards de celles non fiscales.

S'agissant des recettes des impôts directs, réalisées à hauteur de 100,1% par rapport à la LF, elles ont affiché une hausse de 25,3% à 97,8 milliards, liée essentiellement au rebond de 44,2% à 51,8 milliards des rentrées de l'IS. Cet accroissement résulte essentiellement des améliorations de 6,4 milliards du complément des régularisations, de 3,5 milliards du premier acompte, de 3 milliards du deuxième acompte et de 2,4 milliards du troisième acompte. Pour leur part, les rentrées de l'IR ont augmenté de 7,1% à 43,6 milliards, avec un taux de réalisation de 101,3%, reflétant particulièrement des hausses de 5,6% à 9,4 milliards de l'IR sur les salaires servis par la Direction des Dépenses de Personnel et de 1% à 4 milliards de l'IR sur les profits immobiliers.

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

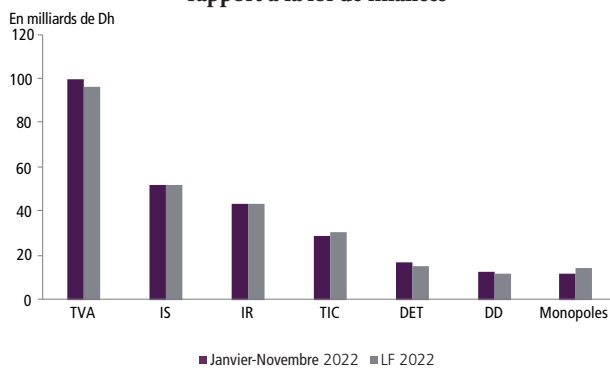
	Janv.- Nov. 2021	Janv.- Nov. 2022	Var. en %	LF 2022	Réalisation par rapport à la LF (en %)
Recettes ordinaires	238,4	299,4	25,6	286,8	104,4
Recettes fiscales	217,4	255,5	17,5	251,8	101,5
- Impôts directs	78,1	97,8	25,3	97,7	100,1
Dont IS	35,9	51,8	44,2	51,4	100,6
IR	40,7	43,6	7,1	43,0	101,3
- Impôts indirects	114,6	128,3	12,0	127,1	100,9
TVA*	86,8	99,8	15,0	96,4	103,6
TIC	27,8	28,5	2,6	30,8	92,6
- Droits de douane	10,6	12,8	20,4	12,0	106,5
- Enregistrement et timbre	14,2	16,6	17,0	14,9	111,2
Recettes non fiscales	17,6	40,6	131,3	30,9	131,3
- Monopoles et participations	9,8	11,8	20,3	14,0	84,2
- Autres recettes	7,8	28,9	270,9	17,0	170,1
Dons CCG	0,2	0,4	71,2	0,7	54,3
Recettes des mécanismes spécifiques	0,2	21,0	-	12,0	174,7
Recettes des CST	3,4	3,2	-5,3	4,1	78,3

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

Pour ce qui est des recettes des impôts indirects, elles se sont améliorées de 12% à 128,3 milliards, avec des accroissements de 15% à 99,8 milliards des rentrées de la TVA et de 2,6% à 28,5 milliards de celles de la TIC. Celles-ci reflètent notamment des progressions de 3% à 11,3 milliards des recettes de la TIC sur les tabacs et de 18,6% à 2,5 milliards 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 71,7 milliards, en augmentation de 31,1%, tirées par le renchérissement des produits énergétiques, alors que celle à l'intérieur est ressortie en recul de 12,3% à 28,1 milliards, sous l'effet principalement de la hausse des remboursements des crédits de TVA à 13,5 milliards au lieu de 8,8 milliards à fin novembre 2021.

Pour leur part, les rentrées des droits de douane se sont accrues de 20,4% à 12,8 milliards, tandis que celles des droits d'enregistrement et de timbre ont progressé de 17% à 16,6 milliards en liaison avec la hausse 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

Du côté des recettes non fiscales, elles ont augmenté de 131,3% à 40,6 milliards de dirhams, marquée principalement par les encaissements de recettes de 21 milliards au titre des mécanismes de financement

spécifiques, contre 150 millions un an auparavant, et de 11,8 milliards de celles de monopoles et participations au lieu de 9,8 milliards. Ces dernières proviennent de l'OCP pour un montant de 6,5 milliards, de l'ANCFCC pour 2,9 milliards, de Maroc Télécom pour 786 millions et de Bank Al-Maghrib à hauteur de 672 millions.

4.2 Dépenses

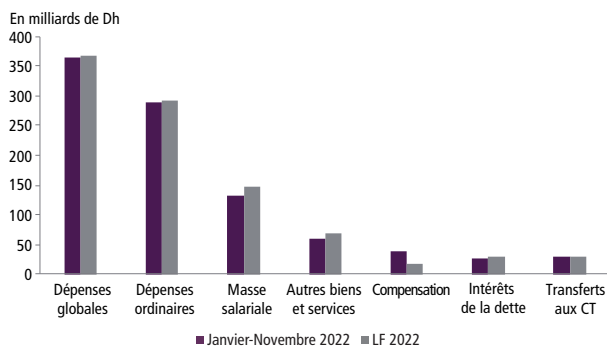
Les dépenses globales ont atteint 364,5 milliards à fin novembre 2022, en alourdissement de 15,9%, traduisant des accroissements de 14% à 289,4 milliards des dépenses ordinaires et de 23,7% à 75,1 milliards de celles d'investissement. Les dépenses de biens et services se sont élevées à 193,5 milliards, en hausse de 5,7% par rapport à fin novembre 2021, résultat des augmentations de 3,5% à 133,4 milliards de la masse salariale et de 10,8% à 60,1 milliards des dépenses des autres biens et services. Celles-ci tiennent compte notamment de la progression de 10,9% à 30,5 milliards des transferts au profit des établissements et entreprises publics et de la baisse de 3,8% à 5,1 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 2% de sa composante structurelle et de 22,8% à 6,9 milliards des rappels.

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

	Janv.- Nov. 2021	Janv.- Nov. 2022	Var. en %	LF 2022	Exécution par rapport à la LF (en %)
Dépenses globales	314,5	364,5	15,9	369,0	98,8
Dépenses ordinaires	253,8	289,4	14,0	291,0	99,4
Biens et services	183,1	193,5	5,7	217,0	89,2
Personnel	128,9	133,4	3,5	147,5	90,4
Autres biens et services	54,3	60,1	10,8	69,4	86,6
Intérêts de la dette	26,0	27,3	5,0	28,1	97,4
Compensation	18,6	38,6	107,5	17,0	226,6
Transferts aux CT	26,0	29,9	15,0	28,9	103,6
Investissement	60,8	75,1	23,7	78,0	96,3

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

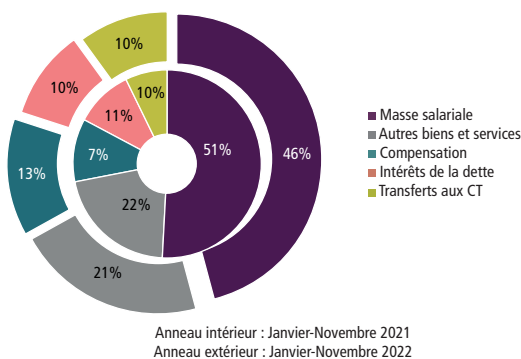
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

S'agissant des charges en intérêts de la dette, elles se sont accrues de 5% à 27,3 milliards, recouvrant des hausses de 5,2% à 23,4 milliards de celles sur la dette intérieure et de 4% à 3,9 milliards de celles sur la dette extérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires



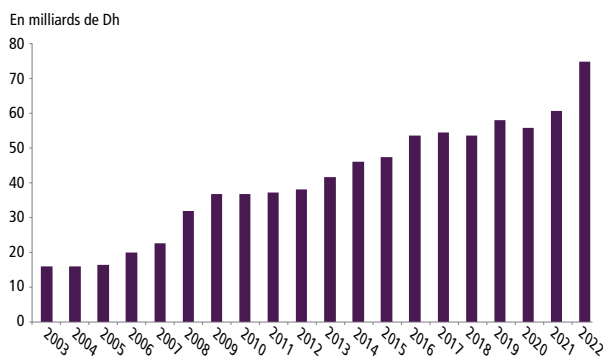
Anneau intérieur : Janvier-Novembre 2021
Anneau extérieur : Janvier-Novembre 2022

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

Pour sa part, la charge de compensation a bondi de 107,5% à 38,6 milliards, correspondant à un taux d'exécution de 116,8% par rapport aux prévisions de la LF augmentées des nouveaux crédits ouverts par décret de 16 milliards. Cette évolution s'explique notamment par l'appréciation du cours moyen du gaz butane de 20,3% à 754 dollars la tonne à fin novembre. En outre, ces charges comprennent les subventions accordées aux professionnels du secteur du transport pour un montant de près de 4 milliards et ce, dans le cadre des mesures décidées par le Gouvernement pour faire face au renchérissement des cours des produits énergétiques.

Pour ce qui est des dépenses d'investissement, elles ont progressé de 23,7% à 75,1 milliards, tenant compte notamment d'un versement de 25 milliards aux Comptes Spéciaux du Trésor, contre 22,9 milliards à fin novembre 2021. Le niveau d'exécution de ces dépenses par rapport à la LF ressort à 96,3%.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin novembre

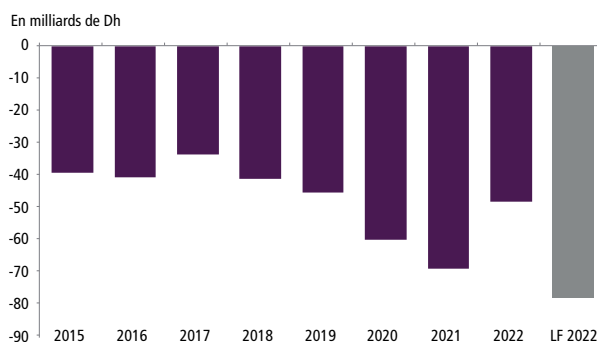


Source : Données MEF (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

L'exécution budgétaire s'est soldée par un déficit de 48,1 milliards à fin novembre, contre 68,7 milliards un an auparavant. Cette évolution tient compte de l'amélioration de 9,6 milliards à 17,1 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor qui incorpore une recette de 6,5 milliards, produit de la Contribution sociale de solidarité sur les bénéfiques et les revenus, affectée au Fonds d'appui à la protection sociale et à la cohésion sociale, contre 3,9 milliards. Le Trésor a, par ailleurs, réduit son stock des opérations en instance d'un montant de 1,7 milliard, ramenant ainsi le déficit de caisse, hors produit de cessions des participations de l'Etat, de 80,8 milliards à 49,7 milliards à fin novembre 2022.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin novembre



Source : Données MEF (DTFE).

Le besoin de financement du Trésor a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 39,6 milliards et par un flux net extérieur positif de 10,1 milliards, contre 6,1 milliards un an auparavant. Les tirages extérieurs bruts se sont élevés à 19,4 milliards, dont 10 milliards de la Banque Mondiale et 4,3 milliards provenant de la Banque Africaine de Développement.

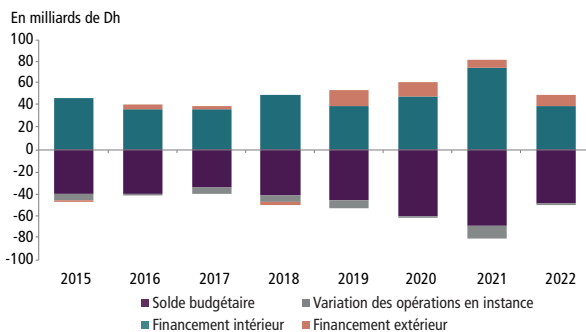
Tableau 4.3 : Financement du déficit (en milliards de dirhams)

	Janv. - Nov. 2021	Janv. - Nov. 2022	LF 2022
Solde ordinaire	-15,4	10,0	-4,2
Solde des CST	7,5	17,1	4,5
Solde primaire	-42,6	-20,7	-49,6
Solde budgétaire	-68,7	-48,1	-77,6
Variation des opérations en instance	-12,1	-1,7	
Besoin de financement	-80,8	-49,7	-77,6
Financement intérieur	69,3	39,6	52,0
Financement extérieur	6,1	10,1	20,7
Produit de cession des participations de l'Etat	5,4	0,0	5,0

Sources : Données MEF (DTFE).

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a porté sur un montant net de 7,8 milliards contre 40,9 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont concerné notamment les bons à 45 jours pour un montant de 8,6 milliards, ceux à 26 semaines pour un montant de 5,1 milliards, et les bons à 13 semaines pour 7,4 milliards. En parallèle, les remboursements nets ont porté principalement sur les bons à 2 ans pour un montant de 6 milliards, ceux à 52 semaines pour 5,2 milliards et ceux à 5 ans pour 2,4 milliards.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin novembre*



Source : Données MEF (DTFE).

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

S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, les données arrêtées à fin novembre indiquent une hausse des taux moyens pondérés par rapport à la même période en 2021. Pour les maturités courtes, les augmentations ont atteint 53 points de base (pdb) à 1,89% pour les maturités à 13 semaines, 34 pdb à 1,75% pour celles à 26 semaines, 32 pdb à 2,04% pour les bons à 2 ans et 30 pdb à 1,84% pour celles à 52 semaines. De même pour les maturités moyenne et longue, les taux ont enregistré notamment des accroissements de 34 pdb à 2,68% pour les bons à 10 ans et 28 pdb à 2,27% pour ceux à 5 ans.

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

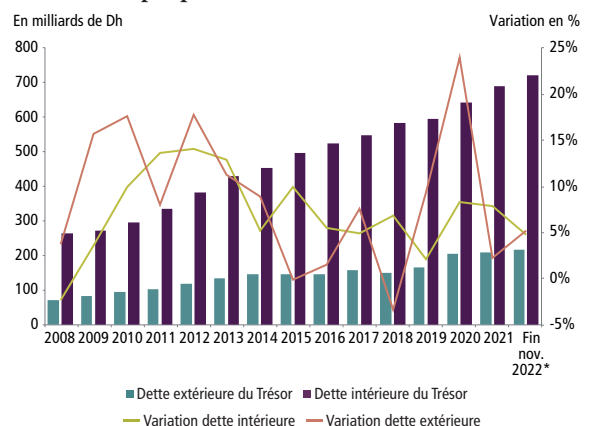
	2017	2018	2019	2020	2021	Fin Nov. 2022*
Dettes extérieures du Trésor	153,2	148,0	161,6	199,7	203,8	213,9
Var en %	7,3	-3,4	9,2	23,6	2,0	5,0
Dettes intérieures du Trésor	539,1	574,6	585,7	632,9	681,5	712,7
Var en %	4,8	6,6	1,9	8,1	7,7	4,6
Encours de la dette directe	692,3	722,6	747,3	832,6	885,3	926,6
Var en %	5,3	4,4	3,4	11,4	6,3	4,7

Sources : Données MEF (DTFE).

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

Concernant la dette publique directe, son encours aurait progressé de 4,7% à fin novembre 2022 comparativement à son niveau à fin décembre 2021, avec des hausses de 4,6% de sa composante intérieure et de 5% de celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



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

Encadré 4.1 : Programmation budgétaire triennale

Dans le cadre de la LF 2023, le Ministère de l'Économie et des Finances a publié, pour la première fois, un document sur la programmation budgétaire triennale globale pour la période 2023-2025. En résumant ce document, cet encadré présente les hypothèses retenues et les choix effectués en termes de politique budgétaire. Ainsi, tenant compte des perspectives macroéconomiques et des hypothèses, le Gouvernement cible les déficits budgétaires et les taux d'endettement suivants :

	2023	2024	2025
Déficit global en % du PIB	4,5	4,0	3,5
Déficit global en % du PIB, hors cession des participations de l'Etat	4,9	4,3	3,8
Dette du Trésor en % du PIB	69,5	69,9	69,5

Source : Document de programmation budgétaire triennale globale pour la période 2023-2025, LF 2023, MEF.

I- Principales hypothèses macroéconomiques

Les principales hypothèses du cadre macroéconomique de la période 2023-2025 sont comme suit :

En %	LF 2023	Projections 2024	Projections 2025
Taux de croissance	4,0	3,7	3,9
- VA agricole	12,9	4,0	4,4
- VA non agricole	3,1	3,8	3,8
Taux d'inflation	2,0	2,0	2,0
Parité dollar-dirham	10,6	9,82	9,82
Parité euro-dirham	10,6	10,86	10,86
Prix du pétrole	93	84	78
Cours du gaz butane	800	700	700
Production céréalière (en millions de quintaux)	75	75	75

Source : Document de programmation budgétaire triennale globale pour la période 2023-2025, LF 2023, MEF.

II- Programmation Budgétaire Triennale des recettes

L'évolution des recettes ordinaires au titre de la période 2023-2025 traduit une amélioration aussi bien des recettes fiscales domestiques et douanières que celles non fiscales. Les prévisions de ces dernières se basent sur les hypothèses du cadre macroéconomique et les spécificités intrinsèques des différents postes de recettes. Elles tiennent compte également des événements exceptionnels et des impacts budgétaires des mesures que l'Etat s'est engagé à mettre en œuvre pour répondre aux objectifs fondamentaux de la loi-cadre sur la réforme fiscale..

Tableau E.4.1.1 : Programmation Budgétaire Triennale des recettes

En millions de dirhams	LF 2023	Projections 2024	Projections 2025
RECETTES ORDINAIRES	343 421	362 329	377 847
Recettes fiscales ⁽¹⁾	289 273	300 151	311 923
Impôts directs	113 165	119 412	125 611
IS	60 914	64 347	67 808
IR	47 931	50 053	52 745
Majorations et autres impôts	4 320	5 012	5 058
Impôts indirects	145 142	149 038	153 215
TVA	113 329	115 889	119 244
TIC	31 813	33 149	33 971
Droits de douane	15 019	15 413	15 933
Droits d'Enregistrement et de Timbre	15 947	16 288	17 164
Recettes non fiscales	54 148	62 178	65 924
Recettes en provenance des EEPs	19 464	22 146	24 604
Autres Recettes	29 684	35 032	36 321
Cession des participations de l'Etat	5 000	5 000	5 000

(1) Y compris TVA des Collectivités Territoriales (retraitement TVA par BAM).

Source : Document de programmation budgétaire triennale globale pour la période 2023-2025, PLF 2023, MEF.

Les projections des autres recettes non fiscales intègrent la poursuite de la mobilisation des ressources au titre **des mécanismes de financement innovants** pour un montant de 25 milliards en 2023 et de 30 milliards par an sur la période 2024-2025.

Les **projections des recettes en provenance des EEP** sont établies sur la base des réalisations de 2021, des prévisions de clôture de 2022 et des projections établies des EEP concernés. Elles tiennent compte de la mise en œuvre des dispositions contenues dans la loi-cadre relative à la réforme des EEP, à travers notamment l'opérationnalisation de l'Agence Nationale de Gestion Stratégiques des Participations de l'Etat et de suivi des Performances des Etablissements et Entreprises Publics.

III- Programmation Budgétaire Triennale des dépenses

Les hypothèses sous tendant les projections des dépenses tiennent compte des orientations en matière de rationalisation des dépenses publiques, de priorisation des dépenses sociales, notamment celles relatives aux chantiers de la généralisation de la protection sociale, la réforme de la retraite et aux engagements du Gouvernement dans le cadre du dialogue social, et d'amélioration de l'efficacité des dépenses d'investissement.

Concernant **les dépenses du personnel**, outre la prise en considération des charges permanentes, des avancements, des promotions et des départs à la retraite, elles intègrent l'impact des décisions prises dans le cadre du dialogue social, estimé à 6,8 milliards, dont 4,3 milliards au titre de l'année 2023, 1,6 milliard en 2024 et 0,9 milliard en 2025.

Au niveau **des dépenses de matériels et diverses**, il est noté que le coût à supporter par l'Etat en 2023, dans le cadre de **la généralisation de la protection sociale**, devra atteindre **12,5 milliards de dirhams, dont 9,5 milliards au titre de la généralisation de la couverture médicale et 3 milliards au titre des allocations familiales. Cette enveloppe sera portée à 26,3 milliards en 2025, dont 9,5 milliards au titre de la généralisation de la couverture médicale et 16,8 milliards pour les allocations familiales.** Ces dépenses seront financées à partir des ressources mobilisées par le fonds d'appui à la protection sociale et à la cohésion sociale ainsi que par le redéploiement progressif des ressources affectées actuellement au financement des différents programmes sociaux et à la compensation.

Tableau E.4.1.2 : Programmation Budgétaire Triennale des dépenses

En millions de dirhams	LF 2023	Projections 2024	Projections 2025
Dépenses globales	416 594	431 036	442 286
Dépenses ordinaires	325 456	339 616	351 620
Dépenses de personnel	155 750	161 257	166 151
Dépenses des autres biens et services	79161	101 680	114947
Intérêts de la dette publique	29 966	33 006	34 549
Compensation	26 580	8 906	200
Transferts aux collectivités territoriales (1)	33 999	34 767	35 773
Dépenses d'investissement	91 138	91 420	90 666

(1) Retraitement des transferts aux collectivités territoriales effectué par BAM.

Source : Document de programmation budgétaire triennale globale pour la période 2023-2025, LF 2023, MEF.

Concernant les dépenses de compensation, et conformément à l'article 8 de la loi-cadre relative à la protection sociale, la poursuite de la réforme du système de compensation est prévue de manière progressive afin de dégager des marges pour financer partiellement le déploiement des allocations familiales. **Ainsi, la charge totale de compensation sera ramenée à 26,6 milliards en 2023, à 8,9 milliards en 2024 puis se limiter à 200 millions de dirhams en 2025.**

S'agissant des dépenses d'investissement, les propositions budgétaires au titre de la période 2023-2025 tiennent compte notamment des orientations en matière de dépenses d'investissement à travers le recours aux mécanismes de financement innovants, la mise en œuvre du nouveau cadre juridique de partenariat public-privé et la rationalisation des subventions d'investissement pour les EEP.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Au deuxième trimestre 2022, la croissance économique s'est établie à 2% après 14,2% un an auparavant, résultat d'une hausse de la valeur ajoutée non agricole de 4,2% au lieu de 13,3% et d'un repli de celle agricole de 15,5% après une augmentation de 17,5%. Du côté de la demande, la contribution à la croissance de sa composante intérieure s'est affaiblie, revenant de 11,3 points de pourcentage à 2,2 points, tandis que celle des échanges extérieurs de biens et services est ressortie négative à -0,2 point au lieu d'une participation positive de 2,9 points un an auparavant.

Au second semestre, les activités non agricoles auraient progressé de 3,5%, portées notamment par le dynamisme des secteurs du tourisme, du transport et ceux non marchands, alors que la valeur ajoutée agricole aurait poursuivi sa contraction, avec un taux de 15,1%. Au total, le PIB aurait augmenté en moyenne de 1,1% au lieu de 8,2% à la même période de 2021.

Sur l'ensemble de l'année, la croissance de l'économie nationale devrait ainsi nettement ralentir à 1,1% après un rebond de 7,9% en 2021.

Sur le marché du travail, la situation s'est relativement dégradée entre le troisième trimestre 2021 et la même période de 2022, avec une perte de 58 mille postes après une création de 642 mille un an auparavant, recouvrant des diminutions respectives de 237 mille et 38 mille emplois dans l'agriculture et le BTP, et des augmentations s'élevant à 189 mille postes dans les services et à 29 mille dans l'industrie y compris l'artisanat. Dans ce contexte, 128 mille actifs sont sortis du marché du travail ce qui a induit un recul de 1,1 point à 44% du taux d'activité. En conséquence, le taux de chômage a diminué, revenant de 11,8% à 11,4%, avec un fléchissement d'un point à 15% en milieu urbain et une stagnation à 5,2% dans les campagnes.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

Les dernières données des comptes nationaux relatives au deuxième trimestre de 2022 font état d'une nette décélération du rythme des dépenses de consommation des ménages à 3,2% après 13,6% au même trimestre une année auparavant, contribuant ainsi à la croissance à hauteur de 1,7 point de pourcentage au lieu de 7,4 points.

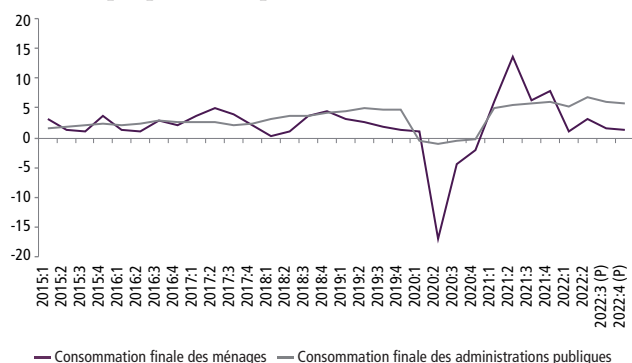
Au deuxième semestre de 2022, le rythme de progression de la consommation des ménages aurait ralenti à 1,4% en moyenne après 7,1% à la même période de 2021. Cette évolution reflète notamment la décélération des transferts des MRE, la baisse des revenus agricoles et la dégradation du pouvoir d'achat engendrée par la hausse des prix à la consommation. De surcroît, l'indice de confiance des ménages s'est fortement dégradé, se situant à son niveau le plus bas depuis la mise en

place par le HCP de l'enquête de conjoncture auprès des ménages en 2008. En revanche, les crédits à la consommation se sont améliorés de 3,8% à fin octobre après 1,5% un an auparavant.

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, elle s'est accrue de 6,7% au premier trimestre de 2022 après 5,5%, et sa participation à la croissance est passée de 1,2 point de pourcentage à 1,3 point.

Au second semestre de 2022, elle aurait évolué à un rythme similaire à celui enregistré à la même période une année auparavant, soit 5,9%, recouvrant un ralentissement des dépenses au titre des biens et services et une accélération de la charge de compensation observés au niveau de la situation des charges et ressources du Trésor à fin novembre.

Graphique 5.1 : Dépenses de consommation (en %)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

5.1.2 Investissement

Au deuxième trimestre de 2022, l'investissement a reculé de 2,4% après une hausse de 7,3% un an auparavant. Sa contribution à la croissance est ressortie ainsi négative à -0,8 point de pourcentage au lieu d'une participation positive de 2,7 points.

Les indicateurs disponibles laissent présager que son rythme aurait diminué de 2,1% au second semestre, contre un bond de 18,3% à la même période de l'année précédente. Ainsi, à fin octobre, les crédits à l'équipement ont enregistré un repli de 0,2% après celui de 2,4%, et les prêts immobiliers ont décéléré de 3,1% à 2,7%. De même, les importations en volume de biens d'équipement ont connu une baisse de 1,7% entre juillet et octobre après une amélioration de 17,8% un an auparavant. En outre, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie au titre du troisième trimestre font ressortir que le climat des affaires a été qualifié de « normal » par 66% des entreprises et de « défavorable » par 29% d'entre elles.

5.2 Demande extérieure

Au deuxième trimestre 2022, la participation à la croissance des exportations nettes de biens et services en volume est ressortie négative à -0,2 point de pourcentage au lieu d'une contribution positive de 2,9 points, les exportations s'étant accélérées de 22,4% à 36,4% et les importations de 8,3% à 28,7%.

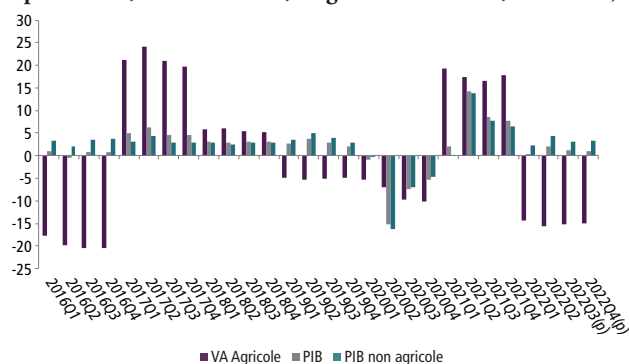
En termes de perspectives, les exportations auraient légèrement décéléré à 12,3% au second semestre, sous l'effet notamment de la contraction des exportations en volume des phosphates et dérivés de 26,1% entre juillet et octobre au lieu d'une hausse de 2,4% un an auparavant. En revanche, les expéditions d'automobiles en volume se sont accrues de 44,3% après une baisse de 25,5%. En regard, les importations auraient ralenti à 10,1% après 16,1%, résultat de la diminution des importations en volume des biens d'équipement entre juillet et octobre et l'accroissement des importations des produits énergétiques de 15,3% après 9,9%.

5.3 Offre globale

Au deuxième trimestre 2022, le PIB s'est accru de 2% après 14,2% à la même période de l'année précédente, reflétant une forte décélération de 13,3% à 4,2% de la croissance des activités non agricoles et un recul de 15,5%, après une hausse de 17,5%, de la valeur ajoutée agricole.

Au second semestre, la croissance se serait établie à 1,1% en moyenne au lieu de 8,2% un an auparavant. La valeur ajoutée agricole aurait baissé de 15,1% sous l'effet des conditions climatiques défavorables ayant caractérisé la campagne agricole 2021-2022. Pour leur part, les activités non agricoles auraient enregistré une amélioration de 3,5% après 7%.

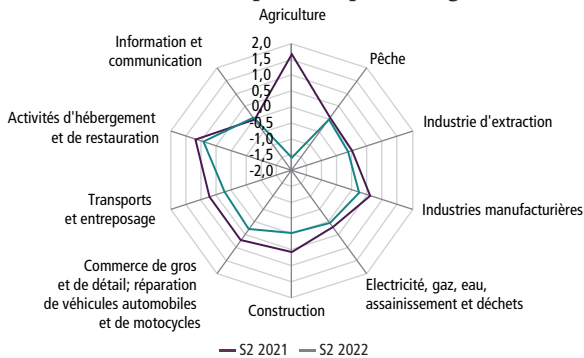
Graphique 5.2 : PIB par composante (aux prix de l'année précédente, variation en %, en glissement annuel, base 2014)



Sources : HCP et prévisions BAM.

Au niveau du secteur secondaire, la valeur ajoutée aurait affiché un ralentissement de son rythme de progression à 0,4% en moyenne après 5,3%. Elle aurait décéléré à 1,6% dans l'industrie de transformation, à 1,1% dans la branche « Electricité et eau » et se serait repliée de 7,4% dans les industries d'extraction et de 0,6% dans la construction.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Parallèlement, la croissance des activités tertiaires se serait établie à 5,1% en moyenne au second semestre au lieu de 7,9% à la même période de l'année précédente. Elle se situerait en particulier à 35% après 62,5% à la même période de l'année précédente pour la branche « Activités d'hébergement et de restauration », à 7% après 24,9% pour les services de transport et à 2,8% au lieu de 7,4% pour le commerce.

5.4 Marché du travail et capacités de production

5.4.1 Activité et emploi

En comparaison avec le troisième trimestre 2021, la situation sur le marché du travail a été marquée au troisième trimestre 2022 par un repli de 1% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à 12,1 millions de personnes, résultat d'une régression de 4,3% dans les campagnes et d'une progression de 1% dans les villes.

Tenant compte de l'évolution de la population en âge d'activité, le taux d'activité est revenu de 45,1% à 44%, avec une baisse de 2,2 points à 48,1% dans le milieu rural et de 0,5 point à 41,9% dans les villes.

En parallèle, l'économie nationale a accusé une perte de 58 mille emplois, après une création de 642 mille un an auparavant, et la population active occupée s'est ainsi repliée de 0,5% à 10,8 millions de personnes. La baisse de l'emploi a concerné les secteurs de l'agriculture et du BTP avec des diminutions respectives de 237 mille et 38 mille postes. A l'inverse, les autres secteurs ont connu des augmentations s'élevant à 189 mille postes dans les services et à 29 mille dans l'industrie y compris l'artisanat.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population active au chômage a de nouveau régressé de 4,8% à près de 1,4 million de personnes, et le taux de chômage a légèrement reculé, revenant de 11,8% à 11,4% au niveau national, recouvrant un repli d'un point à 15% en milieu urbain et une stagnation à 5,2% dans les campagnes. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux a augmenté de 0,7 point à 31,7% au niveau national et s'est contracté de 1,4 point à 43,8% pour les citadins. Parallèlement, le taux de sous-emploi¹ a diminué de 9,5% à 8,5% globalement, de 8,6% à 7,5% en milieu urbain et de 10,8% à 9,9% dans les zones rurales.

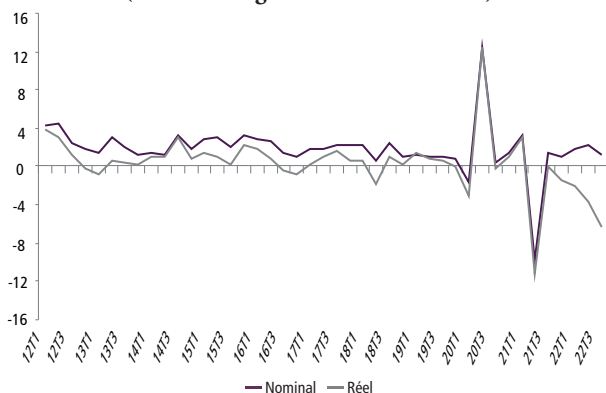
5.4.3 Productivité et salaires

Dans les activités non agricoles, la productivité apparente du travail, appréhendée par le ratio de la valeur ajoutée à l'emploi, se serait améliorée au troisième trimestre de 1,2% en glissement annuel, après 1% la même période de l'année précédente. Cette évolution traduirait des augmentations de 3,6% de la valeur ajoutée et de 2,4% 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 maintenu son rythme de progression au troisième trimestre 2022, en termes nominaux, à 1,3%, alors qu'il a accusé, en termes réels, une baisse de 6,3% après une stagnation la même période de l'année précédente.

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.

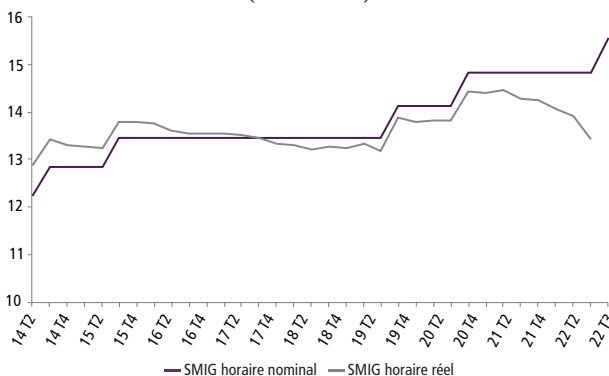
Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)



Sources : CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, et en application de l'accord social conclu le 30 avril 2022, il a été revalorisé en termes nominaux de 5% au 1^{er} septembre 2022 pour s'établir à 15,55 dirhams. Tenant compte d'une hausse de 8,1% de l'indice des prix à la consommation, il aura ainsi accusé au troisième trimestre un recul de 2,9% en termes réels en glissement annuel.

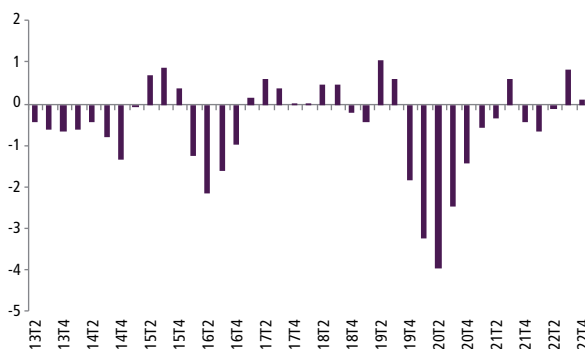
Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)



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

Dans ces conditions, l'output-gap devrait être positif aux cours du deuxième semestre 2022, tout en restant proche de zéro.

Graphique 5.6 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

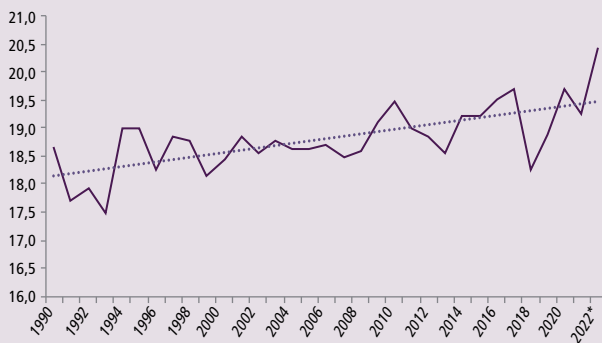
	T3 2021	T3 2022
Taux d'activité (en %)	45,1	44,0
Urbain	42,4	41,9
Rural	50,3	48,1
Taux de chômage (en %)	11,8	11,4
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	31,0	31,7
Urbain	16,0	15,0
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	45,2	43,8
Rural	5,2	5,2
Créations d'emplois (en milliers)	642	-58
Urbain	368	136
Rural	274	-194
Secteurs		
- Agriculture, forêt et pêche	190	-237
- Industrie y compris l'artisanat	54	29
- BTP	92	-38
- Services	306	189
Productivité apparente non agricole (variation en %)	1,0	1,2
Indice des salaires moyens (variation en %)		
Nominal	1,3	1,3
Réel	0,0	-6,3

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

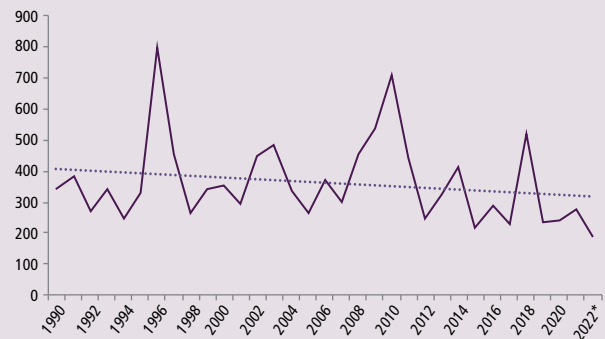
Encadré 5.1 : Situation du stress hydrique au Maroc

De par sa position géographique et son climat aride, le Maroc est considéré parmi les pays les plus vulnérables aux changements climatiques. Entre 1990 et 2022¹, il a enregistré une hausse tendancielle des températures de 0,1°C en moyenne annuelle et les précipitations se sont inscrites dans un mouvement baissier à un rythme de 1,9%² annuellement. Ces évolutions empêchent la régénération des stocks d'eau, réduisant ainsi les ressources en eau. Ces dernières sont évaluées³ actuellement à environ 620 m³/hab/an, contre environ 2560 m³/hab/an au début des années 1960, seuil demeurant largement en dessous de la limite de 1 000 m³/ha/an établie selon des normes internationales pour la définition du stress hydrique⁴.

Graphique E.5.1.1 : Température annuelle moyenne au Maroc entre 1990 et 2022 (en °C)



Graphique E.5.1.2 : Cumul pluviométrique au Maroc entre 1990 et 2022 (en mm)



Source : Direction Générale de la Météorologie.

* Pour 2022, les données sont jusqu'à fin novembre.

Sur la période 2018-2022 en particulier, la situation s'est fortement dégradée avec des retards des précipitations observés au début des campagnes agricoles et une succession d'années de sécheresse, engendrant des baisses de précipitations de 22,7% en 2019, de 14,5% en 2020 et de 28,5% en 2022. De surcroît, la surface enneigée, qui joue un rôle important dans le cycle de l'eau, a sensiblement diminué selon le Ministère de l'Équipement et de l'Eau⁵, passant d'une valeur maximale de 45 mille km² en 2018 à 5 mille km² en 2022, et le nombre de jours de neige a fortement baissé, revenant de 41 jours en 2018 à 14 jours en 2022.

Dans ces conditions, le taux de remplissage des barrages a atteint 24,9% au 12 décembre 2022 contre 34,5% la même période de l'année précédente et 63,9% en 2015⁶. Ce niveau serait surestimé si on tient compte des pertes de capacités en raison des envasements des retenues⁷, ce qui ne permet pas aux barrages de jouer leur rôle d'amortisseurs lors des années sèches. En particulier, les taux de remplissage des barrages « AL MASSIRA » et « BIN EL OUIDANE », deuxième et troisième plus grands barrages du pays, sont limités à 3,3% et à 8,6% contre plus de 72% la même période de 2015.

¹ Pour l'année 2022, les données sont jusqu'à fin novembre.

² Calculé par BAM sur la base des données de la Direction Générale de la Météorologie.

³ Source : « Rapport climat et développement » de la Banque mondiale (octobre 2022).

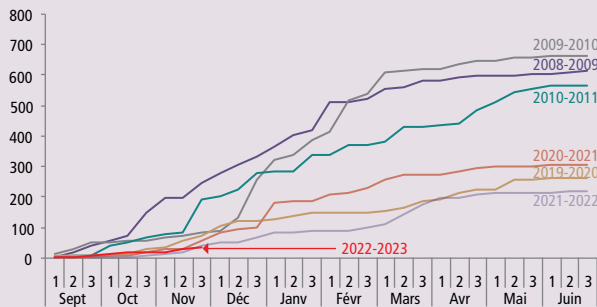
⁴ La sécheresse hydrologique est définie comme étant la situation où les approvisionnements en eau de surface et souterraine deviennent inférieurs à la normale. Elle résulte des périodes prolongées de manque de précipitations qui réduisent l'écoulement superficiel dans les cours d'eau induisant une diminution des volumes stockés dans les ouvrages hydrauliques et du niveau des nappes souterraines.

⁵ Source : présentation du Ministre de l'Équipement et de l'Eau devant la Commission des Infrastructures, de l'Énergie, des Mines et de l'Environnement en date du 6 juillet 2022.

⁶ Date de disponibilité des données.

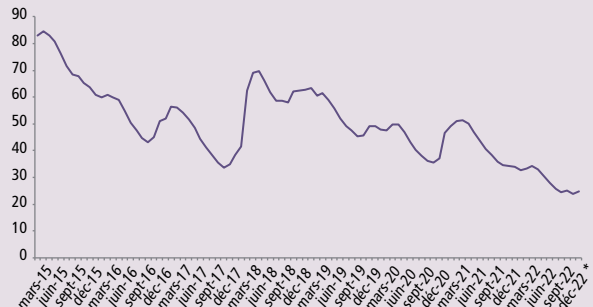
⁷ Le volume total envasé est évalué en 2018 à près de 2,24 milliards de m³, ce qui représentait près de 12,72% de la capacité totale des barrages estimée à 17,6 milliards de m³, soit une diminution d'environ 0,5% par an, selon le rapport de la Cour des comptes sur la « Gestion du domaine public hydraulique ».

Graphique E.5.1.3 : Profil décadaire du cumul pluviométrique depuis le lancement de la campagne pour quelques campagnes



Source : Ministère de l'Eau.
* Les dernières données disponibles remontent au 12 décembre 2022.

Graphique E.5.1.4 : Taux de remplissage des barrages (en %)



Selon des simulations réalisées par la Banque mondiale dans son rapport « climat et développement » d'octobre 2022, le réchauffement et l'aridification du climat marocain devraient se poursuivre, entraînant à l'horizon de 2050 une chute des ressources hydriques à un niveau proche du « seuil de pénurie absolue en eau » évalué à 500⁸ m³ par habitant. Une diminution de 25% de la disponibilité en eau dans tous les secteurs de l'économie conjuguée à une baisse des rendements agricoles auraient des conséquences économiques et sociales considérables avec une contraction du PIB d'environ 6,5% et une chute des exportations agricoles de 24,7%.

Aujourd'hui, il devient impératif au regard de ces données d'adapter et de réajuster les politiques publiques et les stratégies sectorielles dans tous les domaines pour tenir compte de ce nouveau contexte qui se confirme de plus en plus comme nouvelle réalité dans notre pays.

⁸ Selon des simulations faites dans son rapport « climat et développement », octobre 2022.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

L'accélération prévue de l'inflation s'est confirmée au cours du troisième trimestre, dans un contexte marqué par la persistance des prix des matières premières, notamment ceux énergétiques et alimentaires, à des niveaux élevés, et par une large diffusion des pressions inflationnistes aux produits autres que ceux impactés directement par la flambée des cours internationaux. Elle s'est établie, en effet, à 8,1% au troisième trimestre pour se stabiliser ensuite à ce même rythme en octobre. Cette évolution recouvre un ralentissement du rythme d'évolution des prix des carburants et lubrifiants de 52,3% à 40%, une accélération de 15,8% à 16,8% de ceux des produits alimentaires à prix volatils et une hausse de 0,1% après un repli de 0,3% de ceux des tarifs réglementés. Pour sa part, l'inflation sous-jacente s'est élevée de 7,5% à 7,6% avec des accroissements de 10,8% après 11,1% des prix des produits échangeables et de 3,6% contre 3,2% de ceux non échangeables, laissant indiquer une certaine internalisation des sources des pressions inflationnistes.

Au quatrième trimestre 2022, l'inflation devrait poursuivre son accélération pour atteindre 8,2%. Sa composante sous-jacente, pour sa part, devrait passer à 7,7%.

6.1. Evolution de l'inflation

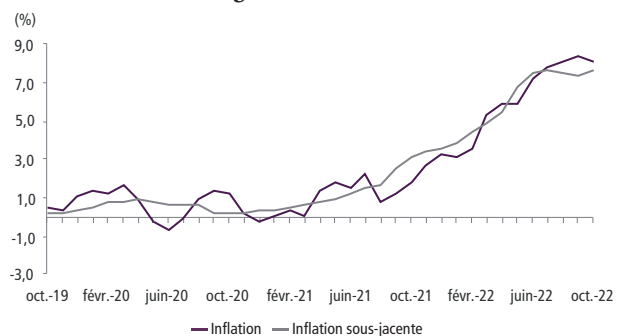
L'inflation continue d'évoluer à des niveaux élevés s'établissant à 8,1% en octobre, taux inchangé par rapport à la moyenne du troisième trimestre. Cette stabilisation recouvre d'une part des accélérations à 16,8% du rythme d'évolution des prix des produits alimentaires à prix volatils, à 0,1% de celui des tarifs réglementés et à 7,6% pour l'indicateur de l'inflation sous-jacente, et d'autre part, une décélération de 52,3% à 40% des prix des carburants et lubrifiants.

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

Après leur accroissement rapide au cours du trimestre précédent, résultant notamment des contraintes d'offre, les prix des produits alimentaires volatils ont enregistré une augmentation mensuelle de 0,3% en octobre tirée principalement par le renchérissement de 2,5% des « légumes frais » et de 5,4% des « œufs ». En comparaison annuelle, ces prix ressortent en hausse de 16,8% en octobre après 15,8% en moyenne au troisième trimestre.

Au total, la contribution de la composante alimentaire à prix volatils à l'inflation s'est élevée à 2 points de pourcentage en octobre contre 1,9 point en moyenne un trimestre auparavant.

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		
	Août 22	Sept. 22	Oct. 22	Août 22	Sept. 22	Oct. 22
Inflation	0,3	1,0	0,4	8,0	8,3	8,1
- Produits alimentaires à prix volatils	4,2	3,7	0,3	16,9	20,9	16,8
- Produits réglementés	0,0	0,2	0,0	-0,5	-0,3	0,1
- Carburants et lubrifiants	-10,1	0,3	-1,2	46,8	46,1	40,0
Inflation sous-jacente	0,2	0,7	0,6	7,5	7,4	7,6
Produits alimentaires	0,1	0,7	1,0	14,0	12,8	13,5
- Articles d'habillement et chaussures	0,5	0,4	0,3	5,8	5,7	5,2
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,2	0,2	0,2	2,1	2,3	2,2
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,3	0,5	0,6	6,2	6,4	6,7
- Santé ¹	-0,4	-0,1	0,0	2,4	1,9	1,3
- Transport ²	1,1	-0,3	0,5	5,5	5,1	5,6
- Communication	0,2	0,0	0,1	0,6	0,6	0,7
- Loisirs et cultures ¹	0,3	0,4	0,3	7,7	7,9	7,5
- Enseignement	0,0	3,2	1,0	1,3	3,5	4,2
- Restaurants et hôtels	0,6	0,5	0,5	3,6	4,1	4,6
- Biens et services divers ¹	0,1	0,5	0,1	3,2	3,5	2,2

1 Hors produits réglementés.

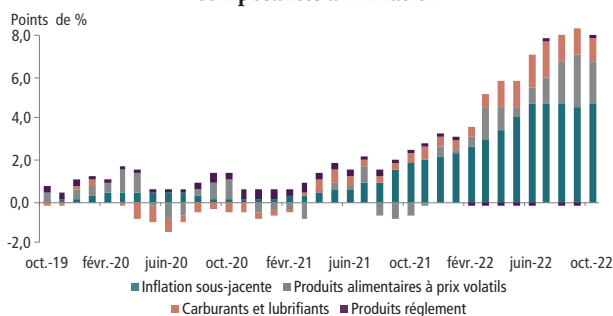
2 Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

Sources : Données HCP et calculs BAM.

S'agissant des tarifs réglementés, ils ont progressé de 0,1% après un repli de 0,3% au troisième trimestre, tirés par l'atténuation du recul des prix du transport routier des passagers à 2,2% après 4,7%. En effet, ces derniers ont cumulé une hausse de 2% entre juillet et septembre, qui serait liée à la transmission des hausses des prix à la pompe en dépit des aides octroyées par l'Etat aux transporteurs. Ils restent, toutefois, inférieurs à leur niveau observé durant la même période une année auparavant.

Au total, la contribution des tarifs réglementés est ressortie nulle en octobre contre -0,1 point de pourcentage au cours du trimestre précédent.

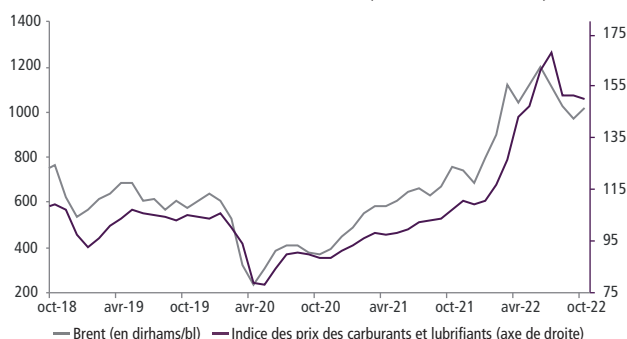
Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation



Sources : Données HCP et calculs BAM.

En revanche, les prix des carburants et lubrifiants ont vu leur rythme de progression ralentir de 52,3% au troisième trimestre à 40% en octobre, impactés par le recul des cours des produits pétroliers, avec en particulier une diminution du cours du Brent de 99,2\$/bl à 93,1\$/bl. L'effet de cette baisse aurait été atténué en partie par la dépréciation de 4,5% du dirham vis-à-vis du dollar sur la même période. Ainsi, la contribution des prix de ces produits à l'inflation ressort à 1,1 point de pourcentage en octobre contre 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)



Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

6.1.2. Inflation sous-jacente

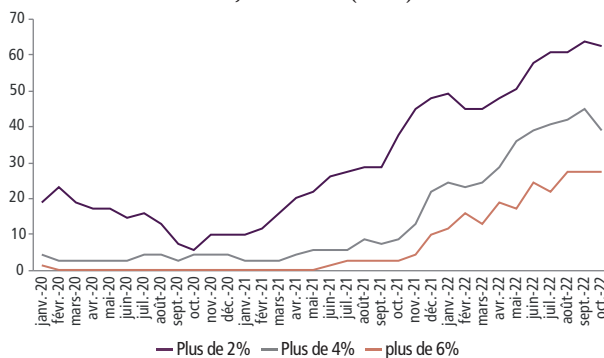
L'inflation sous-jacente, mesurée par la méthode de l'exclusion¹, a poursuivi son accélération pour s'établir à 7,6% en octobre contre 7,5% au troisième trimestre. Cette évolution est imputable principalement à sa composante non alimentaire, avec en particulier une

¹ Calculée par BAM.

hausse des prix de « l'enseignement » de 4,2%. A l'opposé, et en ligne avec les replis successifs des cours internationaux des denrées alimentaires, les prix des produits alimentaires inclus dans l'IPCX ont vu leur rythme d'accroissement ralentir à 13,5% en octobre après 13,8% au troisième trimestre, tirés par la décélération des prix des « produits à base de céréales » de 14,6% à 11% et des « céréales non transformées » de 31,9% à 25,7%.

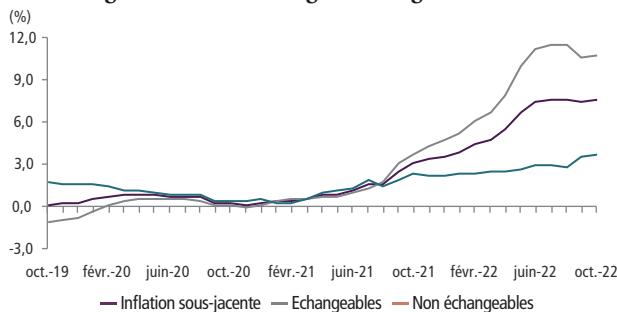
S'agissant de la diffusion de la hausse au niveau des prix des produits non alimentaires, elle s'est poursuivie durant les derniers mois quoiqu'en léger repli en octobre et ce, pour la première fois depuis janvier 2021. En effet, la part des produits ayant progressé de plus de 2% s'est située à 62% au lieu de 64% en septembre et 61% en août 2022.

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 en octobre découle de celle des prix des produits non échangeables qui a plus que compensé le ralentissement des prix de ceux échangeables, reflétant une relative atténuation des pressions inflationnistes d'origine externe.

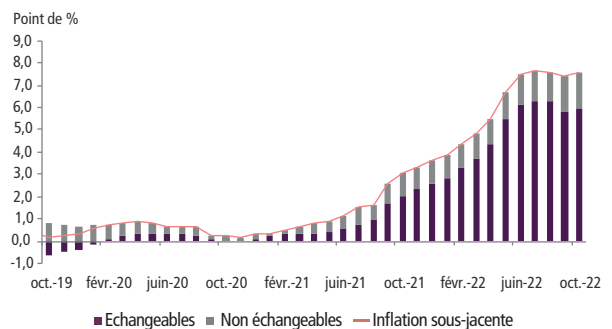
Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables

	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	Août. 22	Sept. 22	Oct. 22	Août. 22	Sept. 22	Oct. 22
Biens échangeables	0,4	0,5	0,7	11,4	10,5	10,8
Biens non échangeables	-0,1	0,9	0,6	2,8	3,5	3,6
Inflation sous-jacente	0,2	0,7	0,6	7,5	7,4	7,6

Sources : Données HCP et calculs BAM.

En effet, les prix des biens non échangeables se sont accrus de 3,6% en octobre après 3,2% au troisième trimestre, laissant présager que l'inflation sous-jacente serait de plus en plus tirée par des facteurs d'origine interne.

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

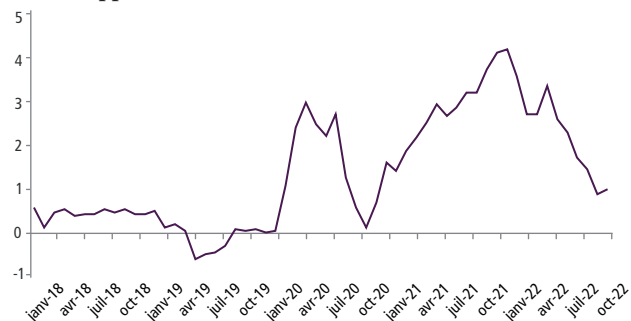


Sources : Données HCP et calculs BAM.

En revanche, les prix des biens échangeables ont vu leur rythme de progression ralentir à 10,8% en octobre après 11,1% en moyenne entre juillet et septembre. Cette évolution reflète notamment l'atténuation des pressions inflationnistes émanant des goulets

d'étranglement, en lien notamment avec le retour à la normale des délais de livraison des fournisseurs et le repli des coûts du transport maritime. Dans le même sens, l'accroissement de l'indice FAO des produits alimentaires a connu une décélération notable revenant de 8,5% au troisième trimestre à 2% en octobre.

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



Source: Fed de New York.

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

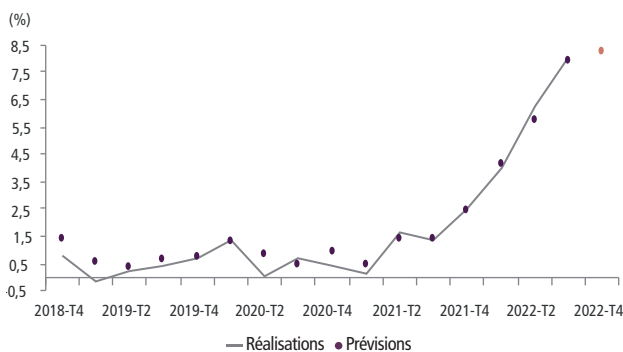
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

L'inflation devrait continuer son accélération à court terme pour atteindre 8,2% en moyenne au quatrième trimestre 2022 après 8,1% un trimestre auparavant. Son évolution serait liée en grande partie à la poursuite prévue du renchérissement des produits alimentaires à prix volatils qui ressortirait, tenant compte des données des prix au niveau du marché de gros, à 17,8% après 15,8% le trimestre précédent.

L'inflation sous-jacente devrait également s'accélérer à 7,7% contre 7,5% un trimestre auparavant, orientée en majeure partie par la dynamique de sa composante alimentaire.

En revanche, la baisse prévue des cours internationaux des produits pétroliers devrait entraîner un ralentissement du rythme de progression des prix des carburants et lubrifiants de 52,3% à 42% au cours du quatrième trimestre.

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

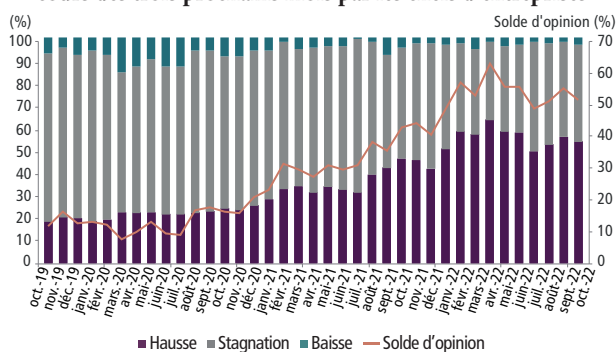


Les écarts de prévisions observés entre T1 2018 et T1 2020 sont en partie liés à la refonte, en mai 2020, de l'IPC par le HCP. Ainsi, l'IPC base 100=2006 est désormais remplacé par celui base 100= 2017 (cf. Encadré 6.1 : « Publication d'un nouvel indice des prix à la consommation base 100=2017 » au niveau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

6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, relatifs au mois d'octobre 2022, indiquent que 54% des industriels enquêtés anticipent une hausse de l'inflation au cours des trois mois suivants, 43% d'entre eux prévoient une stagnation alors que 3% tablent sur une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à 51%.

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

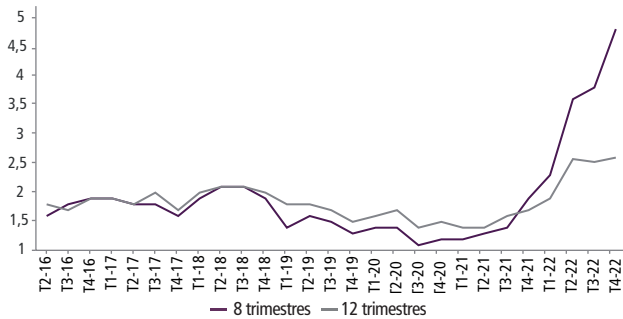


Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrib relatifs au quatrième trimestre 2022 montrent que les experts financiers anticipent une accélération de l'inflation à 4,8% en moyenne au cours des huit prochains trimestres, contre 3,8% prévu un trimestre auparavant. A plus long

terme, ces derniers tablent sur une inflation de 2,6% pour les 12 prochains trimestres, au lieu de 2,5% le trimestre précédent¹.

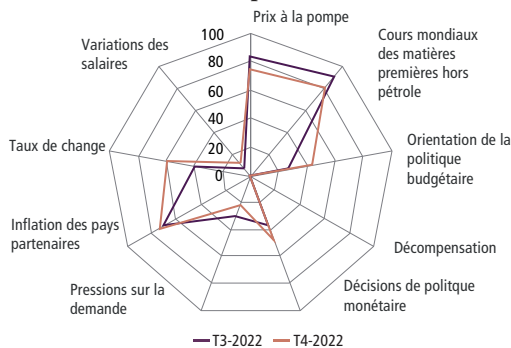
Graphique 6.10 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres



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

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

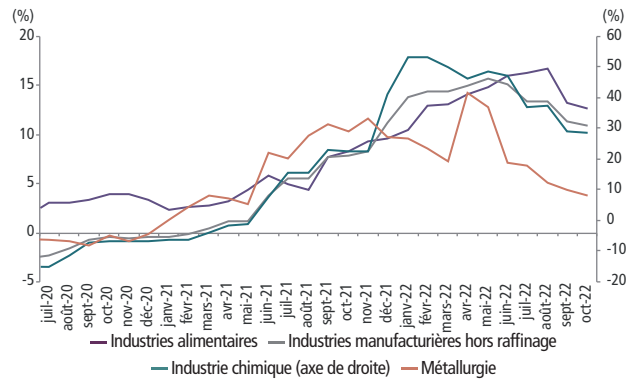


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4. Prix à la production²

S'agissant des prix à la production des industries manufacturières hors raffinage, leur rythme de progression poursuit son ralentissement revenant de 12,7% en moyenne au troisième trimestre à 11% en octobre. Cette évolution est imputable essentiellement à la décélération de 15,4% à 12,6% des prix à la production pour les « industries alimentaires », de 34,3 % à 28,6% pour l'« industrie chimique » et de 13,4% à 7,9% pour la branche « métallurgie ».

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



Source : HCP.

¹ Les données de la dernière édition de l'enquête ont été actualisées.

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 économiques au niveau international se sont assombries par les conséquences du resserrement rapide des politiques monétaires et les implications de l'enlisement du conflit en Ukraine. Aux Etats-Unis, la croissance devrait ralentir de 1,9% en 2022 à 0,6% en 2023, avant de s'accélérer à 2% en 2024. Dans la zone euro, le rythme de l'activité économique, qui pâtit sensiblement de la crise énergétique, décélérerait de 3,3% en 2022 à 0,7% en 2023, puis s'établirait à 1,5% en 2024. Dans les économies émergentes, le maintien de la politique zéro Covid en Chine continue de peser sur la croissance qui ressortirait à 3,1% en 2022 après 8,5% une année auparavant et devrait par la suite s'accélérer en moyenne autour de 5,3% sur l'horizon de prévision. La Russie continuerait, quant à elle, de subir les conséquences de la guerre et des sanctions et connaîtrait une contraction du PIB de l'ordre de 2,9% en 2022 puis de 2,6% en 2023, avant de s'accroître de 3,3% en 2024.

Sur les marchés des matières premières, tout en restant à des niveaux élevés, les prix des produits de base se sont inscrits globalement en baisse ces derniers mois. Le prix du Brent ressortirait à 99 dollars le baril en moyenne en 2022 avant de reculer à 82,4 dollars en 2023, au fur et à mesure de la baisse de la demande, puis à 80,2 dollars en 2024. Quant au prix du charbon, il resterait élevé, ressortant à 287,8 dollars la tonne en moyenne en 2022 avant de baisser à 191,3 dollars en 2023 et à 154,8 dollars en 2024. S'agissant des denrées alimentaires, l'indice FAO a, pour le deuxième mois consécutif, stagné en novembre après avoir enregistré des baisses continues entre avril et septembre de la même année, grâce notamment à l'accord sur les exportations de céréales ukrainiennes. Il devrait en moyenne, ressortir en hausse de 14,6% en 2022 avant de diminuer de 9,4% en 2023 et de 1,4% en 2024. Cependant, les cours des produits alimentaires resteraient, en moyenne, à des niveaux élevés en 2023 en raison de la persistance de la pression sur l'offre mondiale et des coûts élevés des intrants notamment énergétiques.

Pour sa part, l'inflation mondiale devrait ralentir graduellement sur l'horizon de prévision, tout en restant à des niveaux élevés. Aux Etats-Unis, elle atteindrait 8% en moyenne sur l'ensemble de l'année 2022 puis reviendrait à 3,9% en 2023 et à 2,4% en 2024. Dans la zone euro, les perspectives ont été révisées à la hausse par rapport aux prévisions de septembre avec une inflation atteignant 8,4% en 2022, puis 6,5% en 2023 et revenant vers l'objectif de la BCE à partir de 2024.

Dans ce contexte, les banques centrales poursuivent le resserrement de leurs politiques monétaires, jugé nécessaire pour contenir les pressions inflationnistes et converger vers leurs objectifs d'inflation malgré l'impact négatif sur l'activité économique. La FED a ainsi décidé à l'issue de sa réunion des 13 et 14 décembre de relever d'un demi-point de pourcentage la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4,25%-4,5%] et prévoit que des augmentations continues de la fourchette cible seront appropriées afin d'atteindre une orientation de la politique monétaire suffisamment restrictive pour ramener l'inflation à 2%. Elle a également indiqué qu'elle continuera à réduire ses avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires conformément au plan publié en mai.

De même, la BCE a décidé le 15 décembre d'augmenter ses taux de 50 points de base et prévoit, sur la base de la révision à la hausse significative des perspectives d'inflation, de continuer à les relever. Elle estime en particulier, que les taux d'intérêt doivent encore être augmentés sensiblement à un rythme régulier, afin d'atteindre des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers l'objectif de 2% à moyen terme. Elle a également décidé de commencer à partir de mars 2023 à réduire son programme d'achat d'actif (APP), alors que pour son programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), elle entend poursuivre sa stratégie de réinvestissement des remboursements au moins jusqu'à fin 2024.

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 l'année à 3,3% du PIB, après 2,3% en 2021. A moyen terme, les échanges de biens devraient légèrement diminuer en 2023, tirés par le recul des importations sous l'effet essentiellement de l'allègement de la facture énergétique et de la baisse des approvisionnements en blé, alors que les recettes voyages devraient, selon les hypothèses de BAM, quasiment stagner. En 2024, ils devraient progresser recouvrant une quasi-stagnation des exportations totales et une progression des importations. Entourées de grandes incertitudes, les projections de BAM supposent une amélioration des recettes voyages et des transferts des MRE. Le déficit du compte courant devrait ainsi ressortir à 2,1% du PIB en 2023 avant de s'alléger à 1,9% du PIB en 2024. Concernant les recettes d'IDE, elles devraient augmenter à l'équivalent de 3,2% du PIB sur l'horizon de prévision.

Tenant compte notamment des hypothèses d'entrées de dons de près de 2 milliards aussi bien en 2022 que sur l'horizon de prévision et de la concrétisation des financements extérieurs prévus du Trésor à l'international, les avoirs officiels de réserves se situeraient à 341,7 milliards à fin 2022 avant d'augmenter à 362,9 milliards en 2023 puis à 371 milliards en 2024, soit l'équivalent de 5 mois et 18 jours en 2022 et 6 mois d'importations de biens et services sur les deux prochaines années.

Au niveau des finances publiques, la situation budgétaire devrait poursuivre son amélioration tenant compte de la progression attendue des rentrées fiscales et de celles non fiscales, provenant en particulier des mécanismes de financement spécifiques. En effet, après s'être établi à 5,9% du PIB en 2021, le déficit budgétaire se situerait à 5,3%, en atténuation de 0,2 point de pourcentage par rapport aux prévisions de septembre et ce, tenant compte des actualisations établies par le MEF au titre de 2022 et de l'exécution budgétaire à fin octobre 2022. Sur le reste de l'horizon, le déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'Etat, devrait s'établir à 4,6% du PIB, tenant compte des éléments de la loi de finances 2023, puis à 4% du PIB en 2024, sur la base de la programmation budgétaire pluriannuelle du MEF et des projections macroéconomiques de BAM.

S'agissant des conditions monétaires, elles afficheraient une atténuation en termes réels de leur caractère accommodant à court terme, la progression du crédit au secteur non financier évoluerait à un rythme autour de 5,1% en 2022, de 3,3% en 2023 et de 5,5% en 2024. Pour sa part, et sous l'effet d'une dépréciation en termes nominaux et d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires commerciaux et concurrents, le taux de change effectif réel devrait se déprécier en 2022. En revanche, il connaîtrait une légère appréciation en 2023, en lien avec celle en termes nominaux atténuée par le différentiel de l'inflation.

Après un rebond à 7,9% en 2021, la croissance de l'économie nationale accuserait un ralentissement pour se situer à 1,1% cette année, recouvrant d'une part une baisse de 15% de la valeur ajoutée agricole, et d'autre part une augmentation de 3,4% de celle non agricole. A moyen terme, elle s'accélérait à 3% en 2023 puis à 3,2% en 2024, sous l'hypothèse d'un retour à des campagnes céréalières moyennes. Quant aux activités non agricoles, leur valeur ajoutée connaîtrait une décélération, impactée par un environnement externe défavorable, suivie d'une amélioration relative en 2024. Du côté de la demande, sa composante intérieure continuerait de tirer la croissance alors que la participation des exportations nettes resterait négative.

Le niveau encore élevé des prix des matières premières alimentaires et énergétiques et la hausse de l'inflation importée continuent de peser sur l'évolution des prix à la consommation. De même, les pressions d'origine interne s'intensifient et le phénomène inflationniste s'internalise. Ainsi, après s'être établie à 1,4% en 2021, l'inflation atteindrait 6,6% en moyenne cette année, puis décélérerait, mais plus lentement que prévu en septembre, pour ressortir à 3,9% en moyenne en 2023 avant d'enregistrer un nouveau rebond à 4,2% en 2024, tenant compte de la décompensation annoncée du gaz butane et du sucre dans la programmation budgétaire pluriannuelle du MEF. Sa composante sous-jacente atteindrait 6,6% en moyenne en 2022, avant de se modérer graduellement à 4,2% en 2023 et à 2,1% en 2024.

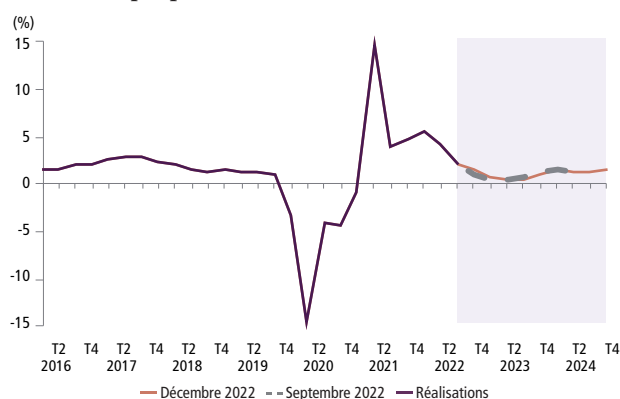
7.1 Hypothèses sous-jacentes

Nouvelle dégradation des perspectives de l'économie mondiale

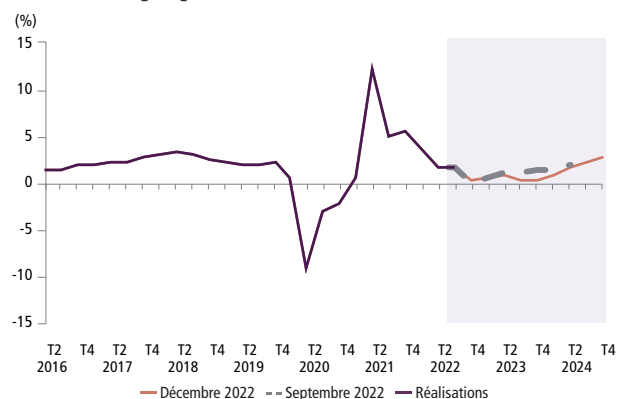
Le resserrement rapide des politiques monétaires et les implications du conflit en Ukraine, continuent de peser considérablement sur les perspectives de la croissance économique mondiale. Après un fort rebond de 6,1% en 2021, elle ralentirait à 3,1% en 2022 puis à 2,2% en 2023, soit une révision de 0,4 point de pourcentage par rapport aux prévisions de septembre. Elle s'établirait, par la suite, à 2,9% en 2024. Aux Etats-Unis, la croissance devrait ralentir de 1,9% en 2022 à 0,6% en 2023 en liaison notamment avec l'affaiblissement de la demande intérieure, avant de s'accélérer à 2% en 2024. Dans la zone euro, la crise de l'énergie continuerait à peser sur la croissance économique, qui est prévue de décélérer de 3,3% en 2022 à 0,7% en 2023, avant de rebondir à 1,5% en 2024.

Concernant les principaux pays émergents, en particulier la Chine, la politique zéro-Covid se poursuit, restreignant la consommation des ménages et réduisant les chances d'un rebond plus rapide après le confinement. Sa croissance économique devrait s'établir à 3,1% 2022 et par la suite s'accroîtrait à 5,2% en 2023 et à 5,4% en 2024. Pour sa part, l'économie russe continuerait de pâtir de la guerre et des sanctions, accusant ainsi des contractions de 2,9% en 2022, de 2,6% en 2023, avant de s'accroître de 3,3% en 2024.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : GPMN, novembre 2022.

Niveau élevé des prix des matières premières

Les cours des produits de base ressortent à des niveaux élevés en 2022, comparativement à l'année précédente, se situant en particulier pour le Brent à 99 dollars le baril, avant de reculer à 82,4 dollars en 2023, au fur et à mesure de la baisse de la demande, puis à 80,2 dollars en 2024. Le prix du charbon resterait également à un niveau élevé au cours de cette année ressortant à 287,8 dollars la tonne, avant de baisser à 191,3 dollars en 2023 et à 154,8 dollars en 2024.

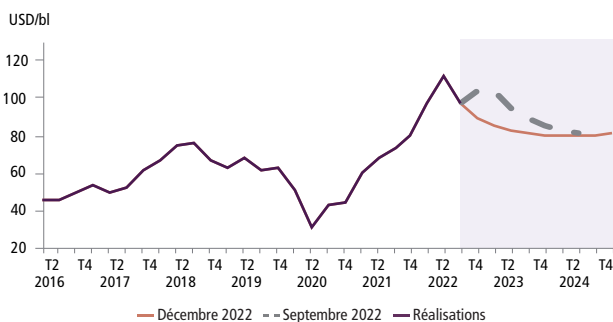
Pour ce qui est du phosphate et dérivés, les prévisions de la Banque mondiale d'octobre indiquent qu'après avoir atteint des pics en 2022, leurs cours devraient ralentir en 2023 et en 2024. Toutefois, leurs prix demeureront à des niveaux élevés à moyen terme, du fait que l'offre reste tendue en raison notamment de la hausse des prix des intrants (ex: soufre, ammoniac) ainsi que des incertitudes liées aux sanctions contre la Biélorussie et la Russie. En particulier, le prix du phosphate brut devrait s'accroître de 123 dollars la tonne en 2021 à 270 dollars en 2022, avant de diminuer à 200 dollars en 2023, et à 175 dollars en 2024. Pour leur part, les prix du DAP et du TSP

augmenteraient respectivement, de 601 dollars la tonne à 790 dollars et de 538 dollars la tonne à 735 dollars en 2022, avant de baisser à 750 dollars et à 650 dollars en 2023, puis à 650 dollars et à 550 dollars en 2024 respectivement.

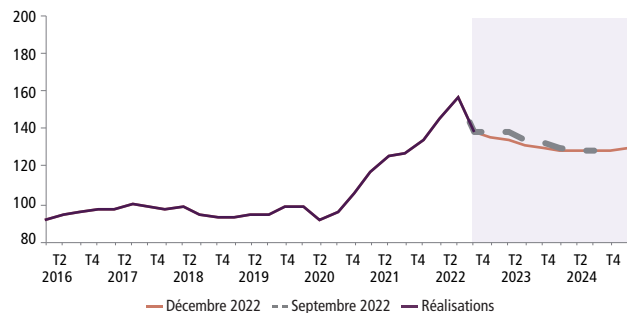
Concernant les denrées alimentaires, l'indice FAO s'est quasiment stabilisé en novembre après avoir enregistré des baisses consécutives sur les sept mois précédents, grâce notamment à l'accord d'exportation de céréales ukrainiennes. Il devrait en moyenne, augmenter de 14,6% en 2022 avant de diminuer de 9,4% en 2023 et de 1,4% en 2024. Cependant, les cours des produits alimentaires resteraient, en moyenne, à des niveaux élevés en 2023 en raison de la persistance de la pression sur l'offre mondiale et de la hausse des coûts des intrants.

L'inflation mondiale aurait globalement atteint son pic au troisième trimestre de cette année et les pressions inflationnistes devraient s'atténuer progressivement. Aux Etats-Unis, après avoir atteint son pic de 9,1% en juin, l'inflation a entamé un trend baissier qui devrait se poursuivre sur le reste de cette année pour se situer à 8% en moyenne. Elle reviendrait à 3,9% en 2023 et à 2,4% en 2024, au fur et à mesure de l'affaiblissement de la demande intérieure et de la baisse des cours des matières premières. Dans la zone euro, les perspectives ont été révisées à la hausse par rapport aux prévisions de septembre avec une inflation atteignant 8,4% en 2022, puis 6,5% en 2023 avant de revenir à l'objectif de la BCE à partir de 2024.

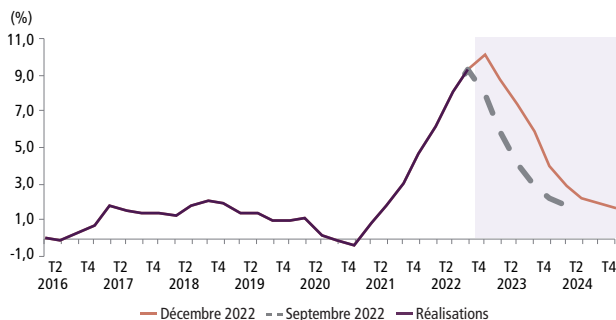
Graphique 7.3 : Prix du Brent



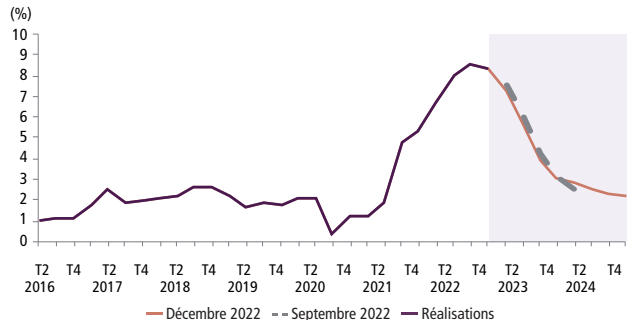
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2014-2016=100)



Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis



Source : GPMN, novembre 2022.

Poursuite du resserrement soutenu et largement synchronisé des politiques monétaires

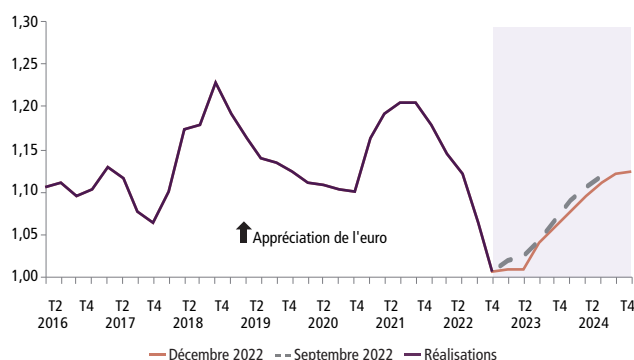
Les banques centrales poursuivent le resserrement de leurs politiques monétaires avec des hausses soutenues des taux directeurs ainsi que des réductions du volume de leurs programmes non conventionnels. Ainsi, la FED a décidé à l'issue de sa réunion des 13 et 14 décembre de relever d'un demi-point de pourcentage la fourchette

cible du taux des fonds fédéraux à [4,25%-4,5%] et prévoit que des augmentations continues de la fourchette cible seront appropriées afin d'atteindre une orientation de la politique monétaire suffisamment restrictive pour ramener l'inflation à 2%. Elle a également indiqué qu'elle continuera à réduire ses avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires conformément au plan publié en mai¹.

Pour sa part, à l'issue de sa réunion du 15 décembre, la BCE a décidé de relever de 50 points de base ses trois taux directeurs. Elle prévoit, sur la base de la révision à la hausse significative des perspectives d'inflation, de continuer à les relever et elle estime en particulier, que les taux d'intérêt doivent encore être augmentés sensiblement à un rythme régulier, afin d'atteindre des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation vers l'objectif de 2%. Par ailleurs, elle a décidé de réduire son portefeuille du programme d'achats d'actifs (APP) à partir de début mars 2023, à un rythme mesuré et prévisible, en ne réinvestissant pas la totalité des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance. Cette réduction sera de 15 milliards d'euros par mois en moyenne jusqu'à la fin du deuxième trimestre 2023, puis son rythme sera ajusté au fur et à mesure. S'agissant du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), elle entend réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme au moins jusqu'à fin 2024.

Sur les marchés de change, le dollar s'est sensiblement apprécié face à l'euro. Sur l'ensemble de l'année, il devrait ressortir en moyenne à 0,95 euro en hausse de 12,8%, en lien notamment avec un resserrement monétaire de la FED plus rapide que celui de la BCE. En 2023, il devrait se situer autour de 0,96 euro en moyenne, avant de se déprécier à 0,9 euro en 2024.

Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, novembre 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), en baisse de 67% par rapport à la campagne précédente. Pour les cultures hors céréales, la production a augmenté de 14% pour les agrumes et de 21% pour les olives et a, en revanche, diminué de 21% pour les cultures sucrières et de 13% pour les légumineuses. Le Département de l'Agriculture a également fait état d'une contre-performance du secteur de l'élevage avec une décapitalisation du cheptel laitier, des replis des productions du lait et du miel de 11% et de 10% respectivement ainsi qu'une stagnation de celle de la viande blanche. Tenant compte de ces évolutions, le recul de la valeur ajoutée agricole pour 2022 s'est légèrement accentué à 15% au lieu de 14,7% retenu dans l'exercice de septembre.

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.

Pour la campagne 2022-2023, le rythme de progression des activités agricoles devrait connaître une hausse de 7% en 2023, au lieu de 11,9% prévu dans l'exercice précédent, sous l'hypothèse notamment d'une production céréalière moyenne de 75 MQx. Toutefois, ces prévisions sont assujetties à des risques baissiers compte tenu de la situation hydrique actuelle jugée inquiétante, marquée par un retard des précipitations et un taux de remplissage des barrages extrêmement bas.

7.2 Projections macroéconomiques

Accélération des échanges extérieurs de biens et services en 2022 et allègement du déficit courant à moyen terme

Tenant compte des données des échanges extérieurs à fin octobre et des projections macroéconomiques de BAM, les prévisions des comptes extérieurs tablent sur un allègement du déficit du compte courant à 3,3% du PIB en 2022, 2,1% en 2023 puis à 1,9% en 2024.

En 2022, les exportations augmenteraient de 32,3% en 2022, tirées essentiellement par les expéditions de phosphates et dérivés, profitant de la progression des cours internationaux, et des ventes du secteur automobile. S'agissant des importations, elles devraient s'accroître de 38,4%, en liaison essentiellement avec un alourdissement de la facture énergétique et une augmentation des importations des demi produits et des produits alimentaires impactés aussi bien par l'affaiblissement de la production nationale que par la progression des cours internationaux.

En parallèle, les prévisions des recettes voyages ont été nettement révisées à la hausse par rapport à l'exercice de septembre, en lien avec la confirmation de la forte reprise de l'activité touristique après une période estivale exceptionnelle. Elles devraient ainsi terminer l'année en amélioration à 88,8 milliards de dirhams après 34,3 milliards en 2021 et 78,7 milliards en 2019. De même, les transferts des MRE devraient atteindre 105,8 milliards, en augmentation de 12,9% par rapport à 2021. S'agissant des recettes d'IDE, elles avoisineraient l'équivalent de 3% du PIB, soit un montant de 41,4 milliards de dirhams après 31,9 milliards en 2021.

Sous les hypothèses d'entrées de dons de 1,9 milliard de dirhams et de financements extérieurs du Trésor à hauteur de 34 milliards, au lieu de 40 milliards lors de l'exercice précédent, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 341,7 milliards à fin 2022, soit l'équivalent de 5 mois et 18 jours d'importations de biens et services.

A moyen terme, le rythme de progression des exportations décélèrerait à 2,7% en 2023, reflétant essentiellement les replis des ventes des phosphates et dérivés, en relation avec la baisse prévue des cours internationaux, et de celles des produits agricoles et agro-alimentaires, qui pâtiraient du stress hydrique. Les expéditions du secteur automobile devraient, à l'inverse, afficher une progression, sous l'effet de l'augmentation annoncée des capacités de production du constructeur PSA. En 2024, les exportations afficheraient une quasi-stagnation, recouvrant une diminution des ventes de phosphates impactées par la baisse prévue des prix, et des hausses de celles de l'automobile et de l'agriculture et agro-alimentaire. En parallèle, les importations devraient diminuer de 3% en 2023, sous l'effet notamment d'un allègement de la facture énergétique et d'une baisse des approvisionnements en blé. En 2024, elles devraient légèrement augmenter de 1,1%, reflétant principalement un allègement de la facture énergétique et une hausse des achats de biens de consommation.

Pour leur part, les recettes voyages devraient stagner à 89,2 milliards en 2023 avant d'afficher une amélioration de 5,5% à 94,1 milliards en 2024, alors que les transferts des MRE devraient, selon les prévisions de BAM, baisser de

4% à 101,5 milliards en 2023 puis augmenter de 2,3% à 103,8 milliards en 2024. Concernant les recettes d'IDE, elles devraient augmenter à l'équivalent de 3,2% du PIB sur l'horizon de prévision.

Sous les hypothèses d'entrées de dons de 2 milliards annuellement et de financements extérieurs du Trésor à hauteur de 39 milliards de dirhams en 2023 et de 38 milliards en 2024, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 362,9 milliards à fin 2023 puis à 371 milliards en 2024, soit l'équivalent de 6 mois d'importations de biens et services.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations				Prévisions			Ecart (déc./sept.)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2022	2023
Exportations de biens (FAB)	10,7	3,3	-7,5	25,2	32,3	2,7	0,3	-1,8	3,8
Importations de biens (CAF)	9,9	2,0	-13,9	25,0	38,4	-3,0	1,1	3,9	1,6
Recettes voyages	1,2	7,8	-53,7	-5,9	158,7	0,4	5,5	26,2	1,1
Transferts des MRE	-1,5	0,1	4,8	37,5	12,9	-4,0	2,3	7,3	2,6
Solde du compte courant (en % PIB)	-4,9	-3,4	-1,2	-2,3	-3,3	-2,1	-1,9	0,0	-0,2
Avoirs officiels de réserve en mois d'importations de biens et services	5,4	6,9	7,1	5,4	5,6	5,9	6,0	-0,2	-0,3

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

Atténuation du caractère accommodant des conditions monétaires à court terme et rythme modéré de la croissance du crédit au secteur non financier

Après une dépréciation de 3,2%, le taux de change effectif réel (TCER) devrait légèrement s'apprécier de 0,3% en 2023, résultat d'une appréciation de sa valeur en termes nominaux atténuée par le différentiel d'inflation. Cette appréciation devrait s'accroître en 2024 pour atteindre 1,9% en lien essentiellement avec un niveau d'inflation domestique supérieur à celui des pays partenaires commerciaux et concurrents.

Sur la base de l'évolution prévue des réserves de change de BAM et de la circulation fiduciaire, le déficit de liquidité bancaire devrait s'établir à 89,1 milliards de dirhams à fin 2022, à 87,7 milliards à fin 2023 et à 100,5 milliards à fin 2024. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, il s'est accru de 6,3% en octobre en glissement annuel, traduisant en particulier l'importante hausse des facilités de trésorerie. En termes de perspectives, et tenant compte de l'évolution prévue de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, il évoluerait à un rythme autour de 5,1% en 2022, puis reviendrait à 3,3% en 2023 et passerait à 5,5% en 2024. Dans ces conditions, et en ligne avec l'évolution prévue des autres contreparties de la masse monétaire, la progression de l'agrégat M3 devrait se situer à 5,9% à fin 2022, à 5,4% à fin 2023 et à 5,5% à fin 2024.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations				Prévisions			Ecart (déc./sept.)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2022	2023
Crédit bancaire au secteur non financier	3,1	5,5	4,0	3,0	5,1	3,3	5,5	1,0	-0,3
M3	4,1	3,8	8,4	5,1	5,9	5,4	5,5	0,2	0,4
Besoin de liquidité, en MMDH	-69,0	-62,3	-67,0	-64,4	-89,1	-87,7	-100,5	-4,0	1,9

Ajustement budgétaire progressif prévu sur l'horizon de prévision

Concernant l'année en cours, le déficit budgétaire se situerait à 5,3% du PIB, en baisse de 0,2 point par rapport à l'exercice de septembre. Cette révision incorpore les actualisations effectuées par le MEF au titre de 2022 et l'exécution budgétaire à fin octobre 2022.

En 2023, compte tenu de la programmation de la loi de finances 2023 et des nouvelles projections macroéconomiques de BAM, le déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'Etat, devrait s'alléger à 4,6% du PIB, contre 5% prévu lors de l'exercice précédent. Cette prévision tient compte essentiellement d'une révision à la hausse des recettes fiscales, qui devraient progresser de 5,4% d'une année à l'autre, et d'une hausse des rentrées des mécanismes de financements spécifiques prévues à 25 milliards de dirhams. S'agissant des dépenses, celles de biens et services devraient augmenter de 7% d'une année à l'autre, et la charge de compensation baisserait de 35% à 26,6 milliards. Pour leur part, les dépenses d'investissement devraient progresser de 4,8%, se situant à 5,7% du PIB.

En 2024, les projections intègrent principalement les éléments de la programmation budgétaire pluriannuelle et les prévisions macroéconomiques de BAM. Le déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'Etat, devrait s'alléger à 4% du PIB, traduisant une amélioration des recettes fiscales et de celles non fiscales, reflétant en particulier une prévision des rentrées des mécanismes de financement spécifiques à 30 milliards de dirhams. Pour ce qui est des dépenses, elles sont programmées en hausse, d'une année à l'autre, à l'exception de la charge de compensation qui devrait fortement diminuer sous l'hypothèse du démarrage effectif du processus de décompensation.

Décélération du rythme de progression des activités non agricoles en 2023 après une reprise en 2022

Après un rebond à 7,9% en 2021, la croissance de l'économie nationale décélèrerait à 1,1% en 2022 au lieu de 0,8% prévu en septembre, cette révision tient compte principalement des réalisations plus positives qu'attendu au deuxième trimestre. Du côté de l'offre, la valeur ajoutée non agricole s'accroîtrait de 3,4%, portée notamment par le dynamisme du secteur du tourisme, du transport ainsi que des secteurs non marchands. S'agissant des activités agricoles, leur valeur ajoutée reculerait de 15%, tenant compte d'une récolte céréalière de 34 MQx au titre de la campagne agricole 2021-2022. Du côté de la demande, la contribution positive de sa composante intérieure devrait s'atténuer, traduisant principalement la détérioration attendue des revenus agricoles, ainsi qu'une baisse de l'investissement, comme en témoigne sa contreperformance enregistrée au premier semestre de l'année en cours. Quant aux exportations nettes, leur participation resterait négative, la hausse attendue des importations, en volume, de biens et services, en volume, devrait plus que compenser l'effet de la progression des exportations.

A moyen terme, la croissance s'accélérait à 3% en 2023, traduisant un rebond de la valeur ajoutée agricole sous l'hypothèse d'une récolte céréalière de 75MQx, puis se consoliderait à 3,2% en 2024. Tenant compte du niveau du stress hydrique et des conditions défavorables au démarrage de la campagne agricole, le rythme de progression des activités agricoles ne devrait pas dépasser 7% en 2023, en révision à la baisse de 4,9 points de pourcentage par rapport aux projections de septembre. En 2024, la valeur ajoutée agricole devrait s'accroître de près de 2% sous

l'hypothèse d'une récolte céréalière moyenne. De son côté, celle non agricole ralentirait à 2,4% en 2023, dans un contexte de dégradation des perspectives économiques chez les principaux partenaires du Maroc, avant de revenir à 3,5% en 2024. Du côté de la demande, sa composante intérieure continuerait de tirer la croissance économique, alors que la participation des exportations nettes resterait négative quoiqu'en allègement d'une année à l'autre.

Tableau 7.3 : Croissance économique

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

Sources : données du HCP et prévisions BAM.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T3 2022 - T4 2024), en glissement annuel *

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

Après sa forte accélération en 2022, l'inflation resterait à des niveaux élevés à moyen terme

Le niveau encore élevé des prix des matières premières alimentaires et énergétiques et la hausse de l'inflation importée continuent de peser sur l'évolution des prix à la consommation à court terme. De plus, l'internalisation des pressions inflationnistes participe au niveau élevé de l'inflation. Aussi, la concrétisation de la réforme de la décompensation du prix du gaz et du sucre maintiendrait l'inflation à un niveau élevé en 2024.

Ainsi, après avoir enregistré un taux de 1,4% en 2021, l'inflation augmenterait à 6,6% pour l'année en cours, en révision à la hausse de 0,3 point de pourcentage par rapport aux prévisions de septembre. Sa composante sous-jacente devrait passer de 1,7% en 2021 à 6,6% en 2022, en révision à la hausse de 0,2 point de pourcentage par rapport aux projections de septembre, conséquence de l'intensification observée des pressions inflationnistes émanant des produits non échangeables. Les prix des carburants et lubrifiants ressortiraient en forte hausse cette année, un renchérissement rythmé principalement par celui du pétrole à l'international et par l'évolution du taux de change. De même, les prix des produits alimentaires à prix volatiles s'accéléraient également portés par les fortes augmentations enregistrées aux troisième et quatrième trimestres. En revanche, les prix réglementés afficheraient une légère baisse traduisant principalement un effet de base.

Sur le reste de l'horizon de prévision, l'inflation atteindrait 3,9% en 2023 avant d'enregistrer un nouveau rebond en 2024 à 4,2%, tirée essentiellement par la hausse attendue des tarifs réglementés, qui s'accéléraient en 2024 tenant compte de la décompensation prévue du gaz butane et du sucre dans la programmation budgétaire pluriannuelle du MEF. Quant à sa composante sous-jacente, elle ralentirait graduellement pour s'établir à 4,2% en 2023 et à 2,1% en 2024. Concernant les prix des carburants et lubrifiants, ils connaîtraient une décélération de leur rythme d'accroissement en 2023 avant de baisser en 2024 en ligne avec la modération prévue du prix du Brent à l'international.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T4 2022 - T4 2024)*

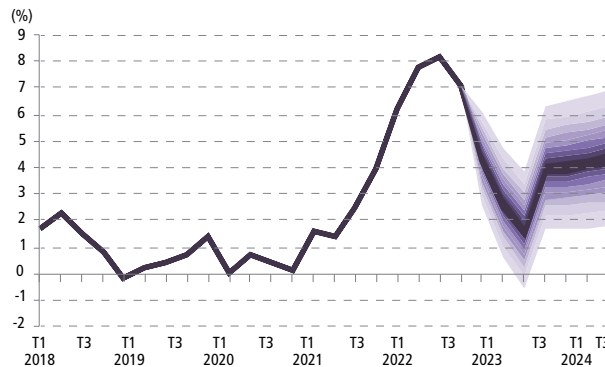
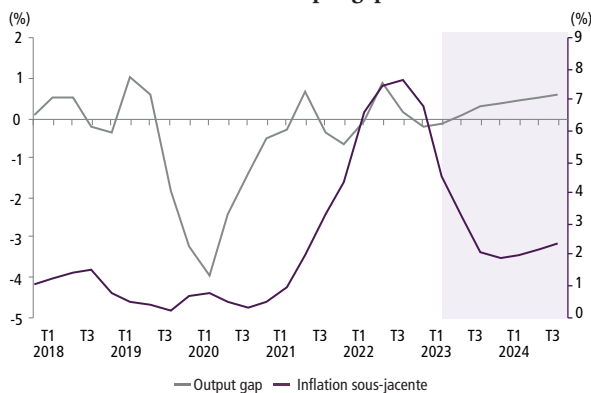


Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente

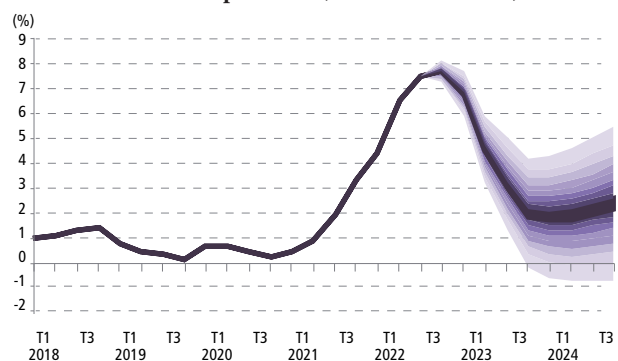
	Réalizations				Prévisions				Ecart (déc./sept.)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Horizon de 8 trimestres (T4-2022 au T3-2024)	2022	2023
Inflation	1,6	0,2	0,7	1,4	6,6	3,9	4,2	4,5	0,3	1,5
Inflation sous-jacente	1,3	0,5	0,5	1,7	6,6	4,2	2,1	3,8	0,2	1,7

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 (T4 2022 - T4 2024)*



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

7.3 Balance des risques

Le présent exercice de projection intervient dans un contexte marqué par de fortes incertitudes en liaison avec le prolongement de la guerre en Ukraine et des tensions géopolitiques qui risquent de maintenir les coûts de l'énergie et des produits alimentaires à des niveaux durablement élevés. Une récession économique en particulier aux États-Unis et dans les pays européens les plus importants, un resserrement plus fort des politiques monétaires dans les pays avancés et le durcissement des conditions financières constitueraient aussi des risques supplémentaires à l'économie mondiale. La concrétisation de ces risques peut significativement affecter le scénario central des projections macroéconomiques. Ainsi, la balance des risques est nettement orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation.

Pour ce qui est de la croissance, et en dépit de la relative résilience des activités non agricoles à court terme, une combinaison de risques baissiers entoure la trajectoire centrale des projections de la croissance. Ces derniers ayant trait d'un côté, au spectre du stress hydrique et aux perturbations d'ordre climatique qui menacent les perspectives de la production agricole aussi bien céréalière et hors céréalière. De l'autre, il s'agirait d'un affaiblissement plus important de la demande étrangère en lien avec une dégradation des perspectives économiques des principaux partenaires du Maroc. A moyen terme, les retombées positives des efforts pour dynamiser l'investissement devraient contribuer à l'accélération de la croissance et ce, au fur et à mesure de la concrétisation des orientations royales notamment dans son dernier discours au Parlement à l'occasion de l'ouverture de la 1^{ère} session de la 2^{ème} année législative de la 11^{ème} législature.

Quant à l'inflation, les risques pesant sur ses perspectives sont essentiellement orientés à la hausse. En effet, un maintien prolongé des prix des matières premières alimentaires et énergétiques à des niveaux élevés, conjugué à une poursuite de la dépréciation à moyen terme du taux de change du dirham vis-à-vis du dollar, à l'internalisation des pressions inflationnistes et à une orientation à la hausse des anticipations d'inflation, induiraient une persistance de cette dernière à des niveaux élevés. Toutefois, l'atténuation des goulets d'étranglement en lien notamment avec le retour à la normalisation des délais de livraison des fournisseurs et le repli des coûts du transport maritime allégeraient les tensions sur les prix.

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

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

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1 : Evolution de quelques indicateurs avancés de l'activité aux Etats-Unis et dans la zone euro	17
Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées	17
Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX	18
Graphique 1.4 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans	18
Graphique 1.5 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	18
Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar	18
Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent et du Gaz naturel-Europe.....	19
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie	20
Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés.....	20
Graphique 1.10 : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone Euro	20
Graphique 2.1 : Exportations du secteur automobile	23
Graphique 2.2 : Recettes voyages	25
Graphique 2.3 : Transferts des MRE	25
Graphique 3.1 : Taux interbancaire	27
Graphique 3.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	28
Graphique 3.3 : Coût de financement des banques	28
Graphique 3.4 : Taux de change du dirham.....	29
Graphique 3.5 : Taux de change effectifs nominal et réel	29
Graphique 3.6 : Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire en glissement annuel.....	30
Graphique 3.7 : Crédit bancaire	30
Graphique 3.8 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit	30
Graphique 3.9 : Evolution de l'offre et de la demande	31
Graphique 3.10 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme	31
Graphique 3.11 : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	32
Graphique 3.12 : Evolution de l'indice MASI	32
Graphique 3.13 : Evolution des indices sectoriels au troisième trimestre 2022	32
Graphique 3.14 : Evolution des levées des bons du Trésor	33
Graphique 3.15 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	33
Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances.....	35
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances.....	36
Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires	36
Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin novembre.....	36
Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin novembre	36
Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin novembre	37
Graphique 4.7 : Endettement du Trésor	37
Graphique 5.1 : Dépenses de consommation	42
Graphique 5.2 : PIB par composante.....	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 E.5.1.1 : Température annuelle moyenne au Maroc entre 1990 et 2022.....	45
Graphique E.5.1.2 : Cumul pluviométrique au Maroc entre 1990 et 2022	45
Graphique E.5.1.3 : Profil décadaire du cumul pluviométrique depuis le lancement de la campagne pour quelques campagnes.....	46
Graphique E.5.1.4 : Taux de remplissage des barrages	46
Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente	47
Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	48
Graphique 6.3 : Cours du Brent et indice des prix des carburants et lubrifiants	48
Graphique 6.4 : Part des produits non alimentaires dont l'évolution en glissement annuel dépasse 2%, 4% et 6%	49
Graphique 6.5 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables en glissement annuel	49
Graphique 6.6 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente, en points de pourcentage	49
Graphique 6.7 : Pressions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales	50
Graphique 6.8 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation.....	50
Graphique 6.9 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises.....	50
Graphique 6.10 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres	51
Graphique 6.11 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier	51
Graphique 6.12 : Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle, en glissement annuel	51
Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro.....	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, en glissement annuel	61
Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision	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	62

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel	16
Tableau 1.2: Evolution du taux de chômage	17
Tableau 1.3 : Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés, en glissement annuel.....	20
Tableau 2.1 : Exportations par secteur.....	24
Tableau 2.2 : Importations par groupement d'utilisation de produits	25

Tableau 2.3 : Balance des services	25
Tableau 2.4 : Investissements directs	26
Tableau 3.1 : Taux des bons du Trésor sur le marché primaire	28
Tableau 3.2 : Taux créditeurs	28
Tableau 3.3 : Taux débiteurs	28
Tableau 4.1 : Recettes ordinaires	34
Tableau 4.2 : Exécution des dépenses publiques	35
Tableau 4.3 : Financement du déficit	37
Tableau 4.4 : Endettement du Trésor.....	37
Tableau E.4.1.1 : Programmation Budgétaire Triennale des recettes.....	39
Tableau E.4.1.2 : Programmation Budgétaire Triennale des dépenses	40
Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail.....	44
Tableau 6.1 : Evolution de l'inflation et de ses composantes	48
Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables.....	49
Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements	59
Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire	59
Tableau 7.3 : Croissance économique.....	61
Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente.....	62

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1 : Evolutions récentes de la situation économique du Royaume-Uni	21
Encadré 4.1 : Programmation budgétaire triennale	38
Encadré 5.1 : Situation du stress hydrique au Maroc.....	45