



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 67 / 2023

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 20 JUIN 2023

Dépôt légal : 2023/0033

BANK AL-MAGHRIB

Administration Centrale

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

Tél. : (212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax : (212) 5 37 57 41 11

E-mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma



@BankAlMaghrib

SOMMAIRE

PRÉAMBULE

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

7

APERÇU GÉNÉRAL

10

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

16

1.1 Activité économique et emploi

16

1.2 Conditions monétaires et financières

17

1.3 Prix des matières premières et inflation

19

2. COMPTES EXTÉRIEURS

22

2.1 Balance commerciale

22

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

24

2.3 Compte financier

25

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

26

3.1 Conditions monétaires

26

3.2 Prix des actifs

30

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

33

4.1 Recettes ordinaires

33

4.2 Dépenses

34

4.3 Déficit et financement du Trésor

35

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

38

5.1 Demande intérieure

38

5.2 Demande extérieure

39

5.3 Offre globale

39

5.4 Marché du travail et capacités de production

39

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

42

6.1 Evolution de l'inflation

42

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

45

6.3 Anticipations de l'inflation

45

6.4 Prix à la production

46

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

47

Synthèse

47

7.1 Hypothèses sous-jacentes

49

7.2 Projections macroéconomiques

52

7.3 Balance des risques

56

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

57

LISTE DES GRAPHIQUES

59

LISTE DES TABLEAUX

60

بنك المغرب
بنك المغرب خير

PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

Le Wali, Président

Le Directeur Général

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

Mme Mouna CHERKAOUI

M. Mohammed DAIRI

Mme Najat EL MEKKAOUI

M. Larabi JAÏDI

M. Mustapha MOUSSAOUI

M. Fathallah OUALALOU

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

بنك المغرب
بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 20 juin 2023

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu le mardi 20 juin sa deuxième réunion trimestrielle de l'année 2023.
2. Lors de cette rencontre, il a d'abord examiné et approuvé le rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière du pays ainsi que sur les activités de la Banque au titre de l'exercice 2022.
3. Il a analysé par la suite l'évolution et les perspectives de l'économie mondiale qui restent entourées de fortes incertitudes en lien notamment avec les implications du conflit en Ukraine. Il a relevé en particulier que l'inflation dans les principales économies avancées connaît une baisse graduelle, tirée par le recul des cours des produits énergétiques et alimentaires, mais continue toutefois d'évoluer largement au-dessus des cibles des banques centrales.
4. Au niveau national, le Conseil a passé en revue les développements récents relatifs à la conjoncture économique et a examiné les projections macroéconomiques de la Banque à moyen terme. Il a noté à cet égard qu'après un taux de 6,6% en 2022, l'inflation a continué de s'accélérer pour atteindre un pic de 10,1% en février 2023. Depuis, elle s'est inscrite en décélération mais reste à des niveaux élevés en lien avec le renchérissement des produits alimentaires frais, revenant à 8,2% en mars, à 7,8% en avril puis à 7,1% en mai. Tenant compte de ces données, l'inflation devrait ressortir à 6,2% en moyenne cette année et à 3,8% en 2024. Sa composante sous-jacente devrait connaître une trajectoire similaire, passant de 6,6% en 2022 à 6,1% cette année puis à 2,9% en 2024.
5. Au regard de ces évolutions et en prenant en compte les délais de transmission de ses décisions à l'économie réelle, le Conseil a décidé, après trois hausses successives du taux directeur d'un total de 150 points de base, de marquer une pause dans le cycle de resserrement de la politique monétaire, maintenant ainsi le taux directeur inchangé à 3%. Lors de ses prochaines réunions, ses décisions tiendront compte notamment de l'évaluation approfondie et actualisée des effets cumulés de ses hausses de taux et de l'impact des différentes mesures mises en place par le Gouvernement pour soutenir certaines activités économiques et le pouvoir d'achat des ménages.
6. Sur les marchés internationaux des matières premières, les cours poursuivent leur recul revenant à des niveaux en deçà de ceux enregistrés avant le début du conflit en Ukraine. En particulier, le prix du Brent s'est établi à 75,7 USD le baril en moyenne en mai, en baisse annuelle de 32,6% et devrait osciller autour de 79 USD d'ici fin 2024, sous l'effet conjugué de la modération de la demande et de la politique de contrôle de l'offre de l'OPEP+. S'agissant des denrées alimentaires, leurs cours ressortiraient en repli de 10,9% cette année et en quasi-stabilité en 2024. Pour le phosphate et ses dérivés, la tendance baissière se maintiendrait à mesure que les ruptures d'approvisionnement s'atténuent et que le coût des intrants diminue. Selon les projections de la Banque mondiale d'avril dernier, le cours du brut reviendrait de 266 USD/t en 2022 à 260 USD/t en 2023 et à 240 USD/t en 2024 et celui du DAP passerait de 772 USD/t à 580 USD/t puis à 570 USD/t respectivement.

7. Dans ces conditions, l'inflation poursuit son atténuation, à un rythme toutefois moins rapide que prévu précédemment. Aux Etats-Unis, tirée par sa composante fondamentale, elle passerait de 8% en 2022 à 4,4% en 2023 puis à 2,7% en 2024, et dans la zone euro, elle reculerait à 6,1% en 2023 puis à 3,3% en 2024, après avoir atteint 8,4% en 2022.
8. S'agissant des décisions des banques centrales des principales économies avancées, la FED, après avoir opéré dix hausses successives d'un total de 500 points de base, a décidé à l'issue de sa réunion des 13 et 14 juin de maintenir inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [5,00%-5,25%], tout en indiquant qu'elle anticipe que des augmentations supplémentaires cette année seraient appropriées. De même, invoquant ses prévisions d'une inflation trop forte pendant une trop longue période, la BCE a augmenté le 15 du même mois ses trois taux directeurs de 25 points et a confirmé qu'elle mettra un terme aux réinvestissements dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) à compter de juillet 2023.
9. En dépit de la poursuite du resserrement monétaire, la décélération de l'activité économique au niveau mondial serait légèrement moins rapide que prévu en mars. Aux Etats-Unis, la croissance reculerait de 2,1% en 2022 à 1% en moyenne en 2023 et en 2024, et dans la zone euro, après un taux de 3,5%, elle s'établirait à 1,4% cette année et à 0,8% en 2024. De même, et malgré la crise du pouvoir d'achat et les grèves, le Royaume-Uni devrait éviter la récession mais le rythme de l'activité resterait faible avec une progression du PIB en volume de 0,1% cette année et de 0,4% en 2024. Dans les principaux pays émergents, après la levée des restrictions sanitaires, l'économie chinoise devrait croître de 6,1% en 2023 puis de 4,8% en 2024, tandis qu'en Inde, la croissance se situerait à 5,4% puis s'accélérait à 6,7% à la faveur d'un ambitieux programme d'investissement dans les infrastructures.
10. Au niveau national, la succession de deux années de sécheresse conjuguée à un environnement externe globalement défavorable continuent de peser sur l'activité économique. Avec une production céréalière estimée par le Département de l'Agriculture à 55,1 millions de quintaux, la croissance de la valeur ajoutée agricole devrait se limiter à 1,6% en 2023 après une contraction de 12,9% un an auparavant. En 2024, elle devrait, sous l'hypothèse d'une récolte céréalière de 70 millions de quintaux, croître de 5,5%. Pour les secteurs non agricoles, la progression de leur valeur ajoutée ralentirait de 3% en 2022 à 2,5% en 2023 avant de s'accélérer à 3,2% en 2024. Au total, après le rebond de 8% en 2021 et la décélération à 1,3% en 2022, la croissance de l'économie nationale devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, s'établir à 2,4% cette année puis s'améliorer à 3,3% en 2024.
11. Sur le plan des comptes extérieurs, après la dynamique enregistrée en 2022, les échanges de biens devraient ressortir en baisse cette année. Ainsi, les exportations reculeraient de 2,8%, reflétant essentiellement le repli des ventes de phosphate et dérivés, avant de s'accroître de 6% en 2024, portées par la hausse des expéditions du secteur automobile. En parallèle, les importations diminueraient de 2,2%, sous l'effet notamment de l'allègement de la facture énergétique, et afficheraient une augmentation de 2,9% en 2024, en lien principalement avec l'accroissement prévu des achats de produits finis de consommation et de biens d'équipement. Par ailleurs, avec la poursuite attendue de la reprise de l'activité touristique, les recettes voyages devraient progresser de 14,9% à 107,6 milliards de dirhams en 2023, et connaître une quasi-stabilité en 2024.

Concernant les transferts des MRE, leur évolution reste entourée de fortes incertitudes, mais les données les plus récentes laissent présager une dynamique positive à moyen terme, avec des hausses annuelles autour de 3,5% pour atteindre un montant de 114,7 milliards de dirhams en 2023 et de 118,7 milliards en 2024. Dans ces conditions, le déficit du compte courant avoisinerait 2,5% du PIB en 2023 et en 2024 après 3,5% en 2022. En matière d'IDE, les recettes se situeraient à hauteur de 3,3% du PIB sur l'horizon des projections. Au total, et tenant compte des financements extérieurs prévisionnels du Trésor, les avoirs officiels de réserve s'établiraient à 361,2 milliards de dirhams à fin 2023 puis à 357,9 milliards à fin 2024, représentant une couverture autour de 5 mois et demi d'importations de biens et services.

12. Pour ce qui est des conditions monétaires, les taux débiteurs ont connu une augmentation trimestrielle de 53 points de base à 5,03% au premier trimestre 2023, recouvrant une hausse de 68 points pour les crédits aux entreprises et une baisse de 9 points pour ceux destinés aux particuliers. Pour sa part, après une atténuation au début de l'année, le besoin de liquidité des banques se creuserait à 107,1 milliards de dirhams à fin 2023 et à 118,3 milliards à fin 2024, tiré par une forte expansion de la monnaie fiduciaire. Tenant compte de ces évolutions et de celle de l'activité économique, le crédit bancaire au secteur non financier devrait progresser de 3,7% en 2023 et de 4,4% en 2024. S'agissant du taux de change effectif réel, il s'apprécierait de 0,8% en 2023 et de 1,2% en 2024, résultat de l'appréciation de la monnaie nationale en termes nominaux et d'un niveau d'inflation domestique supérieur en moyenne à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux.
13. Sur le volet des finances publiques, l'exécution budgétaire au titre des cinq premiers mois de 2023 fait ressortir une amélioration de 4,2% des recettes ordinaires portée par l'augmentation des rentrées fiscales. En parallèle, les dépenses globales se sont alourdies de 6,8% reflétant en particulier la hausse de celles d'investissement et des charges en intérêts de la dette extérieure. Tenant compte de l'effort supplémentaire consenti pour le soutien du pouvoir d'achat des ménages, le déficit budgétaire devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, atteindre 5% du PIB en 2023 avant de revenir à 4,3% du PIB en 2024, en lien notamment avec la baisse programmée de la charge de compensation et la progression prévue des rentrées non fiscales.

APERÇU GÉNÉRAL

Malgré la persistance de l'inflation à des niveaux élevés et la poursuite du durcissement des conditions financières, l'économie mondiale continue d'afficher des signes d'une relative résilience dans un contexte international marqué par les implications de la guerre en Ukraine. Les dernières données des comptes nationaux font ressortir une accélération de **la croissance économique** au premier trimestre 2023 à 1,6% en glissement annuel aux Etats-Unis, après un taux de 0,9% un trimestre auparavant, reflétant notamment la consolidation de la consommation des ménages. En revanche, dans la zone euro, elle est revenue de 1,8% à 1%, avec des évolutions disparates d'un pays à l'autre. Ainsi en Allemagne, l'économie a accusé une contraction de 0,5% après une croissance de 0,8% alors qu'en France et en Espagne, des accélérations ont été enregistrées de 0,6% à 0,9% et de 2,9% à 3,8%, respectivement. Au Royaume-Uni, le rythme de l'activité a ralenti, revenant de 0,6% à 0,2%, avec toutefois une révision à la hausse des perspectives.

S'agissant des principales économies émergentes, la croissance a rebondi à 4,5% en Chine après 2,9% un trimestre auparavant, sous l'effet notamment de la levée des restrictions sanitaires et de l'amélioration de la consommation et des exportations. Pour sa part, l'économie russe continue de pâtir des effets de la guerre et des sanctions, accusant une contraction de 1,9% au premier trimestre 2023, après 2,7% un trimestre auparavant.

Sur les **marchés du travail**, le taux de chômage a augmenté aux Etats-Unis, à 3,7% en mai après 3,4% un mois auparavant, avec une progression des créations d'emplois à 339 mille postes, contre 294 mille. Dans la zone euro, ce taux a légèrement reculé, se situant à 6,5% en avril, après 6,6% en mars.

Au niveau des **marchés financiers**, les indices boursiers des principales économies avancées se sont inscrits en baisse au cours du mois de mai par rapport au mois précédent, avec des replis de 0,8% pour l'Eurostoxx 50, de 1,4% pour le FTSE 100 et de 1,2% pour le Dow Jones Industrials. A l'inverse, le Nikkei 225 a marqué une nette augmentation de 6,2%. Ces évolutions se sont accompagnées d'une légère diminution de la volatilité sur les marchés américains, le VIX étant passé de 17,8 en avril à 17,6 en mai, et d'un accroissement sur les marchés européens, le VSTOXX s'étant établi à 18,2 points après 18,1. Au niveau des pays émergents, le MSCI EM a reculé de 1,1%, traduisant principalement des contractions de 5% pour la Chine et de 8,9% pour la Turquie.

Quant aux **rendements souverains**, ils sont restés quasiment stables entre avril et mai pour les principales économies avancées, à l'exception des Etats-Unis qui a connu une hausse de 13 points de base (pb) pour le taux à 10 ans à 3,6%. Du côté des économies émergentes, ce taux a enregistré des baisses de 10 pb à 2,7% pour la Chine, de 94 pb à 11,5% pour le Brésil, de 19 pb à 7% pour l'Inde et de 55 pb à 11,3% pour la Turquie.

Sur les **marchés de change**, entre avril et mai, l'euro s'est déprécié de 1% vis-à-vis du dollar et de 1,2% face à la livre sterling, alors qu'il s'est renforcé de 1,8% face au yen japonais. Concernant les monnaies des principales économies émergentes, elles ont enregistré sur la même période des évolutions disparates face au dollar, avec notamment des appréciations de 1,5% pour le renminbi chinois, de 0,4% pour la roupie indienne et de 2,2% pour la lire turque, tandis que le réal brésilien s'est déprécié de 0,7%.

Sur les **marchés des matières premières**, après sa dernière hausse en avril, le cours du Brent a baissé d'un mois à l'autre de 10% à 75,7 dollars le baril en moyenne en mai, et demeure également en recul de 32,6% en glissement annuel. Cette évolution s'expliquerait par les inquiétudes liées aux perspectives de la demande et de la poursuite du resserrement monétaire. Hors énergie, les prix ont diminué de 3,6% en glissement mensuel, traduisant notamment des baisses de 6,4% des cours des métaux et minerais et de 2,5% des produits agricoles. Pour ce qui

est des phosphate et dérivés, leurs cours se sont contractés en mai de 19,9% à 510 \$/t pour le DAP et de 11,7% à 485,6 \$/t pour le TSP, tandis que le prix du phosphate brut est resté stable à 345 \$/t en moyenne. En glissement annuel, les cours ressortent en hausse de 35,3% pour le phosphate brut et en fléchissement de 39,5% pour le DAP et de 41,3% pour le TSP.

Dans ces conditions, les **tensions inflationnistes** poursuivent leur atténuation graduelle en particulier dans les pays avancées. L'inflation a décéléré entre avril et mai de 7% à 6,1% dans la zone euro, traduisant notamment des baisses de 7,6% à 6,3% en Allemagne, de 6,9% à 6% en France, de 3,8% à 2,9% en Espagne et de 8,7% à 8,1% en Italie. De même, aux Etats-Unis, elle a poursuivi son recul pour le onzième mois consécutif, s'établissant à 4% en mai après 4,9% un mois auparavant.

S'agissant de **l'orientation de politiques monétaires**, après avoir opéré dix hausses successives d'un total de 500 points de base, la **FED** a décidé à l'issue de sa réunion des 13 et 14 juin de maintenir inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [5,00%-5,25%], en indiquant qu'elle anticipe que des hausses supplémentaires cette année seraient appropriées. De même, invoquant ses prévisions d'une inflation trop forte pendant une trop longue période, la **BCE** a augmenté le 15 du même mois ses trois taux directeurs de 25 points et a confirmé qu'elle mettra un terme aux réinvestissements dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) à compter de juillet 2023.

Au niveau national, l'activité économique a connu un net ralentissement de son rythme qui s'est établi à 1,3% en 2022, après le rebond de 8% en 2021. La valeur ajoutée non agricole a vu son rythme d'accroissement décélérer de 6,3% à 3% et celle agricole s'est contractée de 12,9% après un accroissement de 19,5%. Du côté de la demande, sa composante intérieure a contribué négativement à la croissance de 1,7 point de pourcentage au lieu d'une contribution positive de 9,5 points, alors que celle extérieure était positive à 2,9 points contre -1,5 point en 2021.

Sur le **marché du travail**, la situation reste globalement défavorable. Entre le premier trimestre 2022 et la même période de 2023, une nouvelle perte de 280 mille postes après celle de 58 mille un an auparavant a été enregistrée. Tenant compte d'une sortie nette de 196 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a reculé de 44,5% à 43,1%, et le taux de chômage est passé de 12,1% à 12,9% au niveau national et de 16,3% à 17,1% en milieu urbain.

Au plan des **échanges extérieurs**, les données relatives aux quatre premiers mois de l'année font ressortir un creusement en glissement annuel du déficit commercial de 2,6% et le taux de couverture s'est ainsi établi à 61,5%, résultat des augmentations de 3,6% des exportations et de 3,2% des importations. L'amélioration des exportations a été tirée essentiellement par des accroissements de 40,4% des expéditions du secteur automobile et de 11,6% du secteur « textile et cuir ». En revanche, les ventes de phosphates et dérivés ont accusé un recul de 30,5%. Pour ce qui est des importations, leur évolution reflète principalement des hausses de 19,1% des acquisitions de biens d'équipements et de 10,7% des achats de biens de consommation, tandis que la facture énergétique s'est allégée de 1,7%. En parallèle, les recettes voyages ont plus que doublé et les transferts des MRE ont poursuivi leur dynamique haussière, enregistrant un accroissement de 12,8%. Quant aux principales opérations financières, les recettes d'IDE ont diminué de 4,1%, et les investissements directs marocains à l'étranger ont connu une expansion de 57,2%.

Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib se sont situés à 358,6 milliards de dirhams, représentant l'équivalent d'une couverture de 5 mois et 25 jours d'importations de biens et services.

Au niveau des conditions **monétaires**, le besoin de liquidité des banques s'est atténué, passant en moyenne hebdomadaire de 87,8 milliards au quatrième trimestre 2022, à 69,6 milliards au premier trimestre 2023 et à 66,9 milliards en moyenne en avril et mai. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a réduit le montant de ses injections de 102,5 milliards à 83,5 milliards, puis à 78,8 milliards. Les conditions monétaires ont été également caractérisées par une appréciation du taux de change effectif réel et une augmentation trimestrielle des taux débiteurs de 53 points de base à 5,03% au premier trimestre 2023. S'agissant du crédit bancaire au secteur non financier, il s'est accru de 6,2% au premier trimestre 2023, après 6,7% au quatrième trimestre 2022, résultat du ralentissement de 9,8% à 6,7% de la progression des prêts accordés aux entreprises privées.

Sur le **plan budgétaire**, la situation des charges et ressources du Trésor au titre des cinq premiers mois de 2023 s'est soldée par un déficit de 24,6 milliards de dirhams, en aggravation de 10,7 milliards comparativement à la même période en 2022. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 4,2%, recouvrant une hausse de 4,8% des rentrées fiscales et un repli de 1,4% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 4,4%, traduisant essentiellement des accroissements de 6,3% des dépenses de biens et services et de 17% de celles en intérêts de la dette ainsi qu'une baisse de 14,4% des charges de compensation. Dans ces conditions, le solde ordinaire ressort déficitaire à 2,6 milliards, au lieu de 2,2 milliards à fin mai 2022. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont progressé de 16,4%, portant ainsi les dépenses globales à 178 milliards, en augmentation de 6,8%. Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 2 milliards, le déficit de caisse s'est établi à 26,5 milliards, contre 23,6 milliards un an auparavant. Ce besoin et le flux net intérieur négatif de 534 millions ont été couverts par des ressources extérieures d'un montant net de 27,1 milliards, dont 25,8 milliards au titre de l'émission obligataire effectuée sur le marché financier international. Dans ces conditions, l'encours de la dette publique directe se serait accru de 6,8% par rapport à son niveau à fin décembre 2022.

Sur la **place boursière de Casablanca, le MASI** s'est apprécié de 5% en mai, contre 1,3% en avril, soit une performance annuelle de 3,1%. Cette évolution mensuelle recouvre notamment les progressions des indices sectoriels des « bâtiments et matériaux de construction » de 10,6%, des banques de 5,2% et de l'agroalimentaire de 3,8%, ainsi que les baisses de ceux des mines et des « matériels, logiciels et services informatiques » de 10% et 7,7% respectivement. S'agissant du volume des transactions, il s'est chiffré à 1,3 milliard en avril et à 3,4 milliards en mai et la capitalisation boursière s'est élevée à 572 milliards à fin mai, en accroissement de 1,9% depuis le début de l'année.

Au niveau du **marché immobilier**, l'indice des prix des actifs immobiliers est ressorti au premier trimestre 2023 en légère hausse de 0,3% par rapport au trimestre précédent, recouvrant des augmentations de prix de 1,1% pour les biens à usage professionnel et de 0,9% pour le foncier, ainsi qu'une baisse de prix de 0,2% pour le résidentiel. Pour sa part, le nombre de transactions a diminué de 14,8% globalement, de 17,3% pour le résidentiel, de 10,6% pour le foncier et de 3,7% pour les biens à usage professionnel.

Dans ce contexte, **l'inflation** s'est inscrite en décélération revenant à 7,8% en avril après un taux moyen de 9,1% au premier trimestre 2023. Cette évolution est liée principalement à la baisse des prix des carburants et lubrifiants de 7,3% après un rebond de 19,2% en moyenne au premier trimestre 2023, ainsi qu'au ralentissement de l'inflation sous-jacente à 7,3% en avril au lieu d'une moyenne de 8,2%. Pour leur part, les prix des produits alimentaires à prix volatils, quoi qu'en légère décélération, continuent d'évoluer à des taux élevés en avril, soit 24% après 24,9%. En revanche, les tarifs réglementés ont vu leur progression s'accélérer à 0,9% au lieu de 0,6% en moyenne.

En termes de perspectives, l'économie mondiale montre une relative résilience, en dépit de la persistance des niveaux élevés des prix et du durcissement des conditions monétaires. Ainsi, sa croissance se situerait à 2,7% en 2023 avant de ralentir à 2,3% en 2024. Aux Etats-Unis, le PIB augmenterait d'environ 1% en 2023 et 2024, et

dans la zone euro, la hausse du PIB s'établirait à 1,4% cette année et à 0,8% en 2024. Au Royaume-Uni, malgré la crise du pouvoir d'achat et les grèves, elle devrait rester positive et ressortirait à 0,1% en 2023 et à 0,4% en 2024.

Dans les principaux pays émergents, à la faveur de la levée des restrictions, l'économie chinoise devrait croître de 6,1% en 2023, avant de décélérer à 4,8% en 2024. Pour sa part, l'économie indienne afficherait une croissance de 5,4% en 2023 et de 6,7% en 2024, soutenue par l'augmentation des investissements dans les infrastructures. Au Brésil, la croissance ralentirait considérablement à 1,1% cette année et à 0,8% en 2024, pâtissant de la normalisation des prix des matières premières et du resserrement des conditions monétaires. Malgré la poursuite du conflit en Ukraine, la croissance de l'économie russe pour 2023 a été révisée à la hausse à 0,1%, en liaison avec les mesures budgétaires mises en place. En 2024, la croissance se limiterait à 1,1%, pénalisée par les sanctions et l'enlèvement de la guerre.

Sur les marchés des **matières premières**, le prix du **Brent** en particulier devrait osciller autour de 79 dollars le baril à moyen terme, en raison de perspectives mondiales plus faibles conjuguées à la poursuite de la stratégie de limitation de la production des pays membres de l'OPEP+. Pour ce qui est du **phosphate et dérivés**, les projections de la Banque mondiale d'avril 2023 indiquent une baisse des prix sur l'horizon de prévisions à mesure que les ruptures d'approvisionnement s'atténuent et que les prix des intrants, en particulier énergétiques, diminuent. Le prix du phosphate brut devrait ainsi revenir de 266 \$/t en 2022 à 260 \$/t en 2023 et à 240 \$/t en 2024. De même, les cours des dérivés devraient régresser de 772 \$/t à 580 \$/t en 2023 pour le DAP et de 716 \$/t à 560 \$/t pour le TSP. En 2024, cette tendance baissière se poursuivrait, avec un recul des prix à 570 \$/t pour le DAP et à 510 \$/t pour le TSP. S'agissant des denrées alimentaires, l'indice FAO devrait régresser de 10,9% en moyenne en 2023, avant d'augmenter légèrement de 0,5% en 2024.

Dans ces conditions, les **pressions inflationnistes** s'atténueraient progressivement à moyen terme, mais les niveaux resteraient élevés. Aux Etats-Unis, avec le repli des prix de l'énergie et du logement, l'inflation ralentirait de 8% en 2022 à 4,4% en 2023 et à 2,7% en 2024, tandis que sa composante sous-jacente passerait de 6,1% à 4,8% puis à 2,8%. Dans la zone euro, elle devrait décélérer de 8,4% à 6,1% en 2023 et à 3,3% en 2024, sous l'effet essentiellement de la baisse des prix du gaz, et sa tendance fondamentale resterait élevée se situant en 2023 à 5,5% en moyenne puis reviendrait à 3,2% en 2024 et ce, après 3,9% en 2022.

Au **niveau national**, les exportations devraient accuser une baisse de 2,8% en 2023, tirée essentiellement par le repli des ventes de phosphates et dérivés en rapport avec le recul prévu des cours des fertilisants. Pour ce qui est des importations, elles devraient diminuer de 2,2%, sous l'effet essentiellement d'un allègement de la facture énergétique et d'une diminution des achats de demi produits. En parallèle, les recettes voyages devraient poursuivre leur dynamique avec une hausse de 14,9% à 107,6 milliards, et les transferts des MRE devraient atteindre 114,7 milliards sur l'ensemble de l'année contre 110,7 milliards en 2022. Le déficit du compte courant devrait ainsi terminer l'année à 2,4% du PIB en 2023, après 3,5% en 2022. Par ailleurs, les recettes d'IDE devraient s'élever à 45,8 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 3,2% du PIB après 3% du PIB en 2022. En 2024, les exportations devraient progresser de 6% reflétant essentiellement une hausse des expéditions du secteur automobile à 141,2 milliards de dirhams et dans une moindre mesure une amélioration des ventes de phosphates et dérivés à 90,3 milliards. S'agissant des importations, elles devraient afficher une augmentation de 2,9%, tirée principalement par un accroissement des importations de produits finis de consommation et de biens d'équipement tandis que la facture énergétique se situerait à 125,4 milliards. Pour leur part, les recettes voyages devraient afficher une quasi-stabilité en 2024 à 106,7 milliards de dirhams, alors que les transferts des MRE, dont l'évolution reste entourée de fortes incertitudes, devraient poursuivre leur dynamique avec une amélioration de 3,5% à 118,7 milliards. Le déficit du compte courant devrait ainsi se consolider à 2,5% du PIB. Concernant les recettes d'IDE, elles devraient se situer à l'équivalent de 3,3% du PIB.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les AOR se renforceraient à 361,2 milliards à fin 2023 avant de revenir à 357,9 milliards en 2024, soit l'équivalent de près de 5 mois et demi d'importations de biens et services.

S'agissant des **conditions monétaires**, après une dépréciation de 3,9% en 2022, le taux de change effectif réel devrait s'apprécier de 0,8% en 2023 et de 1,2% en 2024, résultat à la fois de l'appréciation de sa valeur en termes nominaux et d'un niveau d'inflation domestique supérieur en moyenne à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux. Pour sa part, le déficit de liquidité bancaire devrait se creuser à 107,1 milliards de dirhams à fin 2023 et à 118,3 milliards à fin 2024, tiré par la forte progression de la monnaie fiduciaire. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, après sa progression de 7,9% en 2022, il s'améliorerait d'environ 3,7% en 2023 et de 4,4% en 2024, tenant compte de l'évolution prévue de l'activité économique et des anticipations du système bancaire.

Au niveau **des finances publiques**, le déficit budgétaire devrait s'atténuer de 5,2% du PIB en 2022 à 5% en 2023, en révision à la hausse de 0,3 point de pourcentage par rapport à l'exercice de mars. Ce résultat découle de l'intégration des crédits supplémentaires ouverts au titre du budget général de 10 milliards de dirhams et le relèvement de la prévision des rentrées fiscales, tenant compte des nouvelles projections macroéconomiques de BAM et des réalisations budgétaires à fin avril 2023. En 2024, ce déficit devrait poursuivre son atténuation pour s'établir à 4,3% du PIB, reflétant notamment un allègement de la charge de compensation à 7,3 milliards, au lieu de 21,7 milliards en 2023 et 42,1 milliards en 2022, et une mobilisation de recettes au titre des mécanismes de financement spécifiques de 30 milliards de dirhams, tandis que les rentrées fiscales devraient enregistrer un accroissement limité.

Pour ce qui est de **l'activité économique**, après un rebond de 8% en 2021 et un ralentissement à 1,3% en 2022, la croissance de l'économie devrait s'accélérer à 2,4% cette année puis à 3,3% en 2024. Cette évolution recouvre une hausse de 1,6% de la valeur ajoutée agricole, tenant compte d'une récolte céréalière estimée, par le Département de l'Agriculture, à 55,1 millions de quintaux (MQx), puis de 5,5% en 2024, sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 70 MQx. Pour les activités non agricoles, leur rythme de progression devrait enregistrer un ralentissement à 2,5% en 2023 suivi d'une accélération à 3,2% en 2024. Du côté de la demande, les exportations nettes continueraient de tirer la croissance en 2023 alors que sa composante intérieure resterait faible. En 2024, la contribution à la croissance des exportations nettes resterait positive, quoiqu'en atténuation, tandis que la demande intérieure connaîtrait une certaine consolidation.

Dans ces conditions, après une forte accélération à 6,6% en 2022, **l'inflation** continuerait de décélérer tout en restant à des niveaux élevés. Elle devrait ainsi ressortir à 6,2% en moyenne en 2023, sous l'effet notamment du renchérissement des produits alimentaires à prix volatils, puis à 3,8% en 2024, incorporant une hausse des prix du gaz butane et du sucre induite par la réduction programmée de la charge de compensation et une baisse attendue des prix des produits alimentaires à prix volatils grâce en particulier aux mesures de soutien mises en place par le Gouvernement. Sa composante sous-jacente ralentirait à 6,1% en moyenne en 2023 puis à 2,9% en 2024.

Les risques pesant sur les perspectives demeurent élevés, et peuvent, en cas de leur matérialisation, affecter la projection centrale, avec une balance orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation. En effet, l'intensification de la guerre en Ukraine et les tensions géopolitiques pourraient déclencher une nouvelle crise énergétique en Europe et maintenir le coût des matières premières à des niveaux élevés. Des resserrements plus sévères des politiques monétaires dans les pays avancés et un durcissement des conditions financières constitueraient également des risques supplémentaires à l'économie mondiale.



Au plan national, les risques sont liés principalement aux perturbations d'ordre climatique et à l'aggravation du stress hydrique qui menacent les perspectives de la production agricole aussi bien céréalière que hors céréalière. A moyen terme, les retombées positives des efforts pour dynamiser l'investissement devraient contribuer à l'accélération de la croissance.

Quant à l'inflation, les risques entourant ses perspectives sont maintenus à la hausse. En effet, la persistance des pressions inflationnistes liées aux facteurs domestiques, qui se traduit notamment par le renchérissement des produits alimentaires à prix volatils, pourrait entraîner une progression plus forte que prévu des prix à la consommation. Toutefois, un apaisement plus rapide des pressions inflationnistes d'origine externe pourrait induire une décélération plus rapide de l'inflation.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

L'économie mondiale continue d'afficher des signes d'une relative résilience dans un contexte international contraignant marqué par les implications de la guerre en Ukraine, la persistance de l'inflation à des niveaux élevés et la poursuite du durcissement des conditions financières. Elle est soutenue principalement par le rebond de l'activité économique en Chine après l'abandon de sa politique zéro COVID, ainsi que par l'évolution toujours favorable des marchés du travail dans les pays avancés, notamment aux Etats-Unis. En revanche, les conditions sur les marchés financiers se sont davantage durcies au cours du mois de mai en réaction à la poursuite du resserrement des politiques monétaires et aux préoccupations croissantes liées au plafond de la dette américaine. Quant aux marchés des matières premières, le cours du Brent s'est inscrit en baisse en mai par rapport à avril en liaison principalement avec les inquiétudes des marchés, notamment, quant aux incertitudes entourant l'activité manufacturière en Chine et les perspectives d'une poursuite du durcissement monétaires. Dans ces conditions, les pressions inflationnistes ont nettement reculé au Royaume-Uni, aux Etats-Unis et dans la zone euro.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Les données relatives au premier trimestre de 2023 font ressortir une légère accélération de la croissance aux États-Unis à 1,6% en glissement annuel, après un taux de 0,9% un trimestre auparavant, attribuable notamment à la résilience de la consommation des ménages. En revanche, dans la zone euro, le rythme de l'activité a connu un ralentissement de 1,8% à 1%, avec des évolutions disparates entre ses principaux pays membres. En Allemagne, le PIB a accusé une contraction de 0,5% après une croissance de 0,8%, alors que des accélérations ont été enregistrées en France de 0,6% à 0,9%, en Espagne de 2,9% à 3,8% et en Italie de 1,5% à 1,9%.

Dans les autres économies avancées, la croissance a ralenti de 0,6% à 0,2% au Royaume-Uni, alors qu'elle s'est nettement accélérée au Japon passant de 0,4% à 1,8%, portée notamment par la hausse de la consommation des ménages et la reprise de l'activité du secteur touristique.

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

	2021				2022				2023
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Pays avancés									
Etats-Unis	1,2	12,5	5,0	5,7	3,7	1,8	1,9	0,9	1,6
Zone Euro	-0,8	14,2	4,0	4,8	5,5	4,4	2,5	1,8	1,0
France	1,5	18,7	3,5	5,1	4,7	4,0	1,1	0,6	0,9
Allemagne	-2,2	10,2	1,9	1,2	3,8	1,7	1,4	0,8	-0,5
Italie	0,2	16,8	5,2	6,9	6,5	5,0	2,5	1,5	1,9
Espagne	-4,4	17,9	4,2	6,6	6,5	7,7	4,8	2,9	3,8
Royaume-Uni	-7,7	24,4	8,5	8,9	10,6	3,8	2,0	0,6	0,2
Japon	-1,1	7,8	1,7	1,0	0,7	1,5	1,6	0,4	1,8
Pays émergents									
Chine	18,7	8,3	5,2	4,3	4,8	0,4	3,9	2,9	4,5
Inde	6,3	20,3	9,3	4,7	3,9	12,0	5,4	4,7	6,5
Brésil	1,7	12,4	4,4	2,1	2,4	3,7	3,6	1,9	4,0
Turquie	7,5	22,2	7,9	9,6	7,6	7,8	4,0	3,5	4,0
Russie	0,6	11,2	5,0	5,8	3,0	-4,5	-3,5	-2,7	-1,9

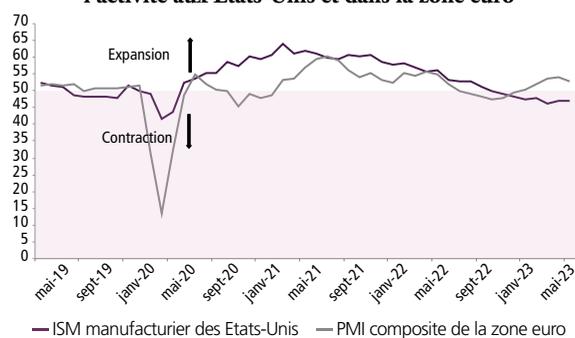
Source : Thomson Reuters et Eurostat.

S'agissant des principaux pays émergents, la Chine a affiché un net rebond de la croissance au premier trimestre de 2023 avec un taux de 4,5% en glissement annuel après 2,9% un trimestre auparavant, sous l'effet de la levée des restrictions sanitaires qui s'est accompagnée d'un renforcement de la consommation

et d'une hausse notable des exportations nettes. Pour sa part, stimulé par le dynamisme de la consommation et des services, l'activité en Inde a sensiblement progressé passant de 4,7% à 6,5%. De même, le rythme de la croissance s'est accéléré en Turquie de 3,5% au quatrième trimestre de 2022 à 4% au premier trimestre 2023 et au Brésil de 1,9% à 4%. Pour sa part, l'économie russe, continue de pâtir des effets de la guerre et des sanctions, accusant une contraction de 1,9% au premier trimestre de 2023, après 2,7% enregistré un trimestre auparavant.

Pour ce qui est des évolutions des indicateurs avancés, après 6 mois de redressement, l'indice PMI composite de la zone euro a accusé un recul en mai s'établissant à 52,8 après 54,1 en avril. Cette évolution s'explique par l'accélération de la contraction du secteur manufacturier et une légère décélération de la croissance de l'activité de celui des services. De même, l'ISM manufacturier américain est ressorti en baisse à 46,9 en mai contre 47,1 en avril.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

1.1.2 Marché de l'emploi

Aux Etats-Unis, le taux de chômage a enregistré en mai une hausse à 3,7% contre 3,4% en avril, avec des créations d'emplois en progression à 339 mille postes, contre 294 mille un mois auparavant.

Dans la zone euro, le taux de chômage a affiché un léger recul en avril à 6,5% contre 6,6% le mois précédent.

Dans les principaux pays, ce taux est resté stable à 7% et 2,9% respectivement en France et en Allemagne, alors qu'il a continué sa baisse pour s'établir à 7,8% en Italie et à 12,7% en Espagne.

Au Royaume-Uni, selon les derniers chiffres datant du mois de février, ce taux a connu une légère hausse à 3,9% contre 3,8% le mois précédent.

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

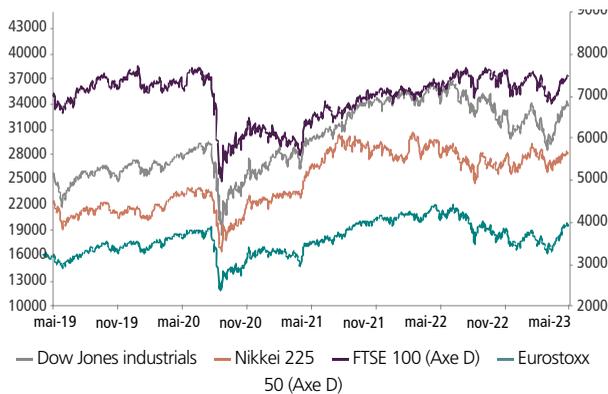
(en %)	2021	2022	2023		2023
			Mars	Avril	Mai
Etats-Unis	5,4	3,7	3,5	3,4	3,7
Zone euro	7,7	6,7	6,6	6,5	N.D
France	7,9	7,3	7,0	7,0	N.D
Allemagne	3,7	3,1	2,9	2,9	N.D
Italie	9,6	8,1	7,9	7,8	N.D
Espagne	14,8	12,9	12,8	12,7	N.D
Royaume-Uni	4,5	3,7	N.D	N.D	N.D

Sources : OCDE, Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

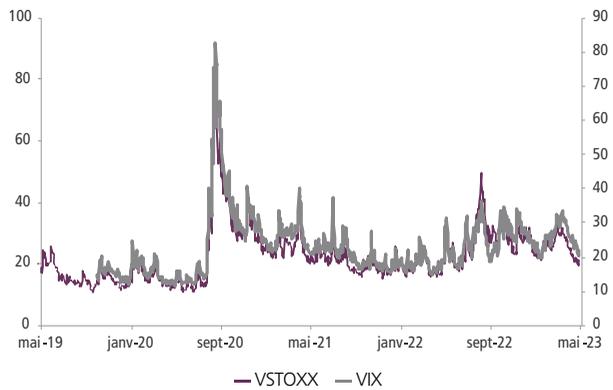
Sur fond de relèvements des taux directeurs et des inquiétudes autour de la dette américaine, les indices boursiers des principales économies avancées se sont inscrits en baisse au cours du mois de mai par rapport au mois précédent, avec des replis de 0,8% pour l'Eurostoxx 50, de 1,4% pour le FTSE 100 et de 1,2% pour le Dow Jones Industrials. A l'inverse, le Nikkei 225 a marqué une nette augmentation de 6,2%. Ces évolutions ont été accompagnées d'une légère diminution de la volatilité sur les marchés américains, le VIX étant passé de 17,8 en avril à 17,6 en mai, et d'une augmentation sur les marchés européens, le VSTOXX s'étant établi à 18,2 en mai, après 18,1 un mois auparavant. Au niveau des pays émergents, le MSCI EM a reculé de 1,1%, traduisant principalement des baisses de 5% pour la Chine et de 8,9% pour la Turquie.

Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



Source : Thomson Reuters Eikon.

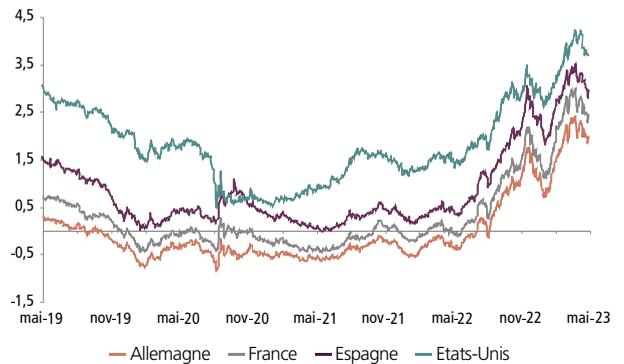
Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX



Source : Thomson Reuters Eikon.

Au niveau des marchés obligataires, les rendements souverains à 10 ans sont restés quasiment stables entre avril et mai pour les principales économies avancées, à l'exception des Etats-Unis où le taux a augmenté de 13 points de base (pb) à 3,6%. S'agissant des économies émergentes, ce taux a enregistré des baisses de 10 pb à 2,7% pour la Chine, de 94 pb à 11,5% pour le Brésil, de 19 pb à 7% pour l'Inde et de 55 pb à 11,3% pour la Turquie.

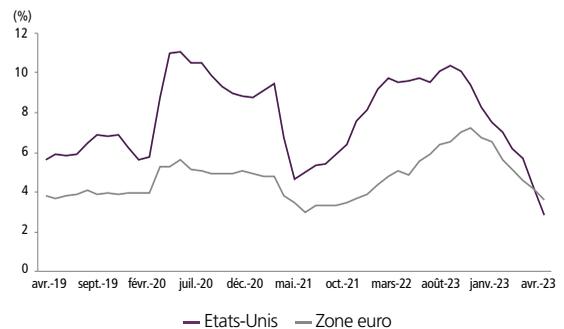
Graphique 1.4 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois ainsi que le Libor de même maturité ont progressé, entre avril et mai, de 20 pb à 3,37% et de 13 pb à 5,38% respectivement. Concernant le crédit bancaire, son rythme a décéléré d'un mois à l'autre de 4% à 2,5% en avril aux Etats-Unis et de 3,9% à 3,3% sur la même période dans la zone euro.

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

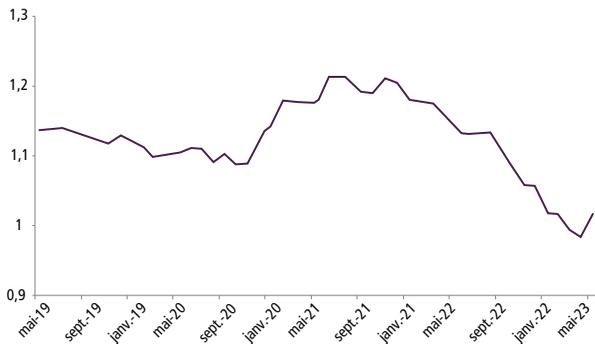


Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés de change, entre avril et mai, l'euro s'est déprécié de 1% vis-à-vis du dollar et de 1,2% face à la livre sterling. En revanche, il s'est renforcé de 1,8% face au yen japonais. Concernant les monnaies des

principales économies émergentes, elles ont enregistré sur la même période des évolutions disparates face au dollar, avec notamment des appréciations de 1,5% pour le renminbi chinois, de 0,4% pour la roupie indienne et de 2,2% pour la lire turque, tandis que le real brésilien s'est déprécié de 0,7%.

Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar



Source : Thomson Reuters Eikon.

S'agissant des décisions de politiques monétaires, la FED a décidé, à l'issue de sa réunion des 13 et 14 juin, de maintenir la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [5,00%-5,25%] dans le but d'évaluer les informations supplémentaires et leurs implications pour la politique monétaire.

De son côté, la BCE a relevé, le 15 juin, de 25 pb ses taux directeurs, portant ainsi le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement à 4%, celui de la facilité de prêt marginal à 4,25% et celui de la facilité de dépôt à 3,5%. Elle a, en outre, indiqué que l'inflation ralentit, mais devrait rester trop forte pendant une trop longue période. Pour ce qui est du Programme d'achat d'actifs (APP), elle prévoit de mettre fin aux réinvestissements au titre de l'APP à compter de juillet 2023. S'agissant du Programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), elle entend réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme au moins jusqu'à fin 2024.

Pour sa part, la Banque d'Angleterre a décidé, le 10 mai, de relever son taux directeur de 25 pb à 4,5%, indiquant qu'en cas de signes de persistance des pressions inflationnistes, un nouveau resserrement de la politique monétaire serait nécessaire.

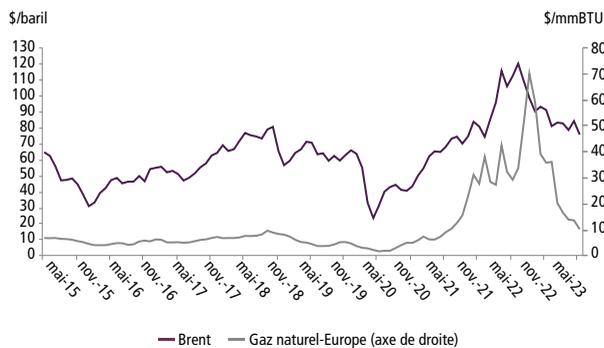
Quant aux pays émergents, une tendance au maintien du taux directeur inchangé semble se dégager. Ainsi, la Banque de réserve de l'Inde a maintenu en juin son taux directeur inchangé à 6,5%. Parallèlement, la Banque centrale du Brésil a également maintenu, le 3 mai, son taux directeur inchangé à 13,75%, afin d'assurer la convergence de l'inflation vers 3,25% en 2023, tout en indiquant qu'elle n'hésitera pas à reprendre le cycle de resserrement si le processus désinflationniste ne se déroule pas comme prévu. La Banque centrale de Russie a aussi gardé inchangé son taux directeur à 7,5% lors de sa réunion du 9 juin, signalant qu'elle envisagerait des hausses si les risques inflationnistes s'aggravaient.

1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur le marché du pétrole, après sa dernière hausse en avril, le prix du Brent a accusé une baisse d'un mois à l'autre de 10% à 75,70 dollars le baril en mai, et demeure également en recul de 32,6% en glissement annuel. Ce repli serait lié au sentiment d'inquiétudes des marchés financiers quant à l'économie mondiale après la faillite d'une nouvelle banque aux États-Unis, l'incertitude sur l'activité manufacturière en Chine et les perspectives relatives à de nouvelles hausses des taux directeurs des banques centrales. De même, le prix du gaz naturel sur le marché européen a poursuivi sa diminution en mai de 25,2% d'un mois à l'autre, s'établissant à 10,11 dollars le mmBTU, et en glissement annuel, son recul ressort à 65,3%.

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

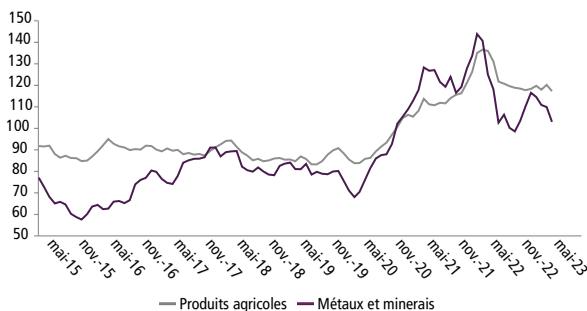


Source : Banque Mondiale.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

S'agissant des produits hors énergie, les prix ont marqué un repli de 3,6% en mai en glissement mensuel, traduisant notamment une diminution de 6,4% des cours des métaux et minerais et de 2,5% des produits agricoles. En glissement annuel, les prix ont fléchi de 17% reflétant des diminutions de 17,9% des cours des métaux et minerais et de 14% de ceux des produits agricoles, avec en particulier une contraction des prix du blé américain et de plusieurs catégories d'huile.

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

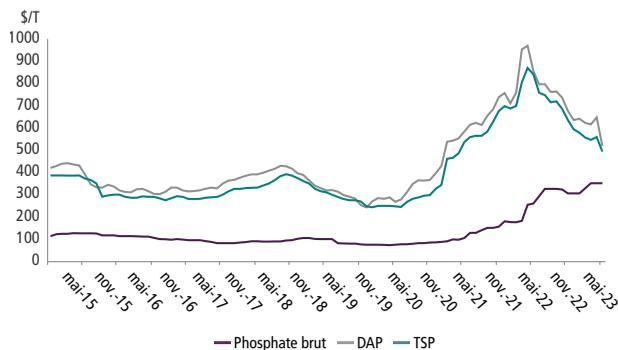


Source : Banque Mondiale.

Pour ce qui est des phosphates et dérivés, leurs cours se sont contractés de 19,9% en mai à 510 \$/t pour le DAP et de 11,7% à 485,6 \$/t pour le TSP. A l'inverse, le prix

du phosphate brut est resté stable pour le deuxième mois consécutif à 345 \$/t. En glissement annuel, les cours ressortent en hausse de 35,3% pour le phosphate brut, en fléchissement de 39,5% pour le DAP et de 41,3% pour le TSP.

Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés

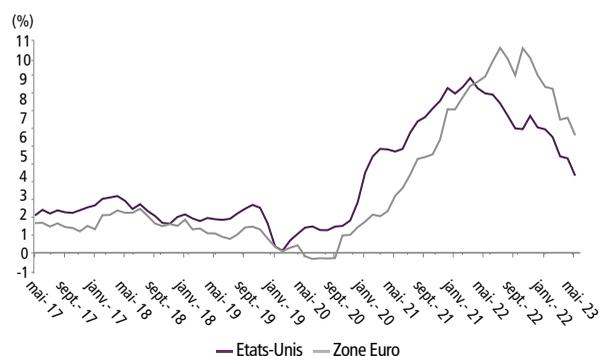


Source : Banque Mondiale.

1.3.3 Inflation

Les pressions inflationnistes se sont atténuées dans la zone euro, le taux d'inflation étant revenu de 7% en avril à 6,1% en mai traduisant notamment des baisses de 7,6% à 6,3% en Allemagne, de 6,9% à 6% en France, de 3,8% à 2,9% en Espagne et de 8,7% à 8,1% en Italie. De même aux Etats-Unis, l'inflation a poursuivi son recul pour le onzième mois consécutif, s'établissant à 4% en mai après 4,9% un mois auparavant, tiré par une baisse des prix de l'énergie. S'agissant des autres principales économies avancées, les données d'avril indiquent une décélération de l'inflation de 10,1% à 8,7% au Royaume-Uni, tandis qu'au Japon, elle a enregistré une accélération de 3,3% à 3,5%.

Au niveau des principaux pays émergents, les données du mois de mai font ressortir une décélération de l'inflation de 4,2% à 3,9% au Brésil et de 4,7% à 4,3% en Inde. En revanche, l'inflation s'est accélérée de 2,3% à 2,5% en Russie et en Chine, elle reste faible s'établissant 0,2% après 0,1%.

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

Sources : Thomson Reuters Eikon.

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

	2021	2022	2023		
			Mars	Avril	Mai
Etats-Unis	4,7	8,0	5,0	4,9	4,0
Zone Euro	2,6	8,4	6,9	7,0	6,1
Allemagne	3,2	8,7	7,8	7,6	6,3
France	2,1	5,9	6,7	6,9	6,0
Espagne	3,0	8,3	3,1	3,8	2,9
Italie	1,9	8,7	8,1	8,7	8,1
Royaume-Uni	2,6	9,1	10,1	8,7	N.D
Japon	-0,2	2,5	3,3	3,5	N.D

Sources : Thomson Reuters, Eurostat & FMI.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

A fin avril 2023, les échanges extérieurs ont poursuivi leur tendance haussière, avec des augmentations de 3,6% des exportations à 145,7 milliards de dirhams et de 3,2% des importations à 237 milliards. Le déficit commercial s'est, en conséquence, creusé de 2,6% à 91,3 milliards de dirhams et le taux de couverture s'est établi à 61,5%. S'agissant des recettes voyages, elles ont atteint 32,1 milliards de dirhams à fin avril 2023 contre 15,2 milliards un an auparavant et 23 milliards en 2019 et les transferts des MRE se sont élevés à 35,4 milliards, en accroissement de 12,8% d'une année à une autre. Quant aux principales opérations financières, les recettes d'IDE ont diminué de 4,1% à 9,7 milliards, alors que les investissements directs marocains à l'étranger ont connu une expansion de 57,2% à 9 milliards. Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib se sont situés à 358,6 milliards de dirhams, représentant l'équivalent d'une couverture de 5 mois et 25 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

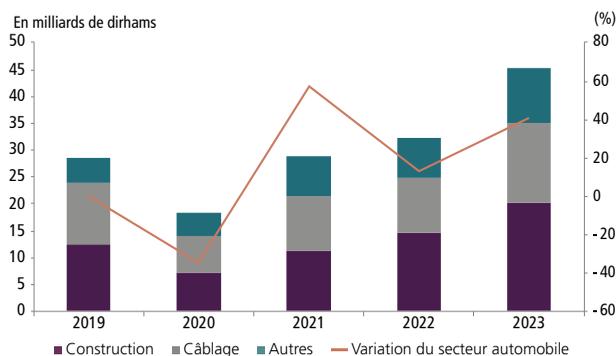
2.1.1 Exportations

L'amélioration des exportations a été tirée principalement par les expéditions du secteur automobile qui ont affiché une progression de 40,4% à 44,9 milliards de dirhams, traduisant des accroissements de 40,4% pour le segment de la construction et de 43,4% pour celui du câblage. De même, les exportations du « textile et cuir » ont poursuivi leur dynamique haussière avec une augmentation de 11,6% à 16,2 milliards, reflétant une progression de 14,5% des ventes des « vêtements confectionnés ». Les exportations du secteur « électronique et électricité » se sont améliorées de 34% à 7,5 milliards, incluant des accroissements de 37,7% pour les « fils et câbles » et de 37,4% pour les « composantes électroniques ».

A l'inverse, les ventes de phosphates et dérivés ont accusé un repli de 30,5% à 24,7 milliards, sous l'effet principalement de la contraction de 30,5% des ventes des « engrais naturels et chimiques ». Cette diminution résulte des reculs de 21% des prix à l'export et de 12% des quantités expédiées. De même, les ventes

du secteur de l'« agriculture et agroalimentaire » ont fléchi de 1,8% à 33,7 milliards, reflétant une baisse de 5,4% pour les produits agricoles, les exportations de l'industrie alimentaire ayant en revanche augmenté de 1,4%. Quant aux exportations de l'aéronautique, elles ont connu une diminution de 8,5% à 6,7 milliards, tirée par celle de 16,7% pour le segment de l'assemblage.

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



Source : Office des Changes.

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

Secteurs/Segments	Janvier - avril		Variations	
	2023	2022	En milliards	En %
Exportations	145,7	140,6	5,1	3,6
Automobile	44,9	32,0	12,9	40,4
Construction	20,1	14,3	5,8	40,4
Câblage	14,6	10,2	4,4	43,4
Interieur véhicules et sièges	3,1	2,4	0,7	29,2
Electronique et Electricité	7,5	5,6	1,9	34,0
Fils et câbles	3,0	2,2	0,8	37,7
Composants électroniques (transistors)	2,7	1,9	0,7	37,4
Appareils coup. ou connex. des circuits électr.	0,8	0,6	0,2	32,3
Textile et Cuir	16,2	14,5	1,7	11,6
Vêtements confectionnés	10,6	9,3	1,3	14,5
Articles de bonneterie	3,0	2,8	0,2	6,4
Chaussures	1,2	1,1	0,1	10,0
Autres extractions minières	1,8	1,8	0,0	1,6
Sulfate de baryum	0,4	0,4	0,0	5,8
Minerai de cuivre	0,5	0,5	-0,1	-11,0
Agriculture et Agro-alimentaire	33,7	34,3	-0,6	-1,8
Agriculture, sylviculture et chasse	17,7	18,7	-1,0	-5,4
Industrie alimentaire	15,3	15,1	0,2	1,4
Aéronautique	6,7	7,3	-0,6	-8,5
Assemblage	4,2	5,0	-0,8	-16,7
EWIS*	2,5	2,2	0,2	10,3
Phosphates et dérivés	24,7	35,5	-10,8	-30,5
Autres industries	10,2	9,6	0,6	6,1
Industrie pharmaceutique	0,5	0,5	0,1	18,3
Métallurgie et travail des métaux	3,3	3,3	0,0	0,6
Industrie du plastique et du caoutchouc	0,7	0,7	-0,1	-13,1

*Systèmes d'interconnexion de câblage électrique.

Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

L'accroissement des importations recouvre des évolutions différenciées des principaux produits. En effet, les acquisitions de biens d'équipements ont progressé de 19,1% à 51 milliards, avec en particulier des hausses de 40,1% pour les « parties d'avions et d'autres véhicules aériens », de 39,5% pour les « appareils pour la coupure ou connexion des circuits électriques » et de 31,6% pour les « moteurs à piston ».

De même, les importations de biens de consommation se sont accrues de 10,7 à 50,3 milliards, reflétant notamment des augmentations de 18,5% des achats de voitures de tourisme et de 36,7% de leur parties et pièces. Pour leur part, les acquisitions de produits alimentaires se sont élevées à 30,8 milliards, contre 28,8 milliards à fin avril 2022, avec notamment une hausse de 33,6% des achats de « sucre brut ou raffiné ».

En revanche, les importations de demi-produits et de produits bruts ont accusé des replis respectifs de 10,4% et 10%, sous l'effet essentiellement des baisses des approvisionnements en ammoniac et en soufre brut. De même, la facture énergétique s'est allégée de 1,7% à 43,2 milliards, intégrant des baisses de 13% des achats de « gas-oils et fuel-oils » et de 6,5% pour ceux de l'essence de pétrole.

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

Groupements d'utilisation	Janvier - avril		Variations	
	2023	2022	En milliards	en %
Importations CAF	237,0	229,6	7,4	3,2
Biens d'équipement	51,0	42,8	8,2	19,1
Parties d'avions et d'autres véhicules aériens	5,0	3,6	1,4	40,1
Appar. pour coup. ou connex. des circuits élect.	4,5	3,2	1,3	39,5
Moteurs à pistons (équipement industriel)	5,1	3,9	1,2	31,6
Produits finis de consommation	50,3	45,4	4,9	10,7
Parties et pièces pour voitures de tourisme	10,1	7,4	2,7	36,7
Voitures de tourisme	6,9	5,8	1,1	18,5
Ouvrages divers en matières plastiques	3,0	2,5	0,5	18,4
Produits alimentaires	30,8	28,8	2,1	7,3
Sucre brut ou raffiné	2,8	2,1	0,7	33,6
Tourteaux	3,3	2,7	0,6	23,7
Animaux vivants (alimentation)	0,7	0,2	0,5	-
Dattes	1,6	1,3	0,4	28,6
Produits énergétiques	43,2	43,9	-0,7	-1,7
Gas-oils et fuel-oils	18,9	21,8	-2,8	-13,0
Essence de pétrole	2,0	2,2	-0,1	-6,5
Houilles; coques et combustibles solides similaires	6,9	7,0	-0,1	-2,0
Produits bruts	12,3	13,6	-1,4	-10,0
Soufres bruts et non raffinés	3,0	5,8	-2,8	-48,0
Graines, spores et fruits à semencer	0,3	0,7	-0,4	-52,5
Demi produits	49,3	55,1	-5,7	-10,4
Ammoniac	3,7	7,5	-3,7	-50,2
Produits chimiques	4,6	6,2	-1,6	-26,1
Demi-produits en fer ou en aciers non alliés.	0,5	1,9	-1,3	-71,0

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 93,9% à 41,7 milliards, résultat d'un accroissement de 44% à 77,5 milliards des exportations, plus important que celui de 10,9% à 35,9 milliards des importations.

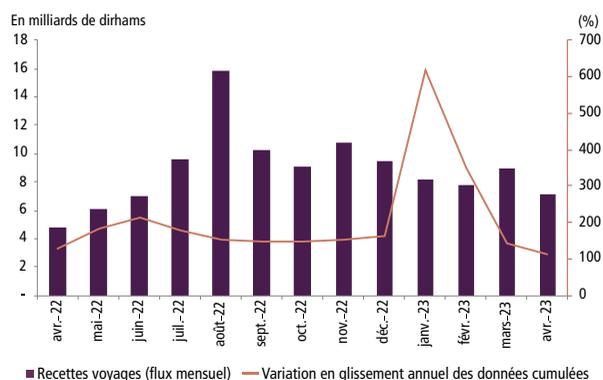
Tableau 2.3 : Evolution de la balance des services (en milliards de dirhams)

	Janvier - avril		Variation	
	2023	2022	En milliards	en %
Importations	35,9	32,3	3,5	10,9
Exportations	77,5	53,8	23,7	44,0
Solde	41,7	21,5	20,2	93,9

Source : Office des Changes.

En particulier, les recettes voyages ont affiché une performance notable de 111,9% pour atteindre 32,1 milliards de dirhams contre des niveaux respectifs de 15,2 milliards et 23 milliards sur la même période de 2022 et 2019. Les dépenses au même titre ont également progressé de 52,9% à 7,1 milliards de dirhams.

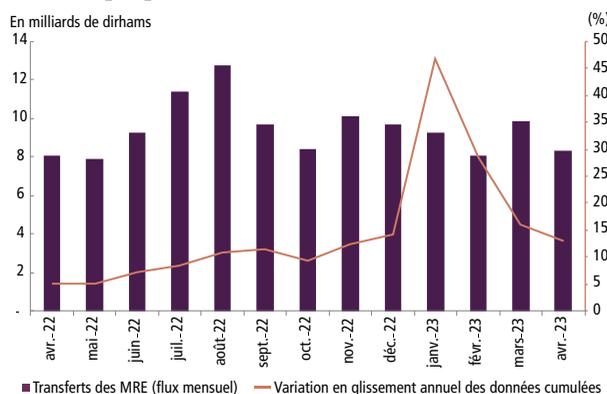
Graphique 2.2 : Evolution des recettes voyages



Source : Office des Changes.

Concernant les transferts des MRE, ils ont poursuivi leur dynamique haussière, enregistrant un accroissement de 12,8% à 35,4 milliards.

Graphique 2.3 : Evolution des transferts des MRE



Source : Office des Changes.

2.3 Compte financier

Pour ce qui est des principales opérations financières, le flux net des IDE a diminué de 13,1% à 5,6 milliards, résultat d'une baisse de 4,1% des recettes et d'une progression de 11,2% des cessions. Quant aux investissements directs marocains à l'étranger, leur flux net a connu une hausse de 3 milliards pour atteindre 4,3 milliards, reflétant celle de 3,3 milliards des investissements.

A fin avril 2022, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est établi à 358,6 milliards de dirhams, représentant ainsi l'équivalent de 5 mois et 25 jours d'importations de biens et services.

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

	Janvier - avril		Variation	
	2023	2022	En milliards	en %
Investissements directs étrangers	5,6	6,4	-0,8	-13,1
Recettes	9,7	10,1	-0,4	-4,1
Dépenses	4,2	3,8	0,4	11,2
Investissements directs marocains à l'étranger	4,3	1,2	3,0	-
Dépenses	9,0	5,7	3,3	57,2
Recettes	4,7	4,5	0,2	5,6

Source : Office des Changes.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHE DES ACTIFS

Au cours du premier trimestre 2023, les conditions monétaires ont été marquées par une appréciation du taux de change effectif réel et une hausse des taux débiteurs. Pour ce qui est du crédit bancaire, sa composante destinée au secteur non financier s'est accrue de 6,2% en glissement annuel au lieu de 6,7% un trimestre auparavant, en lien avec le ralentissement du rythme des prêts accordés aux entreprises privées. Concernant les autres contreparties de la masse monétaire, la croissance des créances nettes sur l'administration centrale s'est accélérée à 16,6% et les avoirs officiels de réserve ont augmenté de 2,8%. Au total, la masse monétaire a progressé de 8,5% après 6,6% un trimestre auparavant.

Sur le marché immobilier, l'indice des prix des actifs est ressorti en hausse de 0,3% au premier trimestre 2023, recouvrant des augmentations de prix de 1,1% pour les biens à usage professionnel et de 0,9% pour les terrains ainsi qu'une baisse de 0,2% pour le résidentiel. Pour sa part, le nombre de transactions a diminué de 14,8% globalement, de 17,3% pour le résidentiel, de 10,6% pour le foncier et de 3,7% pour les actifs à usage professionnel.

Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI s'est déprécié au premier trimestre de l'année de 3,1% et le volume des transactions est revenu d'un trimestre à l'autre de 28,5 milliards de dirhams à 15,3 milliards. Pour ce qui est de la capitalisation boursière, elle a affiché une baisse trimestrielle de 3,4% à 542,1 milliards de dirhams.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Au cours du premier trimestre 2023, le besoin en liquidité des banques s'est atténué à 69,6 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, contre 87,8 milliards un trimestre auparavant. Cette évolution traduit la hausse des réserves de change de la Banque, induite principalement par l'émission du Trésor sur le marché financier international.

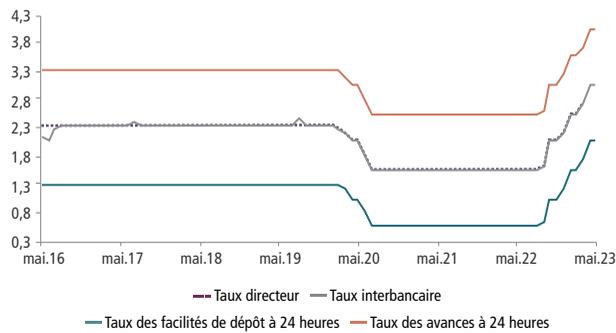
Dans ces conditions, la Banque a ramené le montant de ses injections de 102,5 milliards à 83,5 milliards, dont 39,3 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 22,1 milliards à travers les opérations de pensions livrées, 22 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME et 31 millions sous forme de swap de change.

Dans ce contexte, la durée moyenne résiduelle des interventions de la Banque est passée de 45,1 jours à 50,4 jours et le taux interbancaire est demeuré aligné

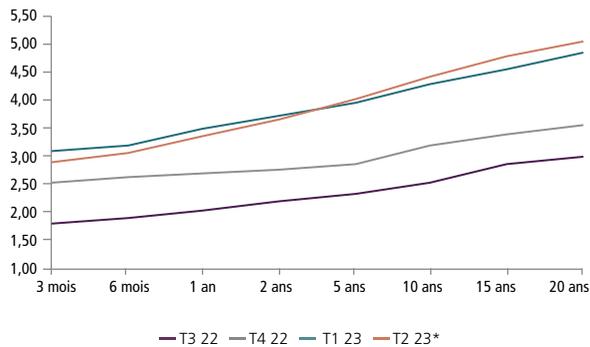
sur le taux directeur, se situant à 2,55% en moyenne, niveau intégrant l'effet de la décision du Conseil de la Banque de relever en mars dernier le taux directeur de 50 points de base.

Les dernières données disponibles indiquent une nouvelle atténuation du déficit de liquidité bancaire à 66,9 milliards en moyenne en avril et mai 2023.

Au niveau du marché des bons du Trésor, les taux ont poursuivi globalement leur augmentation au premier trimestre aussi bien sur le marché primaire que secondaire. Durant les mois d'avril et mai, la tendance haussière des rendements s'est maintenue sur le marché primaire pour les maturités moyennes et longues, tandis que ceux à court terme ont marqué de légères baisses. Des évolutions similaires ont été observées sur le marché secondaire, pour l'ensemble des maturités à l'exception de celles du moyen terme qui ont affiché des taux quasiment inchangés.

Graphique 3.1 : Taux interbancaire (données quotidiennes)

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

	2022				2023	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2*
26 semaines	1,49	1,66	1,90	3,07	3,22	3,17
2 ans	1,83	1,91	2,33	2,44	3,80	3,91
5 ans	2,08	2,27	2,64	-	3,98	4,22
10 ans	2,43	-	-	3,20	4,38	4,65
15 ans	2,70	-	-	-	4,97	5,03

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


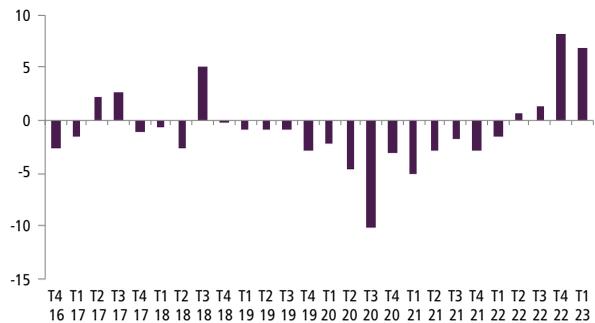
*Moyenne observée en avril et mai.

Dans le même sens, sur le marché de la dette privée, les taux assortissant les émissions des certificats de dépôt ont poursuivi leur hausse au premier trimestre de 2023. Pour ce qui est des taux créditeurs, ils ont connu une augmentation trimestrielle de 14 points de base à 2,38% en moyenne pour les dépôts à 6 mois et de

12 points à 2,69% pour ceux à un an. Dans ces

conditions, le coût de financement¹ des banques s'est accru de 7 points par rapport au quatrième trimestre 2022.

Les dernières données disponibles relatives au mois d'avril indiquent une baisse mensuelle du taux des dépôts à 6 mois de 6 points de base à 2,43% et une hausse de celui des dépôts à 12 mois de 34 points à 2,92%.

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 premier trimestre de 2023 indiquent une augmentation trimestrielle de 53 points de base du taux moyen global à 5,03%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les prêts aux entreprises ont progressé de 68 points à 4,98%, reflétant des hausses de 79 points de ceux des facilités de trésorerie et de 43 points de ceux des prêts à l'équipement. Pour les crédits aux particuliers, ceux à la consommation ont progressé de 55 points et à l'habitat sont restés quasi-stables.

Tableau 3.2 : Taux créditeurs (en %)

	2021			2022				2023	
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	Avril
6 mois	2,23	2,34	2,16	2,10	2,05	2,07	2,24	2,38	2,43
12 mois	2,63	2,57	2,42	2,48	2,47	2,39	2,57	2,69	2,92

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

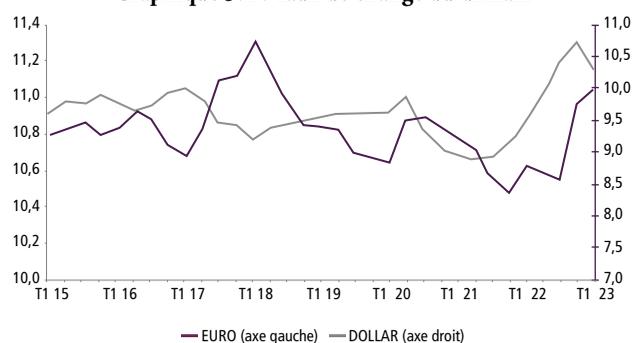
Tableau 3.3 : Taux débiteurs (en %)

	2021	2022					2023
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	
Taux global	4,44	4,28	4,29	4,24	4,50	5,03	
Particuliers	5,16	5,23	5,14	5,33	5,72	5,63	
Crédits immobiliers	4,24	4,21	4,19	4,19	4,32	4,36	
Crédits à la consommation	6,47	6,50	6,32	6,39	6,40	6,95	
Entreprises	4,26	4,00	4,03	4,04	4,30	4,98	
Crédits de trésorerie	4,06	3,83	3,84	3,93	4,19	4,98	
Crédits à l'équipement	4,58	4,31	4,60	4,14	4,38	4,81	
Crédits immobiliers	5,78	5,53	5,83	5,41	5,61	5,37	

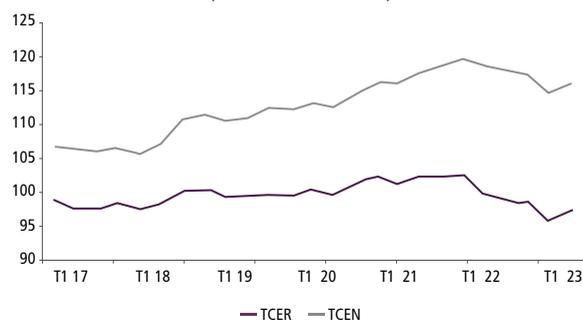
3.1.2 Taux de change

Durant le premier trimestre 2023, l'euro s'est apprécié de 5,15% par rapport au dollar américain. Dans ce contexte, le dirham s'est déprécié de 0,66% vis-à-vis de l'euro et s'est apprécié de 4,56% face au dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, la monnaie nationale s'est appréciée en particulier de 6% par rapport à la livre turque et de 0,51% face au yuan chinois. Au total, le taux de change effectif a augmenté de 1,38% en termes nominaux et de 1,89% en termes réels.

Graphique 3.4 : Taux de change du dirham



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



Sources : calcul de BAM et du FMI.

En ce qui concerne les transactions en devises, le volume moyen des opérations au comptant des banques avec la clientèle a enregistré, au cours du premier trimestre 2023, un léger repli annuel de 0,3% à 32,5 milliards de dirhams pour les ventes et une augmentation de 5,2% à 32,5 milliards pour les achats. Concernant les opérations à terme, elles ont connu des baisses de 11,2% à 18,4 milliards pour les achats et de 46,6% à 3,7 milliards pour les ventes.

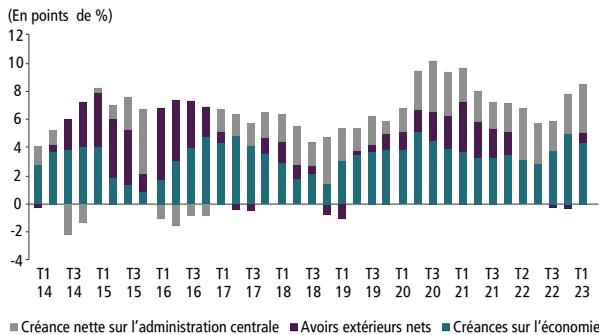
3.1.3 Situation monétaire

L'agrégat M3 a affiché une augmentation annuelle de 8,5% au premier trimestre 2023 contre 6,6% un trimestre auparavant. Cette évolution traduit l'accélération de la croissance des dépôts à vue auprès des banques de 8,6% à 9,6% en lien notamment avec l'amélioration de ceux des ménages de 9,4% après une hausse de 8,5%.

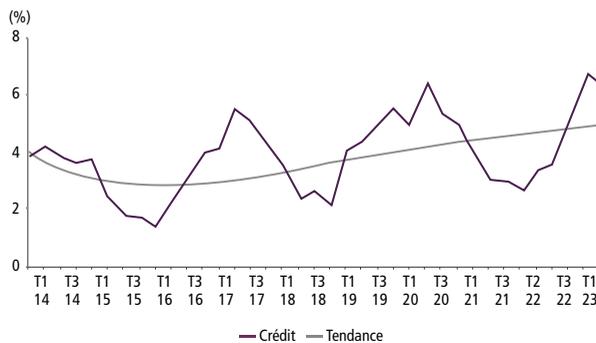
Dans le même sens, le rythme d'accroissement de la monnaie fiduciaire est passé de 9% à 11,5%, celui des titres des OPCVM monétaires de 18,1% à 25,3% et celui des dépôts en devises de 3% à 7,5%. En parallèle, la baisse des dépôts à terme s'est atténuée de 8,3% à 8%, avec notamment un repli des dépôts à terme des ménages de 2,4% après celui de 5,2% enregistré un trimestre auparavant.

Par principales contreparties, l'évolution de la masse monétaire recouvre une accélération de 14,4% à 16,6% du rythme d'accroissement des créances nettes sur l'administration centrale et des décélérations de 4,9% à 2,8% de celui des avoirs officiels de réserve et de 6,7% à 6,4% pour le crédit bancaire.

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



Graphique 3.7 : Crédit bancaire (variation en glissement annuel)



En particulier, le crédit au secteur non financier s'est accru de 6,2%, après 6,7% au quatrième trimestre 2022, résultat du ralentissement de 9,8% à 6,7% du rythme de progression des prêts accordés aux entreprises privées. Cette évolution reflète notamment une décélération de la croissance des facilités de trésorerie de 14,7% à 8% et une accentuation de la baisse des prêts destinés à la promotion immobilière de 7,9% à 11,4%.

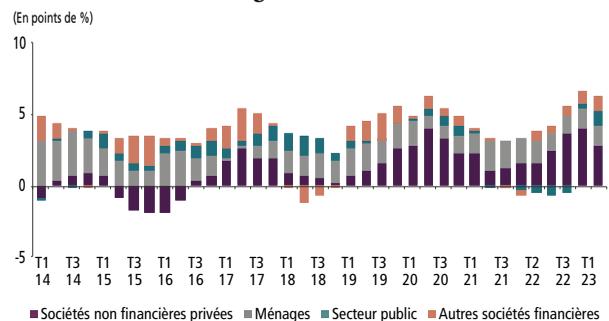
En revanche, les prêts aux entreprises publiques se sont renforcés de 25,9% après une progression de 6,7%

un trimestre auparavant, recouvrant notamment une augmentation des prêts à l'équipement de 9,7%, après un repli de 5,7%. Quant aux crédits aux entrepreneurs individuels, ils ont vu leur rythme d'accroissement passer de 8,3% à 9%, reflétant en particulier les accélérations des croissances des facilités de trésorerie de 11,7% à 14,3% et des prêts immobiliers de 17% à 18,3%.

Concernant les prêts aux particuliers, leur accroissement est resté stable à 3%, avec notamment un ralentissement de 3,2% à 2,9% pour les crédits à l'habitat et de 3,8% à 3,2% pour les crédits à la consommation.

Par branche d'activité, les données relatives au premier trimestre 2023 indiquent une progression de 39,5% des crédits accordés aux « industries extractives », de 23,4% de ceux destinés aux « industries chimiques et para chimiques » et de 2,8% pour ceux aux « industries manufacturières diverses ». En revanche, les concours aux branches des « hôtels et restaurants » et du « bâtiment et travaux publics » ont accusé des replis de 2,5% et 1,1% respectivement.

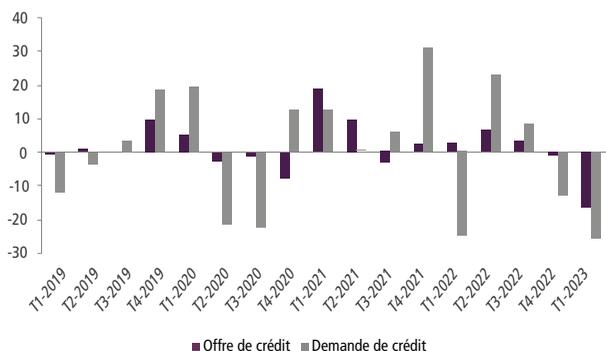
Graphique 3.8 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit



Source : BAM.

Pour ce qui est des créances en souffrance, elles ont augmenté de 5,2% et leur ratio à l'encours du crédit bancaire a atteint 8,7%. Elles se sont accrues de 9,1% pour les entreprises non financières privées et de 0,6% pour les ménages avec des ratios aux encours de 12,2% et 9,7% respectivement.

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



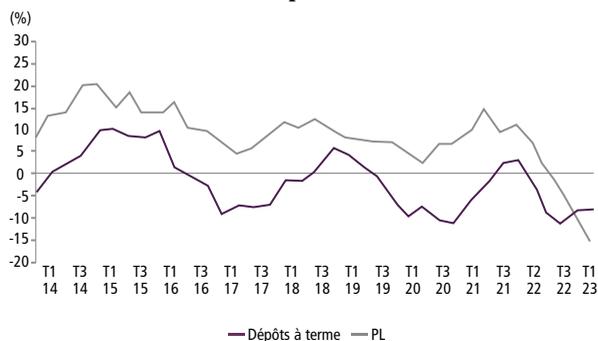
Source : BAM.

Pour les prêts octroyés au secteur non financier par les sociétés financières autres que les banques, leur rythme de progression est revenu de 6,8% à 4,7%. Cette évolution traduit notamment les décélérations de la croissance des crédits accordés par les sociétés de financement à 3,6%, de ceux distribués par les banques off-shores à 13,1% et des prêts consentis par les associations de microcrédit à 2%.

Les dernières données disponibles relatives au mois d'avril indiquent une croissance annuelle du crédit bancaire de 5,6%, recouvrant une décélération du rythme d'accroissement des prêts accordés au secteur non financier à 5,3% et une accélération de celui des prêts destinés aux sociétés financières à 7,5%.

Concernant les agrégats de placements liquides, ils ont poursuivi leur baisse avec un recul de 15,7%, reflétant l'accentuation des replis des titres des OPCVM obligataires de 19,7% à 28,3%, des Bons du Trésor négociables de 3,5% à 7,8% et des titres des OPCVM actions et diversifiés de 11,3% à 18,4%.

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



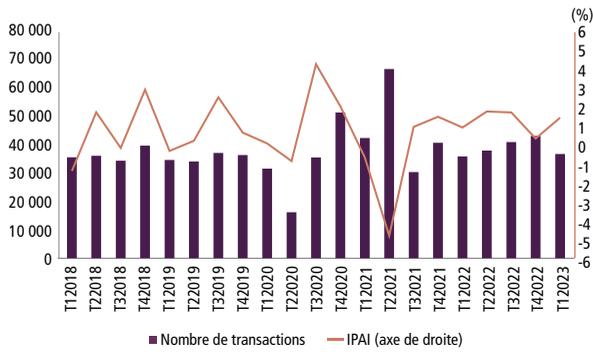
3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

Au premier trimestre de 2023, l'indice des prix des actifs immobiliers s'est apprécié de 0,3%. Cette évolution trimestrielle reflète les accroissements des prix des terrains de 0,9% et des biens à usage professionnel de 1,1%, et une baisse des prix du résidentiel de 0,2%. Pour sa part, le nombre de transactions a diminué de 14,8%, incluant des replis de 17,3% pour les biens résidentiels, de 10,6% pour les terrains et de 3,7% pour les biens à usage professionnel.

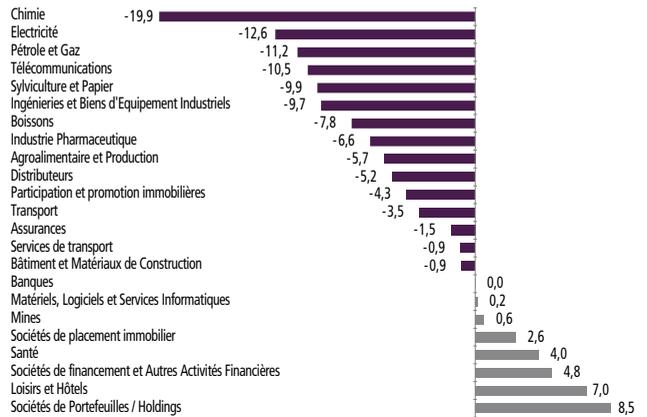
Au niveau des principales villes, les prix ont diminué de 0,1% à Casablanca, de 0,2% à Kénitra, de 0,7% à Tanger et de 1% à Oujda. En revanche, les autres villes ont affiché des hausses allant de 0,5% à Meknès à 5% à Rabat. S'agissant des ventes, à l'exception de Fès où les transactions ont marqué un accroissement de 1,6%, des reculs ont été enregistrés dans les autres villes allant de 1,4% à Rabat à 29,6% à Meknès.

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 quatrième trimestre 2022 (en %)



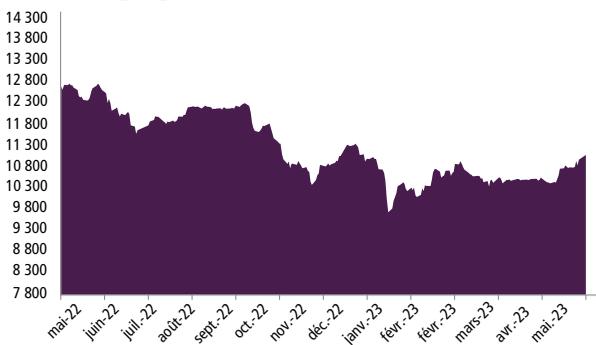
Source : Bourse de Casablanca.

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

Au cours du premier trimestre de 2023, le MASI s'est déprécié de 3,1%. Cette évolution trimestrielle reflète principalement les baisses des indices sectoriels de l'électricité de 12,6%, du « pétrole et gaz » de 11,2% et de l'agroalimentaire de 5,7%. A l'inverse, ceux relatifs aux secteurs des « sociétés de placement immobilier » et des « sociétés de portefeuilles et holdings » se sont appréciés de 2,6% et de 8,5% respectivement.

Graphique 3.12 : Evolution de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

Pour ce qui est du volume des échanges, il est revenu, d'un trimestre à l'autre, de 28,5 milliards de dirhams à 15,3 milliards. Par compartiment, le chiffre d'affaires s'est établi à 5,2 milliards après 9,2 milliards sur le marché central et à 1,2 milliard contre 16,9 milliards sur le marché de blocs. Dans ce contexte, la capitalisation boursière a enregistré une baisse trimestrielle de 3,4% à 542,1 milliards de dirhams.

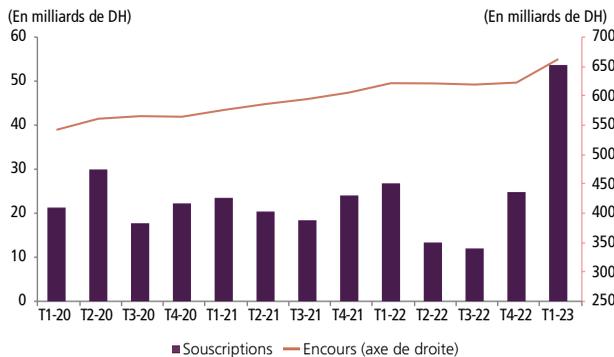
Les dernières données disponibles indiquent une hausse du MASI de 5% en mai, contre 1,3% en avril, soit une performance annuelle de 3,1%. S'agissant du volume des transactions, il s'est chiffré à 1,3 milliard en avril et à 3,4 milliards en mai et la capitalisation boursière s'est élevée à 572 milliards à fin mai, en accroissement de 1,9% depuis le début de l'année.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les émissions du Trésor sur le marché intérieur ont plus que doublé au premier trimestre 2023, en comparaison trimestrielle, pour atteindre 89,8 milliards de dirhams. Elles ont porté à hauteur de 59% sur des maturités courtes et de 32% et 10% sur celles moyennes et longues respectivement.

Les dernières données disponibles font ressortir que les émissions de bons de Trésor ont sensiblement augmenté à 25,5 milliards de dirhams en avril 2023 contre 7 milliards en mars. Elles ont porté pour 74% sur des maturités moyennes et le reste sur celles courtes. Compte tenu des remboursements, l'encours des bons du Trésor a atteint 692,3 milliards, en accroissement de 4% depuis le début de l'année.

Graphique 3.14 : Evolution des levées des bons du Trésor



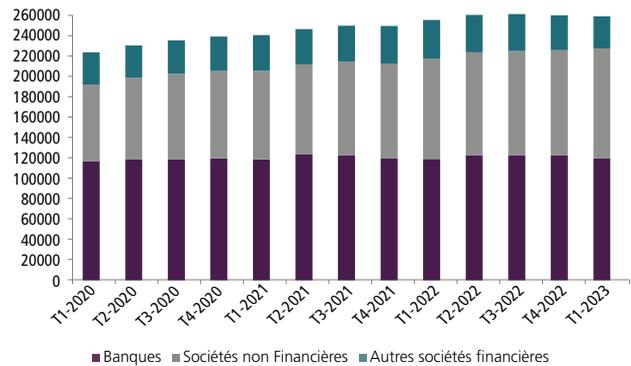
Source : BAM.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions ont augmenté de 15,4% à 18,2 milliards de dirhams au premier trimestre 2023. Les banques ont levé 12,1 milliards et les sociétés non financières 6 milliards.

Les dernières données disponibles montrent que les émissions de dette privée se sont élevées à 12,8 milliards en avril contre 5,9 milliards en mars. Compte tenu des remboursements, l'encours de cette dette a atteint 268,7 milliards de dirhams, en hausse de 2,3% depuis le début de l'année.

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



Source : Maroclear et calculs BAM.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Durant le premier trimestre 2023, les souscriptions aux titres des OPCVM ont augmenté de 6,9% à 285,6 milliards et les rachats de 0,4% à 282,6 milliards, soit une collecte nette de 3 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 replis respectifs de 4,8%, 4,5% et 3,6%, et à la hausse pour ceux monétaires et obligataires à court terme avec des augmentations de 0,7% et 0,4% respectivement.

Les données du mois de mai indiquent une progression de 4,9% de l'actif net des OPCVM depuis le début de l'année à 525,4 milliards de dirhams, en lien avec les hausses de 50,9% pour les fonds obligataires à court terme, de 26,3% pour les OPCVM monétaires et de 1% pour ceux actions. En revanche, l'actif net a diminué de 19,1% pour les OPCVM contractuels, de 7,1% pour les obligataires à moyen et long terme et de 4,6% pour les diversifiés.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exécution budgétaire au titre des cinq premiers mois de 2023 s'est soldée par un déficit de 24,6 milliards de dirhams, en aggravation de 10,7 milliards comparativement à la même période en 2022. Cette évolution résulte principalement d'une amélioration de 4,2% des recettes ordinaires, recouvrant une hausse de 4,8% des rentrées fiscales et un repli de 1,4% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 4,4%, traduisant essentiellement des accroissements de 6,3% des dépenses de biens et services et de 17% de celles en intérêts de la dette ainsi qu'une baisse de 14,4% des charges de compensation. Dans ces conditions, le solde ordinaire ressort déficitaire à 2,6 milliards, au lieu de 2,2 milliards un an auparavant. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont progressé de 16,4%, portant ainsi les dépenses globales à 178 milliards, en augmentation de 6,8%. Par ailleurs, le solde positif des comptes spéciaux du Trésor s'est élevé à 16,2 milliards, en diminution de 4,9 milliards, tenant compte d'un montant de 6,7 milliards correspondant au produit de la Contribution sociale de solidarité sur les bénéficiaires et revenus, affecté au Fonds d'appui à la protection sociale et à la cohésion sociale, contre 6,3 milliards un an auparavant.

Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 2 milliards, le déficit de caisse s'est établi à 26,5 milliards, contre 23,6 milliards un an auparavant. Ce besoin et le flux net intérieur négatif de 534 millions ont été couverts par des ressources extérieures d'un montant net de 27,1 milliards. Ainsi, l'encours de la dette publique directe se serait accru de 6,8% par rapport à son niveau à fin décembre 2022. S'agissant des conditions de financement du Trésor, elles se sont fortement resserrées comparativement à la même période en 2022.

4.1 Recettes ordinaires

Au terme des cinq premiers mois de l'année 2023, les recettes ordinaires ont affiché un accroissement de 4,2% à 137,2 milliards, reflétant une progression de 4,8% à 123,1 milliards des rentrées fiscales et une baisse de 1,4% à 12,4 milliards de celles non fiscales. L'amélioration du produit fiscal a concerné principalement la TVA à l'intérieur, l'IR, les droits d'enregistrement et de timbre, ainsi que les droits de douane et la TIC sur les tabacs.

Les impôts directs ont ainsi drainé 49 milliards de dirhams, en hausse de 3,4%, avec notamment un repli de 0,9% à 24,2 milliards du produit de l'IS et un renforcement de 5,9% à 23,4 milliards des rentrées de l'IR. L'évolution de ces dernières incorpore des reculs de 4,6% à 4,2 milliards des recettes générées par l'IR sur les salaires prélevés par la Direction des Dépenses de Personnel (DDP) et de 1,8% à 1,7 milliard de celles de l'IR sur profits immobiliers. Quant à la diminution de l'IS, elle résulte essentiellement de celle du complément

des régularisations de 1,1 milliard et de l'augmentation des restitutions de 741 millions, compensées en partie par les hausses des rentrées issues du contrôle fiscal de 585 millions et du premier acompte de 217 millions.

Pour ce qui est des recettes des impôts indirects, elles se sont renforcées de 4,3% à 58,6 milliards, reflétant principalement des accroissements de 4,6% à 46,4 milliards des rentrées de la TVA et de 3,4% à 12,2 milliards de celles de la TIC. L'évolution de cette dernière traduit notamment des augmentations de 7,3% à 4,8 milliards de la TIC sur les tabacs et de 0,2% à 6,4 milliards de celle sur les produits énergétiques. L'amélioration de la TVA résulte d'un rebond de 17,5% à 15,2 milliards des recettes de celle à l'intérieur, tenant compte d'une baisse de 1,2 milliard à 4,7 milliards des remboursements de crédit de TVA, celles de la TVA à l'importation ayant diminué de 0,7% à 31,2 milliards, en relation notamment avec les mesures de soutien au secteur agricole.

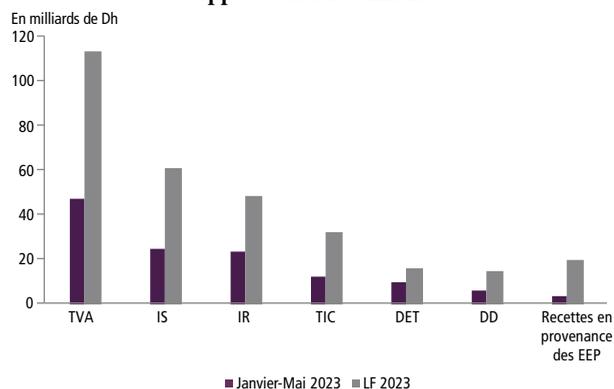
**Tableau 4.1 : Recettes ordinaires
(en milliards de dirhams)***

	Janvier- Mai 2022	Janvier- Mai 2023	Var. en %	LF 2023	Réalisation par rapport à la LF (en %)
Recettes ordinaires	131,7	137,2	4,2	341,7	40,1
Recettes fiscales	117,5	123,1	4,8	289,3	42,6
- Impôts directs	47,4	49,0	3,4	113,2	43,3
Dont IS	24,4	24,2	-0,9	60,9	39,7
IR	22,1	23,4	5,9	47,9	48,8
- Impôts indirects	56,2	58,6	4,3	145,1	40,4
TVA*	44,4	46,4	4,6	113,3	40,9
TIC	11,8	12,2	3,4	31,8	38,4
- Droits de douane	5,5	6,0	8,9	15,0	39,8
- Enregistrement et timbre	8,5	9,5	12,9	15,9	59,8
Recettes non fiscales	12,5	12,4	-1,4	49,1	25,2
- Recettes en provenance des EEP	3,7	3,0	-20,8	19,5	15,2
- Autres recettes	8,8	9,4	6,9	29,7	31,7
Mécanismes de financement spécifiques	5,2	5,0	-4,8	25,0	19,8
Recettes des CST	1,6	1,7	4,6	3,3	51,6

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

Pour leur part, les rentrées des droits de douane et des droits d'enregistrement et de timbre se sont améliorées de 8,9% à 6 milliards et de 12,9% à 9,5 milliards respectivement.

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



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

Note :

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

Quant aux recettes non fiscales, elles se sont contractées de 1,4% à 12,4 milliards à fin mai 2023, Cette évolution recouvre une diminution de 20,8% à 3 milliards des rentrées provenant des établissements et entreprises publics (EEP), dont 2 milliards versés par l'ANCFCC et 526 millions par Bank Al-Maghrib, et un repli de 4,8% à 5 milliards de celles des mécanismes de financement spécifiques.

4.2 Dépenses

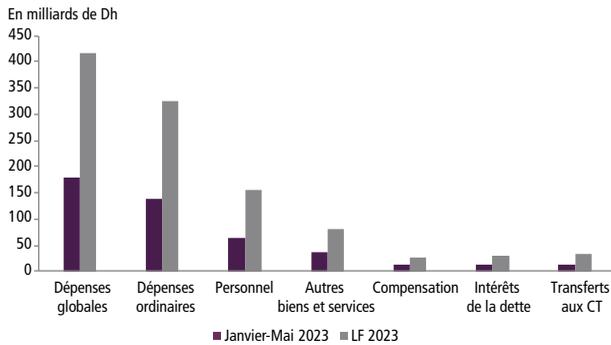
Les dépenses globales se sont alourdies de 6,8% à 178 milliards de dirhams, reflétant des accroissements de 4,4% à 139,8 milliards de celles ordinaires et de 16,4% à 38,2 milliards de celles d'investissement. Les dépenses de biens et services se sont établies à 99,2 milliards, en augmentation de 6,3% par rapport à fin mai 2022, résultat des hausses de 2,3% à 63,5 milliards de la masse salariale et de 14,4% à 35,7 milliards des dépenses au titre des autres biens et services. L'évolution de cette dernière rubrique incorpore des accroissements de 25,3% à 20,3 milliards des transferts au profit des EEP et de 161,5% à 6,8 milliards des versements aux comptes spéciaux du Trésor. Concernant les dépenses de personnel, leur évolution traduit en particulier une progression de 1,2% de la composante structurelle et une baisse de 3,1% des rappels à 3,8 milliards pour la partie servie par la DDP.

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

	Janvier- Mai 2022	Janvier- Mai 2023	Var. en %	LF 2023	Exécution par rapport à la LF (en %)
Dépenses globales	166,7	178,0	6,8	416,6	42,7
Dépenses ordinaires	133,9	139,8	4,4	325,5	43,0
Biens et services	93,3	99,2	6,3	234,9	42,2
Personnel	62,1	63,5	2,3	155,8	40,8
Autres biens et services	31,2	35,7	14,4	79,2	45,1
Intérêts de la dette	10,7	12,5	17,0	30,0	41,6
Compensation	16,6	14,2	-14,4	26,6	53,6
Transferts aux CT	13,3	13,9	4,6	34,0	40,9
Investissement	32,8	38,2	16,4	91,1	41,9

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

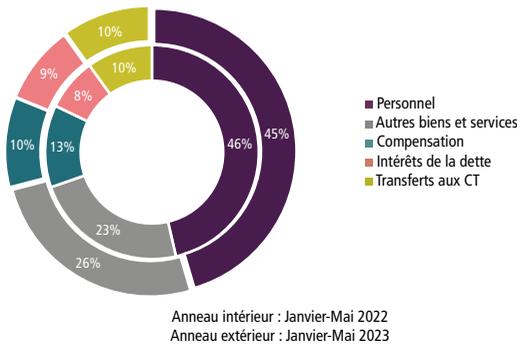
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

De leur côté, les charges en intérêts de la dette ressortent en alourdissement de 17% à 12,5 milliards globalement, de 115,6% à 2,4 milliards de celles sur la dette extérieure et de 5,5% à 10,1 milliards de celles sur la dette intérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires

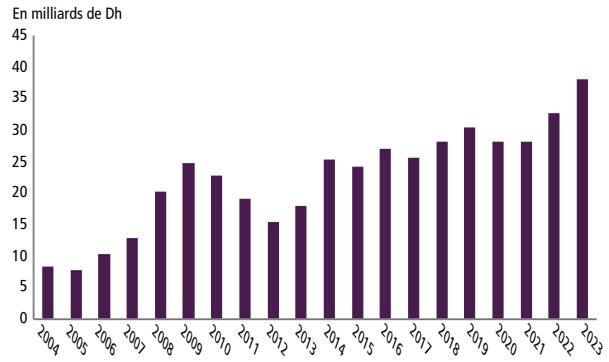


Sources : Données MEF (DTFE) et retraitement TVA par BAM.

S'agissant des charges de compensation, elles se sont allégées de 14,4% à 14,2 milliards de dirhams, avec un taux d'exécution de 53,6% par rapport à la programmation de la loi de finances. Elles incorporent des montants de 8,5 milliards au titre du gaz butane, en diminution de 1,3 milliard par rapport à la même période un an auparavant, 2,2 milliards pour le sucre, 2,5 milliards pour la farine et 920 millions versés aux professionnels du secteur du transport. L'évolution de la charge relative au gaz butane est le résultat d'une régression de 31,7% à 600 dollars la tonne en moyenne du cours de cette matière et d'une dépréciation de 5,2% du dirham par rapport au dollar.

Les émissions d'investissement se sont élevées à 38,2 milliards, en accroissement de 16,4% comparativement à fin mai 2022, tenant compte notamment d'un versement de 15,5 milliards aux Comptes Spéciaux du Trésor, contre 14,3 milliards. L'exécution de ces dépenses est ressortie globalement en ligne avec les prévisions de la loi de finances.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin mai

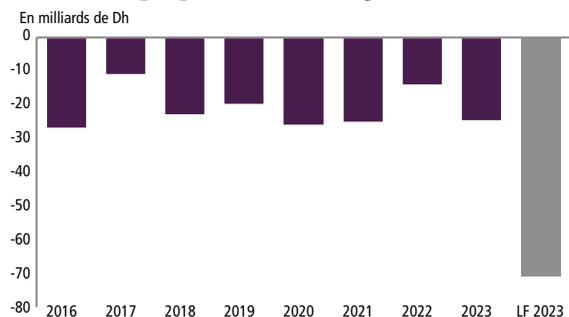


Source : MEF (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

Tenant compte de l'évolution des recettes et des dépenses émises ainsi que du solde des comptes spéciaux du Trésor, la situation du Trésor s'est soldée par un déficit de 24,6 milliards de dirhams, contre 13,9 milliards à fin mai 2022. En outre, considérant la réduction du stock des opérations en instance d'un montant de 2 milliards, le déficit de caisse s'est établi à 26,5 milliards, en creusement de 2,9 milliards par rapport à fin mai 2022.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin mai



Source : MEF (DTFE).

Le besoin de financement du Trésor et le flux net intérieur négatif de 534 millions ont été couverts par des ressources extérieures d'un montant net de 27,1 milliards. Les tirages extérieurs bruts se sont élevés à 31,5 milliards, dont 25,8 milliards au titre de l'émission obligataire effectuée sur le marché financier international.

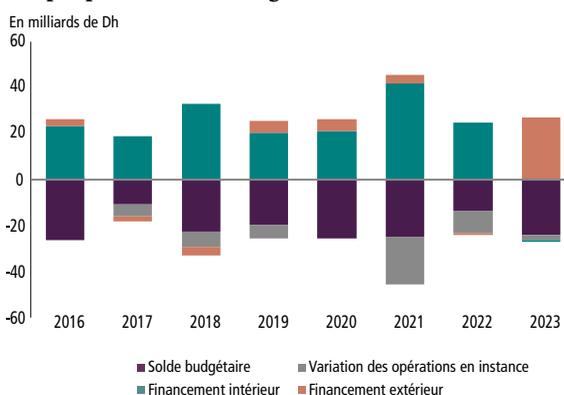
**Tableau 4.3 : Financement du déficit
(en milliards de dirhams)**

	Janvier - Mai 2022	Janvier - Mai 2023	LF 2023
Solde ordinaire	-2,2	-2,6	16,3
Solde des CST	21,1	16,2	4,2
Solde primaire	-3,2	-12,1	-40,7
Solde budgétaire	-13,9	-24,6	-70,7
Variation des opérations en instance	-9,7	-2,0	
Besoin de financement	-23,6	-26,5	-70,7
Financement intérieur	24,6	-0,5	13,1
Financement extérieur	-0,9	27,1	52,5
Cession des participations de l'Etat	0,0	0,0	5,0

Source : MEF (DTFE).

Pour ce qui est du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a porté sur un montant net de 34,2 milliards contre 12,7 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont été réalisées notamment sur les bons à 2 ans pour un montant de 36,2 milliards, les bons à 15 ans à hauteur de 14,1 milliards, ceux à 10 ans pour 10,8 milliards et ceux à 52 semaines pour 9,4 milliards. En parallèle, les remboursements nets ont concerné les bons à 5 ans pour un montant de 23 milliards, les bons de 13 semaines à hauteur de 11,9 milliards et ceux à 32 jours pour 10 milliards.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin mai*



Source : MEF (DTFE).

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

S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, les données arrêtées à fin mai indiquent une forte hausse des taux moyens pondérés par rapport à la même période en 2022. Pour les maturités longues, les augmentations se sont élevées notamment à 231 points de base (pb) à 5,59% pour les bons à 30 ans, de 230 pb à 5% pour ceux à 15 ans et de 204 pb à 4,47% pour ceux à 10 ans. De même, pour les maturités moyennes et courtes, les taux ont enregistré des accroissements de 199 pb à 3,84% pour les bons à 2 ans, de 194 pb à 4,1% pour ceux à 5 ans et de 177 pb à 3,45% pour les bons à 52 semaines.

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

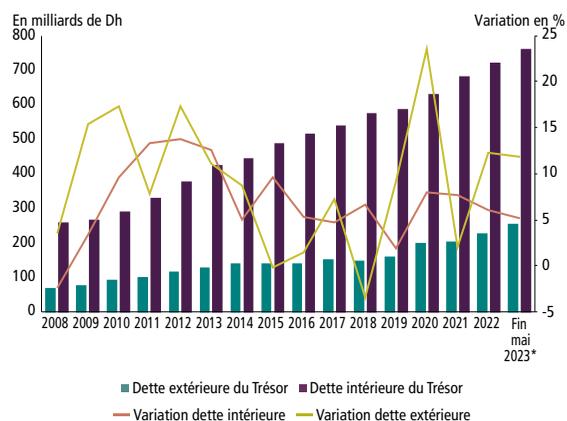
	2018	2019	2020	2021	2022	Fin Mai 2023*
Dettes extérieures du Trésor	148,0	161,6	199,7	203,7	228,9	255,9
Var en %	-3,4	9,2	23,6	2,0	12,3	11,8
Dettes intérieures du Trésor	574,6	585,7	632,9	681,5	722,9	760,5
Var en %	6,6	1,9	8,1	7,7	6,1	5,2
Encours de la dette directe	722,6	747,2	832,6	885,3	951,8	1016,4
Var en %	4,4	3,4	11,4	6,3	7,5	6,8

Source : MEF (DTFE).

* Pour la dette à fin mai 2023, elle est basée sur les flux de financement générateurs de dettes.

Pour ce qui est de la dette publique directe, elle se serait accrue de 6,8% à fin mai 2023 comparativement à son niveau à fin décembre 2022, avec des progressions de 5,2% de sa composante intérieure et de 11,8% de celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



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

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

En 2022, l'activité économique a nettement ralenti, avec une croissance revenant à 1,3%, après un rebond de 8% en 2021. Outre l'accélération de l'inflation, elle a été affectée par une conjoncture internationale défavorable conjuguée à une sécheresse particulièrement sévère. La valeur ajoutée non agricole a ainsi connu une décélération de son rythme d'accroissement de 6,3% à 3% et celle agricole s'est contractée de 12,9% après un accroissement de 19,5%. Du côté de la demande, sa composante intérieure a contribué négativement à la croissance de 1,7 point de pourcentage contre une participation positive de 2,9 points pour les exportations nettes en volume.

Au premier semestre de 2023, et à la faveur d'une récolte céréalière de 55,1 millions de quintaux, la valeur ajoutée agricole devrait s'accroître de 1,9% en moyenne. Pour les activités non agricoles, leur rythme de progression devrait s'améliorer de 2,6%. Dans ces conditions, la croissance devrait s'établir à 2,5%.

Sur le marché du travail, entre le premier trimestre 2022 et la même période de 2023, la situation a été marquée par une nouvelle perte de 280 mille postes après 58 mille un an auparavant. Tenant compte d'une sortie nette de 196 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a reculé de 44,5% à 43,1%, et le taux de chômage a augmenté de 12,1% à 12,9% au niveau national et de 16,3% à 17,1% en milieu urbain.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

La consommation des ménages s'est contractée de 0,7% en 2022 après un rebond de 6,9% en 2021, et sa contribution à la croissance est ressortie, en conséquence, négative de 0,4 point de pourcentage après une participation positive de 4 points.

Au premier semestre de 2023, cette orientation baissière devrait se poursuivre comme le laisse présager l'évolution de l'indice de confiance des ménages qui s'est fortement dégradé au premier trimestre de l'année en cours, se situant à son niveau le plus bas depuis la mise en place, par le HCP, de l'enquête de conjoncture auprès des ménages en 2008.

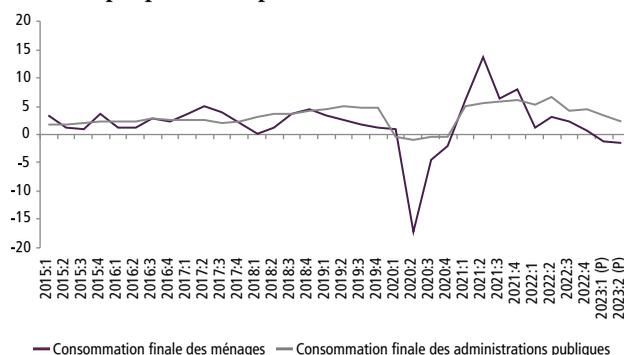
En revanche, les transferts des MRE se sont améliorés de 12,8% à fin avril, après 5,2% un an auparavant, et les crédits à la consommation de 2,6% au lieu de 2,3%.

En 2022, la consommation des administrations publiques s'est accrue de 3,3% après 7,2% en 2021 et

sa contribution à la croissance s'est établie à 0,6 point au lieu de 1,4 point de pourcentage.

Au cours du premier semestre de 2023, elle devrait décélérer à environ 2,9%, traduisant un ralentissement, à fin mai, des dépenses de fonctionnement de 9,4% à 6,3%.

Graphique 5.1 : Dépenses de consommation (en %)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

5.1.2 Investissement

L'investissement a accusé un recul de 6,5% en 2022, après un bond de 13,8% en 2021, et sa participation à la croissance a été négative de 2 points de pourcentage après une contribution positive de 4 points.

Les indicateurs infra-annuels à fin avril indiquent qu'il devrait s'améliorer de 1,9% en moyenne au premier semestre de 2023, reflétant en particulier des augmentations des importations de biens d'équipement de 19,1% et des crédits à l'équipement de 5,3%. L'investissement du Trésor a progressé, à fin mai, de 16,4% après 16,7% à la même période une année auparavant.

Par ailleurs, les résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib au titre du premier trimestre 2023 montrent que le climat des affaires a été qualifié de « normal » par 71% des entreprises et de « défavorable » par 26% d'entre elles.

5.2 Demande extérieure

La contribution à la croissance des exportations nettes en volume est ressortie positive en 2022 de l'ordre de 2,9 points de pourcentage, avec des accroissements de 20,4% des exportations et de 9% des importations après des hausses respectives de 7,9% et de 10,4%.

Au premier semestre de l'année 2023, les exportations de biens et services, en volume, devraient décélérer pour se situer autour de 13,8%, reflétant notamment un repli à fin avril de 30,5%, après un rebond de 95,2%, des ventes des phosphates et dérivés et une accélération de 12,3% à 40,4% de celles du secteur automobile.

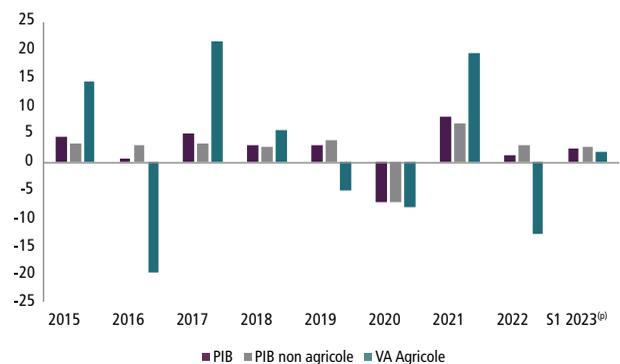
En parallèle, le rythme d'accroissement des importations devrait ralentir à environ 6,9%, sous l'effet notamment d'une baisse de 1,7%, au lieu d'un bond de 116,8%, des importations des produits énergétiques et d'une progression de 19,1%, après 9,1%, des importations des biens d'équipement.

5.3 Offre globale

En 2022, la croissance s'est établie à 1,3%, résultat d'un recul de 12,9% de la valeur ajoutée agricole, imputable à une sécheresse sévère, et d'une amélioration de 3% de celle des activités non agricoles.

Au premier semestre 2023, le PIB devrait s'accroître en moyenne de 2,5%, avec une hausse de 1,9% de la valeur ajoutée agricole, à la faveur d'une augmentation de la récolte céréalière à 55,1 millions de quintaux selon les estimations du Département de l'Agriculture. Pour les activités non agricoles, elles devraient enregistrer une progression de 2,6%, reflétant notamment la poursuite du redressement de l'activité dans les branches « hébergement et restauration », et l'amélioration dans les services non marchands.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

5.4 Marché du travail et capacités de production

5.4.1 Activité et emploi

Entre le premier trimestre 2022 et la même période de 2023, la situation du marché du travail a été marquée par un repli de 1,6% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus pour s'établir à près de 12 millions de personnes. Cette évolution recouvre une diminution de 4,6% en milieu rural et une hausse de 0,2% dans les villes.

Tenant compte d'une progression de 1,4% de la population en âge d'activité, le taux d'activité a régressé de 1,4 point à 43,1% au niveau national, de 2,3 points à 47% dans les campagnes et de 0,7 point à 41,2% en milieu urbain.

En parallèle, l'économie nationale a accusé une perte de 280 mille emplois après celle de 58 mille un an auparavant, et la population active occupée a ainsi diminué de 2,6% à 10,4 millions de personnes. A l'exception du BTP qui a connu une création de 28 mille emplois, les autres secteurs ont enregistré des baisses, s'élevant à 247 mille postes dans l'agriculture et à 56 mille dans les services. Dans l'industrie y compris l'artisanat, le recul est de 10 mille postes traduisant une perte de 38 mille dans les activités artisanales et une création de 28 mille dans les activités industrielles.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population au chômage s'est accrue de 5,7% pour s'établir à près de 1,5 million de personnes, et le taux de chômage a augmenté de 12,1% à 12,9% au niveau national, de 16,3% à 17,1% en milieu urbain et de 5,1% à 5,7% en zones rurales.

Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, le taux de chômage a poursuivi son aggravation, avec un accroissement de 1,9 point à 35,3% globalement, de 2,4 points à 18,9% dans les campagnes et de 1,9 point à 49,6% dans les villes. Parallèlement, le taux de sous-emploi¹ est passé de 9,2% à 10,3% au niveau national, de 8,3% à 9,1% en milieu urbain et de 10,6% à 12,1% en zones rurales.

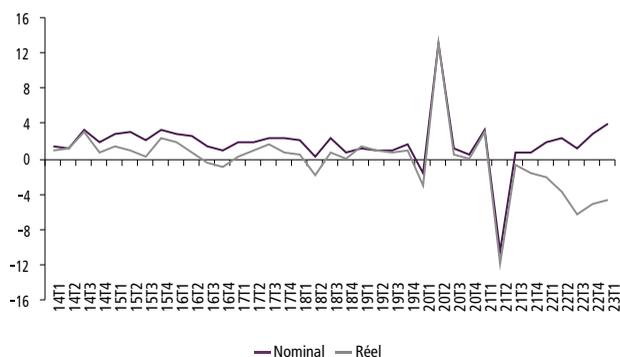
¹ La population en situation de sous-emploi est constituée des personnes ayant travaillé : i) au cours de la semaine de référence moins de 48 heures mais sont disposées à faire des heures complémentaires et disponibles pour les faire ou ii) plus que le seuil fixé et qui sont à la recherche d'un autre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

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 premier trimestre 2023, de 3,1% après un accroissement de 0,6% un an auparavant. Cette évolution refléterait une progression de 2,6%, au lieu de 2,3%, de la valeur ajoutée et une baisse de 0,4%, contre un accroissement de 1,7%, des effectifs employés.

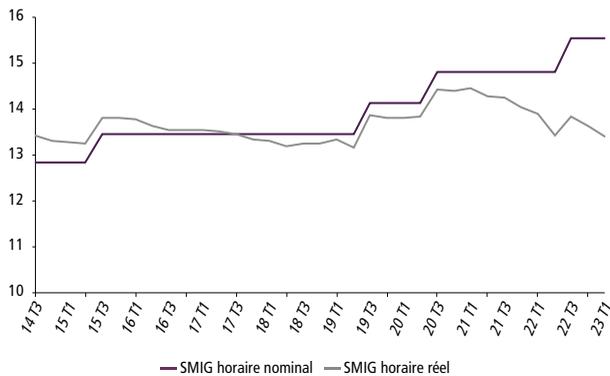
Pour sa part, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS en rapportant la masse salariale aux effectifs employés, a enregistré en termes nominaux une hausse de 4,1% au premier trimestre 2023, au lieu de 1,9%, un an auparavant, et a accusé, en termes réels, une diminution de 4,6% après celle de 2%.

Graphique 5.3 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)



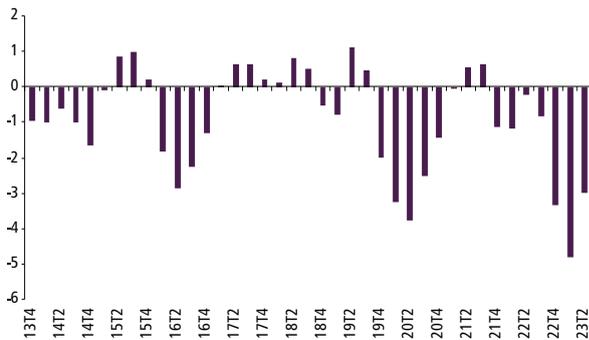
Sources : Données CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il s'est établi en termes nominaux à 15,55 dirhams au premier trimestre 2023, en augmentation de 5% en glissement annuel. Tenant compte d'un rebond de 9,1% de l'indice des prix à la consommation, il aurait reculé en termes réels de 3,8%.

Graphique 5.4 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)

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

Au total, l'output-gap devrait rester négatif au cours du premier semestre 2023.

Graphique 5.5 : Output-gap global (en %)

Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T1 2022	T1 2023
Taux d'activité (en %)	44,5	43,1
Urbain	41,9	41,2
Rural	49,3	47,0
Taux de chômage (en %)	12,1	12,9
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	33,4	35,3
Urbain	16,3	17,1
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	47,7	49,6
Rural	5,1	5,7
Créations d'emplois (en milliers)	-58	-280
Urbain	90	-51
Rural	-148	-229
Secteurs		
- Agriculture, forêt et pêche	-183	-247
- Industrie y compris l'artisanat	13	-10
- BTP	29	28
- Services	85	-56
Productivité apparente non agricole (variation en %)	0,6	3,1
Indice des salaires moyens (variation en %)		
Nominal	1,9	4,1
Réel	-2,0	-4,6

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

Après avoir atteint un pic de 10,1% en février, l'inflation est revenue à 8,2% en mars, ramenant sa moyenne à 9,1% au titre du premier trimestre 2023, un rythme en ligne avec la prévision communiquée dans le précédent RPM. Ce mouvement s'est prolongé en avril où l'inflation est passée à 7,8%. Hormis les tarifs réglementés qui ont vu leur progression s'accroître à 0,9% en avril au lieu de 0,6% au premier trimestre 2023, les autres composantes ont connu un ralentissement au cours de ce mois. Ainsi, les prix des carburants et lubrifiants se sont repliés de 7,3% en avril contre une augmentation de 19,2% en moyenne au premier trimestre 2023. Quoiqu'en légère décélération, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont continué d'évoluer à des taux élevés en avril, soit 24%. Pour sa part, l'inflation sous-jacente a reculé à 7,3% en avril, au lieu d'une moyenne de 8,2% au premier trimestre, sous l'effet principalement du ralentissement de 15,1% à 12,8% des prix de sa composante alimentaire alors que ceux non alimentaires se sont accrus de 3,8% en avril, un rythme quasi-inchangé comparativement au premier trimestre.

A court terme, les pressions inflationnistes devraient continuer de s'atténuer. L'inflation reviendrait ainsi à 7% au deuxième trimestre et sa composante sous-jacente à 6,4%.

6.1 Evolution de l'inflation

Après un rebond à 9,1% au premier trimestre 2023, l'inflation a décéléré à 7,8% en avril, ramenant sa moyenne au titre des quatre premiers mois de l'année à 8,8%. Cette évolution reflète la baisse des prix des carburants et lubrifiants ainsi que le ralentissement de l'inflation sous-jacente et des prix des produits alimentaires à prix volatils qui ont plus que compensé l'accroissement plus marqué des tarifs réglementés.

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

En plus des chocs ayant impacté négativement l'offre de certains produits alimentaires frais, l'augmentation de la demande au cours du mois de Ramadan s'est traduite par une hausse mensuelle des prix des produits alimentaires à prix volatils de 8,5% en avril. Par produit, cette progression a résulté du renchérissement de 6,4% des « légumes frais », de 15,8% des « fruits frais » et de 14,1% des « poissons frais ». Toutefois, en comparaison annuelle, la hausse des prix des produits alimentaires à prix volatils ressort en légère décélération à 24% en avril au lieu de 24,9% au premier trimestre. Ils continuent de contribuer positivement à l'inflation à hauteur de 3,2 points de pourcentage en avril, contre 3 points en moyenne entre janvier et mars.

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

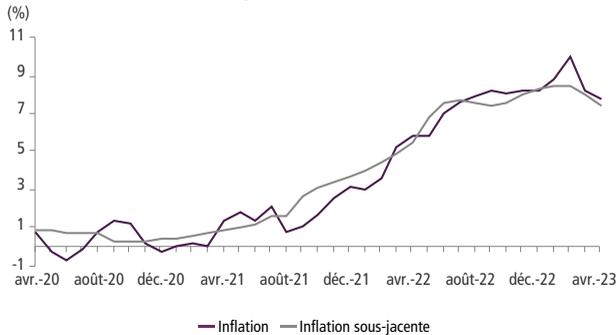
(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	fév. 23	mars 23	avr. 23	fév. 23	mars 23	avr. 23
Inflation	1,7	0,1	1,4	10,1	8,2	7,8
- Produits alimentaires à prix volatils	9,3	0,8	8,5	32,2	21,1	24,0
- Produits réglementés	0,0	0,1	0,0	0,6	0,8	0,9
- Carburants et lubrifiants	-1,3	-3,6	-2,9	21,1	8,1	-7,3
Inflation sous-jacente	0,7	0,1	0,3	8,5	7,9	7,3
- Produits alimentaires	1,6	0,0	0,5	15,7	14,3	12,8
- Articles d'habillement et chaussures	0,0	0,4	1,1	5,1	4,9	4,4
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,2	0,0	0,0	2,2	2,0	2,0
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,4	0,1	0,1	6,1	5,8	5,6
- Santé ¹	0,3	0,1	0,6	2,6	2,5	2,5
- Transport ²	0,5	0,7	0,0	5,0	5,9	5,5
- Communication	0,0	0,0	0,0	0,5	0,5	0,4
- Loisirs et cultures ¹	0,1	0,1	0,0	5,9	6,1	5,9
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	4,5	4,5	4,5
- Restaurants et hôtels	0,8	0,1	0,4	6,1	6,2	6,7
- Biens et services divers ¹	0,3	0,1	0,5	2,6	2,5	2,6

¹ Hors produits réglementés.

² Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

Sources : Données HCP et calculs BAM.

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

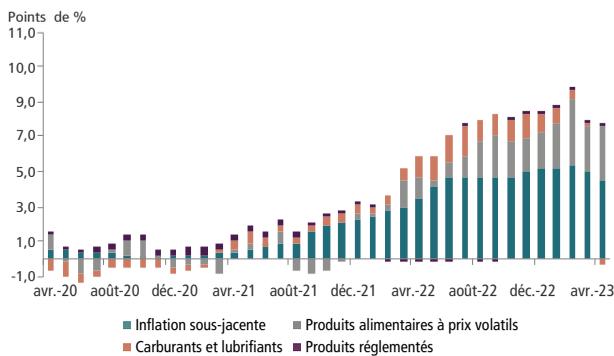


Sources : HCP et calculs BAM.

S'agissant des tarifs réglementés, leur accroissement a connu une accélération passant de 0,6% au premier trimestre 2023 à 0,9% en avril, reflétant essentiellement la progression de 1,3%, après un recul de 0,4%, des tarifs du « transport routier de passagers » en lien avec un effet de base.

En termes de contribution à l'inflation, ces tarifs ont participé à hauteur de 0,2 point de pourcentage en avril au lieu de 0,1 point un trimestre auparavant.

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



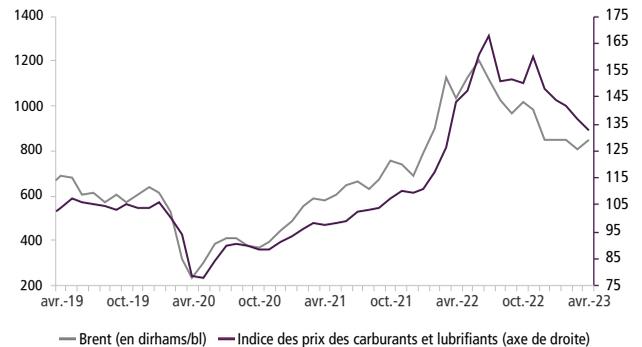
Sources : Données HCP et calculs BAM.

Quant aux prix des carburants et lubrifiants, ils ont été accusés d'une première baisse, en comparaison annuelle, en avril après huit trimestres de fortes augmentations. En effet, ils ressortent en repli de 7,3% après une hausse de 19,2% au premier trimestre dans un contexte marqué par la poursuite de la tendance baissière des cours internationaux des produits pétroliers ainsi que

par l'appréciation du taux de change du dirham vis-à-vis du dollar américain.

Au total, la contribution des prix de ces produits à l'inflation ressort négative à -0,3 point de pourcentage après une participation positive de 0,6 point le trimestre précédent.

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



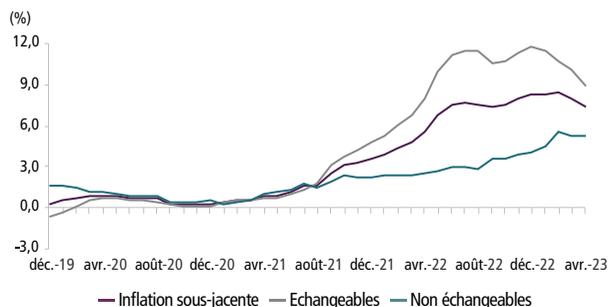
Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

6.1.2. Inflation sous-jacente

Au même titre que l'inflation globale, sa composante sous-jacente a connu un retournement de sa tendance haussière entamée depuis fin 2021. Elle a, en effet, reculé de 8,5% en février à 7,9% en mars ramenant sa moyenne à 8,2% au premier trimestre de 2023. Cette décélération s'est poursuivie en avril durant lequel elle est revenue à 7,3%, tirée principalement par le ralentissement de 15,1% à 12,8% de sa composante alimentaire, avec en particulier la baisse du rythme de progression des prix des « huiles » de 35,4% à 27,8% et des « produits à base de céréales » de 6% à 2,5%.

Hors produits alimentaires, les prix ont augmenté de 3,8% en avril, taux quasi inchangé par rapport au premier trimestre. En particulier, ils ont vu leur rythme ralentir de 4,9% à 4,4% pour les « articles d'habillement et de chaussures » et de 6,1% à 5,6% pour les « meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer ». Le taux d'accroissement s'est en revanche accéléré de 5,7% à 6,7% pour les « restaurants et hôtels ».

Graphique 6.4 : 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 sa décélération a concerné exclusivement la composante échangeable.

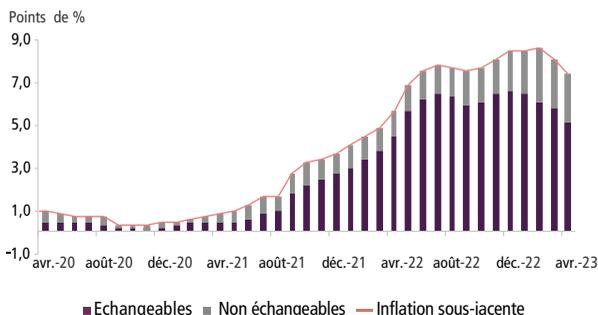
Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables

	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	fév. 23	mars 23	avr. 23	fév. 23	mars 23	avr. 23
Biens échangeables	0,5	0,2	0,2	10,7	10,1	8,9
Biens non échangeables	1,1	-0,1	0,4	5,6	5,2	5,3
Inflation sous-jacente	0,7	0,1	0,3	8,5	7,9	7,3

Sources : Données HCP et calculs BAM.

Cette dernière a, en effet, vu son rythme de progression ralentir de 10,7% au premier trimestre à 8,9% en avril dans un contexte marqué par une relative atténuation des pressions d'origine externe. En effet, les conditions des chaînes d'approvisionnement mondiales¹ se normalisent, l'inflation ralentit à 7% après 8% le trimestre précédent dans la zone euro, principal partenaire commercial du Maroc et les cours internationaux des produits énergétiques et alimentaires se replient, l'indice FAO ayant accusé un recul en glissement annuel de 19,7% en avril après celui de 11,5% un trimestre auparavant.

Graphique 6.5 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente



Sources : HCP et calculs BAM.

En revanche, les prix des biens non échangeables ont augmenté à un taux plus rapide de 5,3% en avril au lieu de 5,1% le trimestre précédent, reflétant essentiellement l'accroissement des prix des « viandes fraîches » de 16,8% après 15,9%.

Graphique 6.6 : Pressions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales : Indice GSCPI^(*)

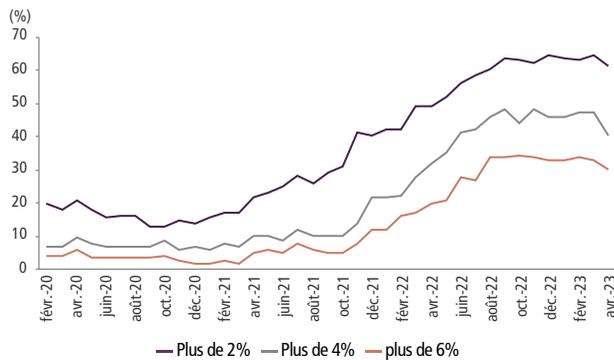


Source: Fed de New York.

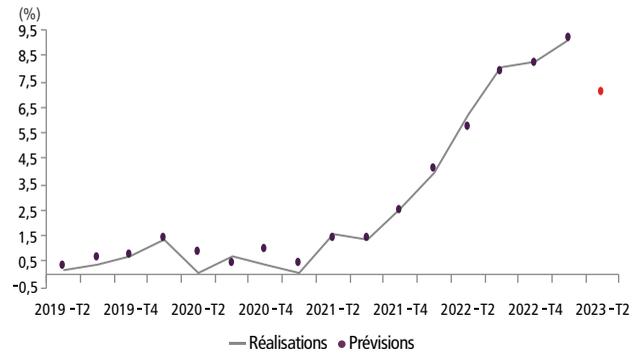
(*) Il s'agit d'un indice qui intègre des données sur les coûts de transport et les délais de livraison pour fournir une évaluation des conditions des chaînes d'approvisionnement mondiales.

S'agissant de la diffusion des pressions inflationnistes, elle s'est légèrement atténuée en avril. La part des produits dont les prix ont progressé de plus de 2% est, en effet, revenue à 61% en avril après 64% en moyenne au premier trimestre. De même, les proportions des produits ayant connu une hausse des prix de plus de 4% et de 6% ont continué leur recul.

¹ L'indice de pression sur les chaînes d'approvisionnement mondiales (indice GSCP) se situe en dessous de sa moyenne historique après avoir enregistré une hausse ces deux dernières années.

Graphique 6.7 : Part des produits dont l'évolution en glissement annuel dépasse 2%, 4% et 6%

Sources : HCP et calcul BAM.

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

Source : Données HCP et prévisions BAM.

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

A court terme, l'inflation devrait refluer à 7% au deuxième trimestre 2023 après 9,1% le trimestre précédent. Ce ralentissement serait lié principalement à celui de sa composante sous-jacente qui devrait revenir à 6,4% au lieu de 8,2%, en raison de l'apaisement des pressions d'origine externe.

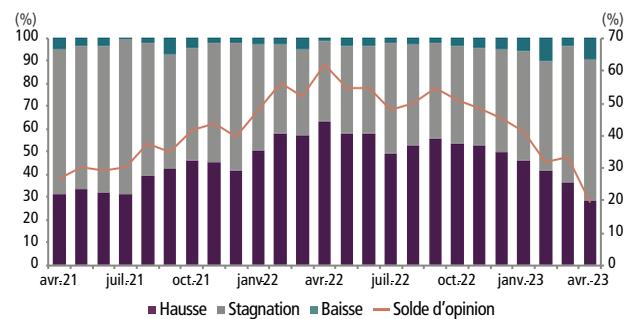
De même, les prix des carburants et lubrifiants devraient enregistrer un recul de 13,6% au deuxième trimestre contre une hausse de 19,2% au trimestre précédent, reflétant l'évolution prévue des cours internationaux des produits pétroliers.

A l'opposé, et tenant compte des données des marchés de gros, les prix des produits alimentaires à prix volatils devraient rester à des niveaux élevés. En comparaison annuelle, ils devraient ressortir en progression de 25,6% au deuxième trimestre.

Pour leur part, les tarifs des produits réglementés augmenteraient, en l'absence de nouvelles décisions gouvernementales y afférentes, de 1% en moyenne entre avril et juin au lieu de 0,6% un trimestre auparavant.

6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie relatifs au mois d'avril 2023 montrent que 62% des industriels interrogés tablent sur une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 28% d'entre eux anticipent une hausse, alors que 9% s'attendent à une baisse. Ainsi, le solde d'opinion ressort à 19%.

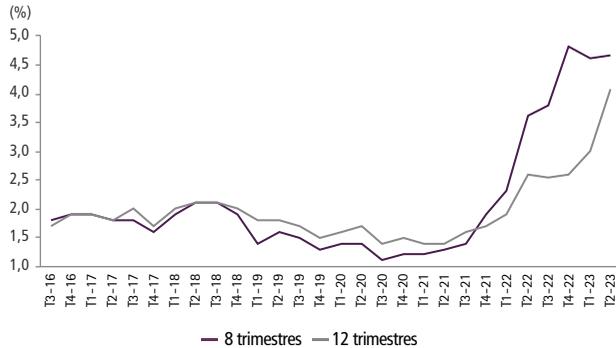
Graphique 6.9 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises

Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

De surcroît, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrib au titre du deuxième trimestre 2023 font ressortir une quasi-stabilité de l'inflation anticipée par les experts du secteur financier, ces derniers tablent sur 4,7% en moyenne au cours des huit prochains trimestres.

A plus long terme, soit à l'horizon des 12 prochains trimestres, leur anticipation s'établit à 4,1% au lieu de 3%.

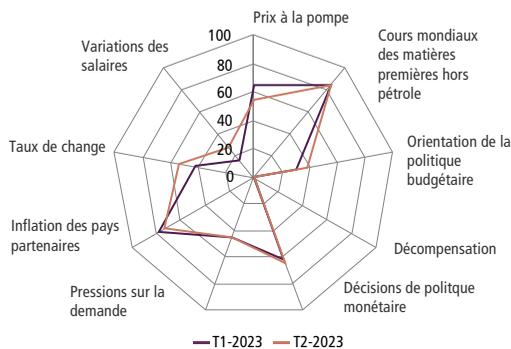
Graphique 6.10 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres



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

Les enquêtés estiment que l'évolution de l'inflation au cours des huit prochains trimestres serait essentiellement déterminée par les cours mondiaux des matières premières hors pétrole, l'inflation des pays partenaires et les décisions de politique monétaire.

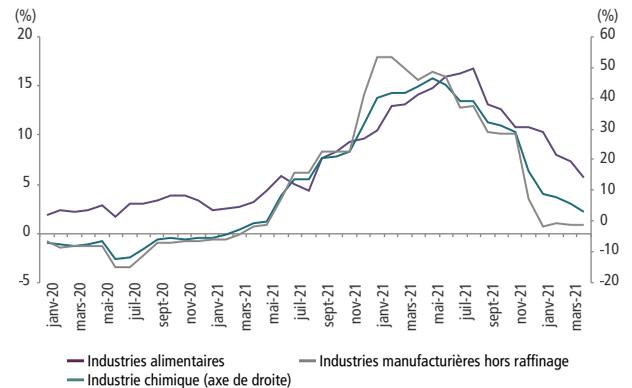
Graphique 6.11 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier



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

Comparativement au même mois de l'année précédente, le rythme d'accroissement des prix à la production hors raffinage continue d'emprunter la trajectoire descendante amorcée depuis le troisième trimestre 2022, revenant à 2,2% en avril après 3,5% en moyenne entre janvier et mars.

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



Source : HCP.

6.4 Prix à la production

S'agissant des prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole, ils ont connu une progression mensuelle de 0,3% en avril, portée principalement par la hausse des prix de 2,3% pour les « fabrication d'autres produits minéraux non métalliques » et de 1,2% pour l'« industrie d'habillement ».

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

En dépit de la persistance de l'inflation à des niveaux élevés et du durcissement des conditions financières, l'économie mondiale montre une relative résilience. Ainsi, sa croissance s'établirait à 2,7% en 2023 et à 2,3% en 2024. Aux Etats-Unis, le PIB augmenterait d'environ 1% en 2023 et en 2024, et dans la zone euro, la croissance devrait se situer à 1,4% cette année et à 0,8% en 2024. Au Royaume-Uni, malgré la crise du pouvoir d'achat et les grèves, la croissance devrait rester positive. Par ailleurs, le PIB de l'économie japonaise devrait s'accroître de 1,1% en 2023, tiré par la levée des restrictions liées à la pandémie en Chine et par le dynamisme du tourisme.

Dans les principaux pays émergents, à la faveur de la levée des restrictions, l'économie chinoise devrait progresser de 6,1% en 2023 avant de décélérer à 4,8% en 2024. Pour sa part, l'économie indienne afficherait une orientation favorable de la croissance, soutenue par l'augmentation des investissements dans les infrastructures. Au Brésil, la croissance ralentirait considérablement à 1,1% cette année et à 0,8% en 2024, pâtissant de la normalisation des prix des matières premières et du resserrement des conditions monétaires. En Russie, malgré la poursuite du conflit en Ukraine, la croissance en 2023 a été révisée à la hausse à 0,1%, soutenue par les mesures budgétaires mises en place, et à 1,1% en 2024, pénalisée par les sanctions et l'enlisement de la guerre.

Sur les marchés des matières premières, le prix du Brent devrait fluctuer autour de 79 dollars le baril en 2023 et en 2024, en raison de perspectives mondiales plus faibles conjuguées à la poursuite de la stratégie de limitation de la production de l'OPEP+. Concernant le prix du charbon, après sa flambée en 2022, il devrait reculer cette année et l'année prochaine avec la baisse de la demande en Europe. Pour ce qui est du prix du gaz naturel sur le marché européen, les projections de la Banque mondiale d'avril 2023 indiquent une baisse à court et moyen termes.

S'agissant du phosphate et dérivés, après les pics en 2022, leurs cours devraient s'inscrire en recul en 2023 et en 2024, à mesure que les ruptures d'approvisionnement s'atténuent et que les prix des intrants diminuent. Pour leur part, les prix des denrées alimentaires ont enregistré une baisse de 2,6% entre avril et mai 2023 et de 21,3% en glissement annuel. Sur l'ensemble de l'année 2023, l'indice FAO devrait reculer de 10,9% en moyenne avant d'augmenter légèrement de 0,5% en 2024.

Dans ces conditions, les pressions inflationnistes s'atténueraient progressivement à moyen terme, mais les niveaux resteraient élevés. Aux Etats-Unis, l'inflation devrait poursuivre sa baisse durant les mois à venir, avec le repli des prix de l'énergie et du logement, diminuant plus rapidement que sa composante sous-jacente. De même, l'inflation de la zone euro devrait décélérer, sous l'effet essentiellement de la baisse des prix du gaz, tandis que sa composante sous-jacente resterait élevée.

Dans ce contexte, la BCE a décidé, à l'issue de sa dernière réunion, de relever son taux directeur de 25 points de base (pb), tandis que la FED a maintenu inchangé la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [5%-5,25%].

Au niveau national, l'année 2023 serait marquée par un recul des échanges extérieurs de biens, avec des baisses de 2,8% des exportations et de 2,2% des importations, et par une poursuite de la dynamique des recettes voyages et des transferts des MRE. Le déficit du compte courant devrait ainsi terminer l'année à 2,4% du PIB, après 3,5% en 2022. Par ailleurs, les recettes d'IDE augmenteraient à l'équivalent de 3,2% du PIB contre 3% en 2022.

En 2024, les exportations devraient s'améliorer de 6% et les importations afficheraient une hausse de 2,9%. Pour leur part, les recettes voyages devraient quasiment se stabiliser et le rythme de progression des transferts des MRE se maintiendrait autour de 3,5%. Le déficit du compte courant devrait ainsi se consolider à 2,5% du PIB. Concernant les recettes d'IDE, elles devraient se situer à l'équivalent de 3,3% du PIB.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 361,2 milliards de dirhams à fin 2023 puis à 357,9 milliards en 2024, soit l'équivalent de près de 5 mois et demi d'importations de biens et services.

Au niveau des finances publiques, le déficit budgétaire devrait s'atténuer de 5,2% du PIB en 2022 à 5% en 2023, en révision à la hausse de 0,3 point de pourcentage par rapport à l'exercice de mars. Ce résultat découle de l'intégration des crédits supplémentaires ouverts au titre du budget général de 10 milliards de dirhams et du relèvement de la prévision des rentrées fiscales, tenant compte des nouvelles projections macroéconomiques de BAM et des réalisations budgétaires à fin avril 2023. En 2024, ce déficit devrait de nouveau s'atténuer à 4,3% du PIB, reflétant notamment un allègement de la charge de compensation à 7,3 milliards au lieu de 21,7 milliards en 2023 et 42,1 milliards en 2022 et une mobilisation de recettes au titre des mécanismes de financement spécifiques de 30 milliards de dirhams, tandis que l'accroissement des rentrées fiscales devraient rester limité.

S'agissant des conditions monétaires, le crédit bancaire au secteur non financier devrait progresser de 3,7% en 2023 et de 4,4% en 2024. Pour sa part, après la forte dépréciation en 2022, le taux de change effectif réel devrait s'ajuster à la hausse à moyen terme.

Pour ce qui est de l'activité économique, après un rebond de 8% en 2021 et un ralentissement à 1,3% en 2022, la croissance de l'économie nationale devrait s'accélérer à 2,4% cette année puis à 3,3% en 2024. Cette évolution recouvre une augmentation de 1,6% de la valeur ajoutée agricole en moyenne en 2023, tenant compte d'une récolte céréalière de 55,1 MQx selon l'estimation du Département de l'Agriculture, puis de 5,5% en 2024, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne de 70 MQx. Pour leur part, les activités non agricoles devraient enregistrer un ralentissement de leur rythme de progression à 2,5% en 2023 suivi d'une accélération à 3,2% en 2024. Du côté de la demande, les exportations nettes continueraient de tirer la croissance en 2023 alors que sa composante intérieure resterait faible. En 2024, la contribution à la croissance des exportations nettes resterait positive, quoiqu'en atténuation, tandis que la demande intérieure se consoliderait.

Dans ces conditions, après une forte accélération à 6,6% en 2022, l'inflation continuerait de décélérer tout en restant à des niveaux élevés. Elle devrait ainsi ressortir à 6,2% en moyenne en 2023, sous l'effet essentiellement du renchérissement des produits alimentaires à prix volatils, puis à 3,8% en 2024 en lien avec la hausse des prix du gaz butane et du sucre induite par la réduction programmée de la charge de compensation. Sa composante sous-jacente ralentirait à 6,1% en moyenne en 2023 puis à 2,9% en 2024.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

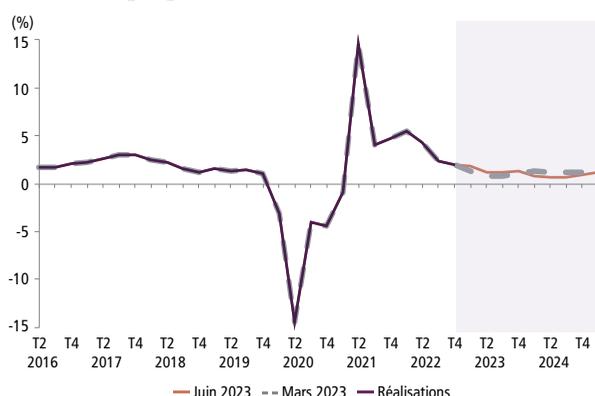
En dépit du resserrement des conditions monétaires, l'économie mondiale affiche une certaine résilience

Malgré la persistance de l'inflation et le durcissement des conditions financières, l'économie mondiale montre une relative résilience. La croissance devrait s'établir à 2,7% en 2023 en révision à la hausse de 0,2 point de pourcentage (pp) par rapport à mars, avant de ralentir à 2,3% en 2024.

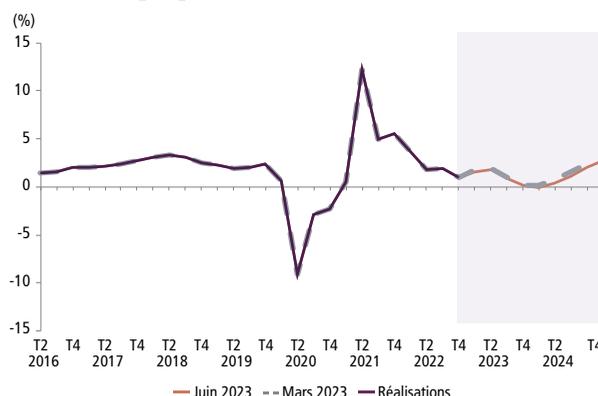
Aux Etats-Unis, en raison du resserrement rapide des conditions monétaires et financières, le PIB augmenterait d'environ 1% en 2023 et en 2024. Dans la zone euro, les perspectives de croissance se sont améliorées, malgré le resserrement des conditions monétaires, l'enlisement du conflit en Ukraine et la baisse du pouvoir d'achat qui pèsent sur la demande intérieure. La croissance devrait ainsi s'établir à 1,4% cette année et à 0,8% en 2024. Au Royaume-Uni, en dépit de la crise du pouvoir d'achat et les grèves, la croissance devrait rester positive et ressortirait à 0,1% en 2023 et à 0,4% en 2024. Pour sa part, l'économie japonaise devrait s'accroître de 1,1% en 2023, tirée notamment par l'amélioration du tourisme, et se situerait à 0,6% en 2024.

Dans les principaux pays émergents, la réouverture de l'économie, la bonne performance au premier trimestre ainsi que l'évolution récente de la production industrielle, des importations, du crédit et des ventes au détail laissent présager une croissance modérée en Chine durant les prochains trimestres. Ainsi, le PIB progresserait de 6,1% en 2023 et de 4,8% en 2024. Pour sa part, l'économie indienne afficherait une croissance de 5,4% en 2023 et de 6,7% en 2024, soutenue par l'augmentation des investissements dans les infrastructures. Au Brésil, la croissance ralentirait considérablement à 1,1% cette année et à 0,8% en 2024, après être ressortie à 3% en 2022. Les aides publiques destinées aux ménages soutiendraient la demande, mais le recul des prix des matières premières et le resserrement des conditions monétaires devraient contribuer à la décélération de l'activité économique en 2024. En Russie, malgré la poursuite du conflit en Ukraine, la croissance en 2023 a été révisée à la hausse à 0,1%, soutenue par les mesures budgétaires mises en place. En 2024, elle se limiterait à 1,1%, pénalisée par les sanctions et l'enlisement de la guerre.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : GPMN, mai 2023.

Recul sensible des prix des produits énergétiques sur l'horizon de prévision et ralentissement graduel de l'inflation à moyen terme

S'agissant des matières premières, le prix du Brent devrait osciller autour de 79 dollars le baril en 2023 et en 2024, en raison de perspectives mondiales plus faibles conjuguées à la poursuite de la stratégie de limitation de la production des pays membres de l'OPEP+. S'agissant du charbon, après la hausse à 288,6 dollars la tonne en moyenne en 2022, le prix devrait reculer à 130,6 dollars en 2023 et à 118,8 dollars en 2024. Pour ce qui est du prix du gaz naturel sur le marché européen, les projections de la Banque mondiale d'avril 2023 indiquent une baisse sensible à 19 USD/mmbtu en 2023 et à 17 USD/mmbtu en 2024, et ce après 40,3 USD/mmbtu.

Concernant le phosphate et dérivés, après avoir atteint des pics en 2022, les dernières projections de la Banque mondiale indiquent que les prix devraient baisser à mesure que les perturbations d'approvisionnement s'atténuent progressivement et que les prix des intrants, surtout énergétiques, baissent. Les cours devraient ainsi régresser de 772 USD/t en 2022 à 580 USD/t en 2023 pour le DAP et de 716 USD/t à 560 USD/t pour le TSP. En 2024, cette tendance baissière se poursuivrait, avec une diminution des prix à 570 USD/t pour le DAP et à 510 USD/t pour le TSP. Quant au phosphate brut, son prix devrait revenir de 266 USD/t en 2022 à 260 USD/t en 2023 et continuer son repli à 240 USD/t en 2024.

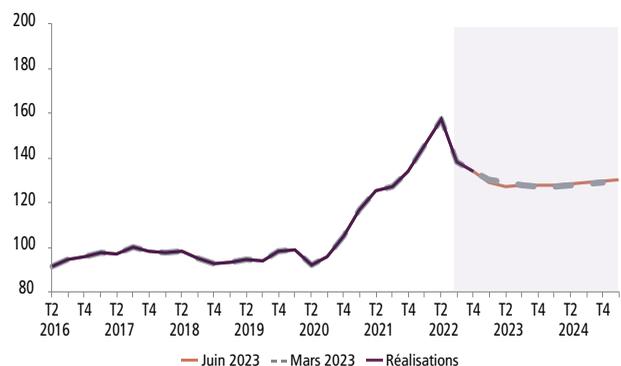
Pour leur part, les prix des denrées alimentaires ont enregistré une baisse de 2,6% entre avril et mai 2023 et de 21,3% en glissement annuel. Sur l'ensemble de l'année 2023, l'indice FAO devrait reculer de 10,9% en moyenne avant d'augmenter légèrement à 0,5% en 2024. Concernant le blé dur américain en particulier, le prix s'est établi à 367,7 dollars la tonne en mai en repli de 29,6% en glissement annuel.

Dans ces conditions, les pressions inflationnistes devraient poursuivre leur atténuation graduelle sur l'horizon de prévision, l'inflation mondiale devant revenir de 7,3% en 2022 à 4,7% en 2023 puis à 3,3% en 2024. Aux Etats-Unis, l'inflation devrait poursuivre sa baisse durant les mois à venir avec le repli des prix de l'énergie et ceux du logement, diminuant plus rapidement que celle sous-jacente. Elle devrait ainsi s'établir à 4,4% en 2023 et ralentirait à 2,7% en 2024, tandis que celle sous-jacente atteindrait 4,8% en 2023 et 2,8% l'année prochaine. De même, l'inflation de la zone euro devrait décélérer à 6,1% en 2023 et à 3,3% en 2024, sous l'effet essentiellement de la baisse des prix du gaz, tandis que sa composante sous-jacente resterait élevée et terminerait cette année à 5,5% en moyenne puis reviendrait à 3,2% en 2024.

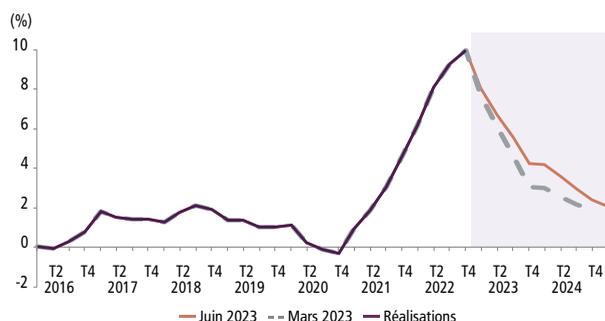
Graphique 7.3 : Prix du Brent



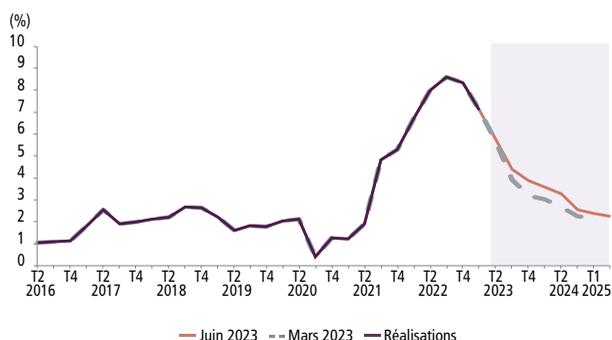
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2014-2016=100) de 2016 à 2024. L'indice a augmenté de 2016 à 2022, atteint un pic d'environ 155, puis a chuté à environ 125 en 2020. Il a ensuite remonté à environ 145 en 2022. Les projections pour 2023 et 2024 indiquent un indice stable autour de 125.



Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis



Source : GPMN, mai 2023.

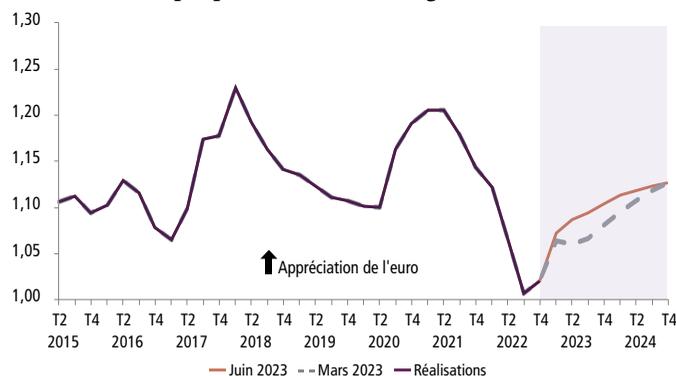
Atténuation des rythmes des resserrements monétaires

Face à la persistance de l'inflation à des niveaux élevés, les principales banques centrales ont exprimé leur engagement ferme de ramener l'inflation à leurs objectifs à moyen terme. S'agissant de la **BCE**, elle a décidé à l'issue de sa réunion du 15 juin de relever de 25 pb ses taux directeurs en indiquant que l'inflation ralentit, mais devrait rester trop forte pendant une trop longue période. Elle précise en parallèle que ses futures décisions feront en sorte que les taux directeurs soient fixés à des niveaux suffisamment restrictifs pour assurer un retour au plus tôt de l'inflation au niveau de l'objectif de 2% à moyen terme. S'agissant du Programme d'achat d'actifs (APP), elle a confirmé qu'elle mettra fin aux réinvestissements à ce titre à compter de juillet 2023.

De son côté, la **FED** a décidé, à l'issue de sa réunion des 13-14 juin, de maintenir la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [5%-5,25%], après dix hausses consécutives, en indiquant qu'elle anticipe que des hausses supplémentaires cette année seraient appropriées. Parallèlement, elle continuera de réduire ses avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires, selon le plan annoncé en mai dernier.

Sur les marchés de change, après sa forte appréciation en 2022, le dollar devrait continuer sa dépréciation face à l'euro en 2023 et en 2024. L'euro devrait ressortir à 1,09 dollar en 2023 et à 1,12 en 2024.

Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, mai 2023.

Une production céréalière de 55,1 MQx pour la campagne agricole 2022/2023 et récolte moyenne pour 2023/2024

Pour la campagne 2022/2023, la récolte céréalière est estimée par le Département de l'Agriculture à 55,1 millions de quintaux (MQx), en hausse de 62% par rapport à la campagne précédente et en baisse de 15% comparativement à la moyenne des cinq dernières années. Dans ces conditions, la prévision de la croissance agricole pour 2023 est maintenue inchangée par rapport à celle retenue dans l'exercice de mars, soit +1,6%.

Pour la campagne 2023/2024, sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 70 MQx¹, au lieu de 75 MQx considérée dans l'exercice de mars, et d'une évolution tendancielle des autres cultures, la valeur ajoutée agricole devrait progresser de 5,5% en 2024 au lieu de 6,9% considéré dans l'exercice précédent.

7.2 Projections macroéconomiques

Baisse des échanges extérieurs de biens en 2023 et allègement du déficit courant sur l'horizon de prévision

Tenant compte des nouvelles hypothèses relatives à l'environnement international ainsi que des réalisations à fin avril 2023, le déficit du compte courant devrait s'alléger de 3,5% du PIB en 2022 à 2,4% en 2023 et à 2,5% en 2024.

En 2023, les exportations devraient accuser une baisse de 2,8%, tirée essentiellement par un repli des ventes de phosphate et dérivés, en lien avec le recul prévu des cours des fertilisants. A l'inverse, les expéditions du secteur automobile devraient, sous l'hypothèse notamment de l'augmentation annoncée des capacités de production du constructeur Stellantis, poursuivre leur dynamique quoiqu'à un rythme moins important. En parallèle, les importations devraient diminuer de 2,2%, sous l'effet essentiellement d'un allègement de la facture énergétique et d'un recul des achats de demi produits, en liaison notamment avec le repli prévu des approvisionnements en ammoniac. Pour sa part, les recettes voyages devraient afficher une hausse de 14,9% à 107,6 milliards, et les transferts des MRE devraient atteindre 114,7 milliards contre 110,7 milliards en 2022. Concernant les recettes d'IDE, elles devraient s'élever à 45,8 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 3,2% du PIB en 2023.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve devraient se renforcer à 361,2 milliards de dirhams à fin 2023, soit l'équivalent de 5 mois et 17 jours d'importations de biens et services.

En 2024, les exportations devraient progresser de 6%, reflétant essentiellement une hausse des expéditions du secteur automobile et dans une moindre mesure une amélioration des ventes de phosphates et dérivés. S'agissant des importations, elles devraient afficher une augmentation de 2,9%, tirée principalement par un accroissement des importations de produits finis de consommation et de biens d'équipement. La facture énergétique et les approvisionnements en blé devraient, en revanche, baisser d'une année à l'autre. En parallèle, les recettes voyages connaîtraient une quasi-stabilité, alors que les transferts des MRE, dont l'évolution reste entourée de fortes incertitudes, devraient poursuivre leur dynamique avec une amélioration de 3,5% à 118,7 milliards. Les recettes d'IDE, devraient s'accroître, pour leur part, pour atteindre l'équivalent de 3,3% du PIB en 2024.

Tenant compte des hypothèses de tirages extérieurs prévus du Trésor ainsi que des remboursements prévus, dont 13 milliards de dirhams au titre de la LPL, les AOR devraient revenir à 357,9 milliards à fin 2024, représentant une couverture de 5 mois et 16 jours d'importations de biens et services.

¹ Tenant compte de la récolte céréalière prévisionnelle au titre de la campagne 2022/2023, la moyenne des productions céréalières des dix dernières campagnes agricoles ressort à 70 MQx.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

Variation (en %), sauf indication contraire	Réalizations								Prévisions		Ecart (juin/mars)	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2023	2024
Exportations de biens (FAB)	8,6	3,5	10,3	10,7	3,3	-7,5	25,2	30,1	-2,8	6,0	-5,9	5,4
Importations de biens (CAF)	-4,9	10,3	6,7	9,9	2,0	-13,9	25,0	39,5	-2,2	2,9	0,1	2,1
Recettes voyages	-1,4	5,0	12,3	1,2	7,8	-53,7	-5,1	170,8	14,9	-0,9	17,9	-8,3
Transferts des MRE	4,8	4,0	5,3	-1,5	0,1	4,8	40,1	16,0	3,6	3,5	3,9	8,9
Solde du compte courant (en % PIB)	-2,0	-3,8	-3,2	-4,9	-3,4	-1,2	-2,3	-3,5	-2,4	-2,5	0,4	0,0
Avoirs officiels de réserve en mois d'importations de biens et services	6,1	6,4	5,6	5,4	6,9	7,1	5,3	5,4	5,6	5,5	-0,1	-0,3

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

La croissance du crédit au secteur non financier reviendrait à un rythme modéré

Le déficit de liquidité bancaire devrait continuer de se creuser pour se situer à 107,1 milliards de dirhams à fin 2023 et 118,3 milliards à fin 2024, tiré par la forte progression de la monnaie fiduciaire. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, et tenant compte de l'évolution prévue de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, il devrait progresser de 3,7% en 2023 et de 4,4% en 2024. Dans ces conditions, et en ligne avec l'évolution prévue des autres contreparties de la masse monétaire, l'agrégat M3 devrait croître de 5,9% en 2023 et de 5,1% en 2024.

Pour sa part, et après une dépréciation de 3,9% en 2022, le taux de change effectif réel (TCER) devrait enregistrer une appréciation de 0,8% en 2023 et de 1,2% en 2024, résultat à la fois de l'appréciation de sa valeur en termes nominaux et d'un niveau d'inflation domestique supérieur en moyenne à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations					Prévisions		Ecart (juin/mars)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2023	2024
Crédit bancaire au secteur non financier	3,1	5,5	4,2	2,9	7,9	3,7	4,4	-0,3	-0,2
M3	4,1	3,8	8,4	5,1	8,0	5,9	5,1	-0,2	-0,3
Besoin de liquidité, en MMDH	-62,4	-76,6	-90,2	-70,8	-80,9	-107,1	-118,3	-20,4	-19,2

Redressement budgétaire progressif prévu sur l'horizon de prévision

Comparativement à l'exercice de mars, le déficit budgétaire a été révisé à la hausse de 0,3 point de pourcentage à 5% du PIB en 2023, résultat principalement du relèvement des dépenses au titre des autres biens et services et de celles d'investissement, traduisant l'intégration des crédits supplémentaires ouverts au titre du budget général à hauteur de 10 milliards de dirhams. En revanche, les charges de compensation ont été revues à la baisse tenant compte des nouvelles hypothèses du cours du gaz butane et de change. Ce résultat incorpore également un ajustement à la hausse des rentrées fiscales reflétant principalement le rythme d'exécution à fin avril 2023 et les nouvelles projections macroéconomiques.

En 2024, le déficit budgétaire devrait s'atténuer d'une année à l'autre à 4,3% du PIB, soit le même ratio prévu en mars. Cette prévision incorpore notamment un allègement de la charge de compensation à 7,3 milliards de dirhams, après 21,7 milliards une année auparavant, et une baisse des dépenses d'investissement par rapport à 2023. Du côté des recettes, celles non fiscales devraient s'améliorer de 16,3%, avec des rentrées des mécanismes de financements spécifiques de 30 milliards, et les recettes fiscales progresseraient légèrement de 0,9%.

Décélération du rythme de progression des activités non agricoles en 2023

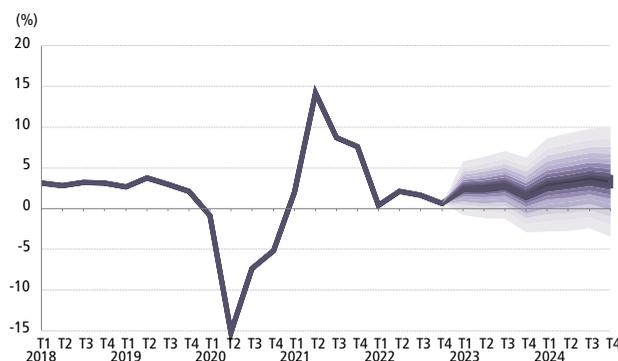
Après le rebond de 8% en 2021 et un ralentissement à 1,3% en 2022, la croissance de l'économie nationale devrait s'accélérer à 2,4% cette année, en révision à la baisse de 0,2 point de pourcentage comparativement à l'exercice de mars, puis à 3,3% en 2024. Cette évolution recouvre une hausse de 1,6% de la valeur ajoutée agricole en moyenne en 2023, tenant compte d'une récolte céréalière de 55,1 MQx selon l'estimation du Département de l'Agriculture, puis de 5,5% en 2024, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne de 70 MQx. Pour leur part, les activités non agricoles devraient enregistrer un ralentissement de leur rythme de progression à 2,5% en 2023, au lieu de 2,7% attendu en mars, suivi d'une accélération à 3,2% en 2024. Du côté de la demande, la croissance serait portée en 2023 par les exportations nettes alors que sa composante intérieure resterait faible, suite essentiellement à une baisse de la consommation finale des ménages dans un contexte de persistance des niveaux élevés des prix. En 2024, la contribution à la croissance des exportations nettes resterait positive, quoiqu'en atténuation, reflétant une augmentation des importations, en volume, de biens et services et une poursuite de la dynamique des exportations. De son côté, la demande intérieure se consoliderait, recouvrant notamment une amélioration de la consommation des ménages et une accélération du rythme de l'investissement.

Tableau 7.3 : Croissance économique

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

Sources : Données du HCP et prévisions BAM.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance, en glissement annuel *



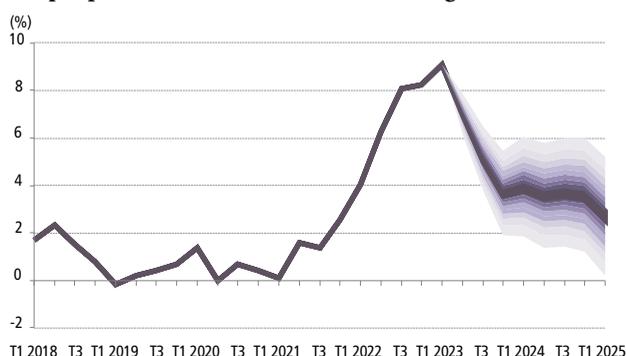
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

L'inflation continuerait de décélérer tout en restant à des niveaux élevés

L'internalisation des pressions inflationnistes, l'atténuation graduelle de celles d'origine externe, les effets de la sécheresse et du stress hydrique et la décompensation programmée à partir de 2024 continueraient d'orienter sur l'évolution des prix à la consommation et maintiendraient l'inflation à un niveau élevé à moyen terme, en dépit d'une certaine décélération.

Ainsi, après une forte accélération à 6,6% en 2022, **l'inflation** se situerait à 6,2% en moyenne en 2023, sous l'effet notamment du renchérissement des produits alimentaires à prix volatils qui culmineraient à 18,8%. En 2024, elle se situerait à 3,8%, en lien avec l'augmentation qui serait induite par la hausse des prix du gaz butane et du sucre suite à la réduction programmée de la charge de compensation et une baisse attendue des prix des produits alimentaires à prix volatils grâce en particulier aux mesures de soutien mises en place par le Gouvernement. **Sa composante sous-jacente** ralentirait à 6,1% en moyenne en 2023 puis à 2,9% en 2024. Pour les autres composantes, les prix des carburants et lubrifiants connaîtraient des diminutions de 5,9% en 2023 puis de 0,2% en 2024, tenant compte de la baisse prévue des prix du pétrole à l'international et de l'appréciation attendue du dirham face au dollar. **Quant aux tarifs réglementés**, ils afficheraient un accroissement de 1% en 2023, compte tenu notamment de l'effet du relèvement, en janvier 2023, de la TIC appliquée aux tarifs des tabacs. Toutefois, ils rebondiraient de 11,9% en 2024 tenant compte du démarrage prévu de la décompensation des prix du gaz butane et du sucre.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation, en glissement annuel*



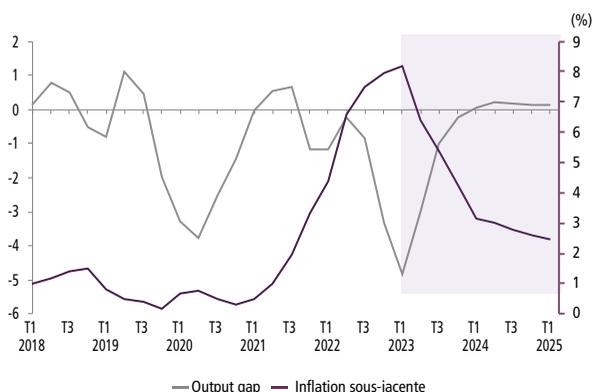
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente

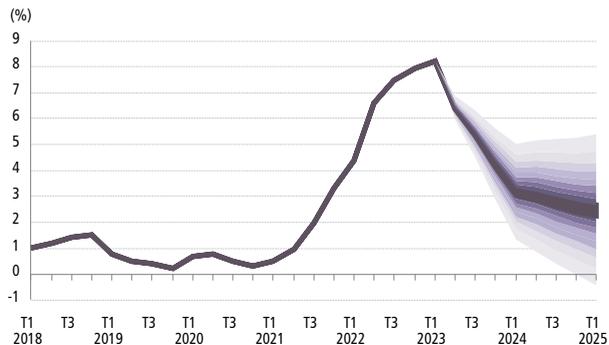
Variation en %	Réalizations					Prévisions			Ecart (juin/mars)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Horizon de 8 trimestres (T2 2023-T1 2025)	2023	2024
Inflation	1,6	0,2	0,7	1,4	6,6	6,2	3,8	4,2	0,7	-0,1
Inflation sous-jacente	1,3	0,5	0,5	1,7	6,6	6,1	2,9	3,8	-0,1	0,6

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, en glissement annuel *



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

7.3 Balance des risques

Les risques pesant sur les perspectives demeurent élevés, et peuvent, en cas de leur matérialisation, affecter la projection centrale, avec une balance orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation. En effet, l'intensification de la guerre en Ukraine et les tensions géopolitiques pourraient déclencher une nouvelle crise énergétique en Europe et maintenir le coût des matières premières à des niveaux élevés. Des resserrements plus sévères des politiques monétaires dans les pays avancés et un durcissement des conditions financières constitueraient également des risques supplémentaires sur l'économie mondiale.

Au plan national, les risques sont liés principalement aux perturbations d'ordre climatique et à l'aggravation du stress hydrique qui menacent les perspectives de la production agricole aussi bien céréalière et que celle hors céréalière. A moyen terme, les retombées positives des efforts pour dynamiser l'investissement devraient contribuer à l'accélération de la croissance.

Quant à l'inflation, les risques entourant ses perspectives sont maintenus à la hausse. En effet, la persistance des pressions inflationnistes liées aux facteurs domestiques, qui se traduit notamment par le renchérissement des produits alimentaires à prix volatils, pourrait entraîner une hausse plus forte que prévu des prix à la consommation. Toutefois, un apaisement plus rapide des pressions inflationnistes d'origine externe pourrait induire à une décélération plus rapide de l'inflation.

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

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

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1 : Evolution de quelques indicateurs avancés de l'activité aux Etats-Unis et dans la zone euro.....	17
Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	18
Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX.....	18
Graphique 1.4 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans.....	18
Graphique 1.5 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro.....	18
Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar.....	19
Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent et du Gaz naturel-Europe.....	20
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie.....	20
Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés.....	20
Graphique 1.10 : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro.....	21
Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile à fin avril.....	22
Graphique 2.2 : Evolution des recettes voyages.....	24
Graphique 2.3 : Evolution des transferts des MRE.....	24
Graphique 3.1 : Taux interbancaire.....	27
Graphique 3.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire.....	27
Graphique 3.3 : Coût de financement des banques.....	27
Graphique 3.4 : Taux de change du dirham.....	28
Graphique 3.5 : Taux de change effectifs nominal et réel.....	28
Graphique 3.6 : Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire en glissement annuel.....	29
Graphique 3.7 : Crédit bancaire.....	29
Graphique 3.8 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	29
Graphique 3.9 : Offre et demande de crédit.....	30
Graphique 3.10 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	30
Graphique 3.11 : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières.....	31
Graphique 3.12 : Evolution de l'indice MASI.....	31
Graphique 3.13 : Evolution des indices sectoriels au quatrième trimestre 2022.....	31
Graphique 3.14 : Evolution des levées des bons du Trésor.....	32
Graphique 3.15 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur.....	32
Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances.....	34
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances.....	35
Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires.....	35
Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin mai.....	35
Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin mai.....	35
Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin mai.....	36
Graphique 4.7 : Endettement du Trésor.....	37
Graphique 5.1 : Dépenses de consommation.....	38
Graphique 5.2 : PIB par composante.....	39
Graphique 5.3 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé.....	40
Graphique 5.4 : SMIG horaire en termes nominaux et réels.....	41
Graphique 5.5 : Output-gap global.....	41

Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente	43
Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	43
Graphique 6.3 : Cours du Brent et indice des prix des carburants et lubrifiants	43
Graphique 6.4 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables en glissement annuel.....	44
Graphique 6.5 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	44
Graphique 6.6 : Pressions sur les chaînes d'approvisionnement mondiales : Indice GSCPI	44
Graphique 6.7 : Part des produits dont l'évolution en glissement annuel dépasse 2%, 4% et 6%	45
Graphique 6.8 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation.....	45
Graphique 6.9 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises	45
Graphique 6.10 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres	46
Graphique 6.11 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier	46
Graphique 6.12 : Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle, en glissement annuel.....	46
Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro.....	49
Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis	49
Graphique 7.3 : Prix du Brent	50
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires	50
Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro	51
Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis.....	51
Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR.....	51
Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance, en glissement annuel	54
Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation, en glissement annuel	55
Graphique 7.10 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap.....	56
Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente, en glissement annuel	56

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel	16
Tableau 1.2 : Evolution du taux de chômage	17
Tableau 1.3 : Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés, en glissement annuel.....	21
Tableau 2.1 : Evolution des exportations par secteur.....	23
Tableau 2.2 : Evolution des importations par groupement d'utilisation de produits.....	24
Tableau 2.3 : Evolution de la balance des services	24
Tableau 2.4 : Evolution des investissements directs	25
Tableau 3.1 : Taux des bons du Trésor sur le marché primaire	27
Tableau 3.2 : Taux créditeurs.....	27
Tableau 3.3 : Taux débiteurs	28
Tableau 4.1 : Recettes ordinaires.....	34
Tableau 4.2 : Exécution des dépenses publiques	34
Tableau 4.3 : Financement du déficit	36
Tableau 4.4 : Endettement du Trésor	36



Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail	41
Tableau 6.1 : Evolution de l'inflation et de ses composantes	42
Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	44
Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements	53
Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire	53
Tableau 7.3 : Croissance économique	54
Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente.....	55