



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 68 / 2023

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGRIB
DU 26 SEPTEMBRE 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	15
1.1 Activité économique et emploi	15
1.2 Conditions monétaires et financières	16
1.3 Prix des matières premières et inflation	18
2. COMPTES EXTÉRIEURS	21
2.1 Balance commerciale	21
2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes	23
2.3 Compte financier	24
3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS	25
3.1 Conditions monétaires	25
3.2 Prix des actifs	29
4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE	32
4.1 Recettes ordinaires	32
4.2 Dépenses	33
4.3 Déficit et financement du Trésor	34
5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL	37
5.1 Demande intérieure	37
5.2 Demande extérieure	38
5.3 Offre globale	38
5.4 Marché du travail et capacités de production	39
6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION	41
6.1 Evolution de l'inflation	41
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation	44
6.3 Anticipations de l'inflation	44
6.4 Prix à la production	45
7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME	46
Synthèse	46
7.1 Hypothèses sous-jacentes	48
7.2 Projections macroéconomiques	51
7.3 Balance des risques	55
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	56
LISTE DES GRAPHIQUES	58
LISTE DES TABLEAUX	59

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 26 septembre 2023

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu le mardi 26 septembre sa troisième session de l'année 2023.
2. Au début de la réunion, les membres du Conseil se sont inclinés à la mémoire des victimes du séisme d'Al Haouz, implorant Dieu le Tout-Puissant de les entourer de Sa Sainte Miséricorde. Le Conseil a exprimé son appui à toutes mesures que la Banque pourrait prendre pour contribuer aux côtés du Gouvernement à la mise en œuvre des hautes instructions de Sa Majesté le Roi. Il a également salué l'élan de solidarité nationale et internationale qui s'est enclenché à la suite de cette catastrophe.
3. Le Conseil s'est félicité par ailleurs du maintien de l'organisation des Assemblées Annuelles de la Banque mondiale et du FMI du 9 au 15 octobre 2023 à Marrakech, une décision qui témoigne de la confiance des institutions internationales dans la résilience de notre pays et dans sa capacité à faire face et à gérer des chocs de grande envergure. Il a salué également l'accord conclu tout récemment avec le FMI au niveau des services pour fournir un financement à long terme d'un milliard de DTS (soit l'équivalent de 1,3 milliard de dollars américains) destiné à appuyer l'action du Royaume face au changement climatique.
4. Le Conseil a abordé par la suite l'évolution de la conjoncture économique depuis sa réunion de juin dernier. Il a noté à cet égard la nette décélération de l'inflation qui est revenue d'un pic de 10,1% en glissement annuel en février à 5% en août, favorisée par les mesures mises en place par le Gouvernement, l'atténuation des pressions d'origine externe et le resserrement de la politique monétaire. Selon les projections de Bank Al-Maghrif, ce ralentissement se poursuivrait, l'inflation devant reculer de 6,6% en 2022 à 6,0% en moyenne au cours de cette année puis à 2,6% en 2024. Sa composante sous-jacente connaîtrait une trajectoire similaire, passant de 6,6% à 5,6% puis à 2,3% respectivement.
5. Le Conseil a relevé également que les anticipations d'inflation aussi bien à moyen qu'à long termes ont connu une baisse sensible au troisième trimestre de 2023 et a pris note des évaluations préliminaires qui montrent que la transmission de ses trois dernières décisions de relèvement du taux directeur aux conditions monétaires et à l'économie réelle reste partielle.
6. Au regard de l'ensemble de ces données et du niveau élevé d'incertitude liée à l'évolution de la conjoncture internationale et au contexte national au lendemain du tremblement de terre, le Conseil a décidé de maintenir le taux directeur inchangé à 3%. Lors de ses prochaines réunions, ses décisions tiendront compte notamment des données dont la Banque disposera concernant l'impact du séisme sur les plans économique et social, et sur les actions mises en place à cet effet par toutes les parties prenantes.

7. Au niveau international, les cours des produits énergétiques se sont inscrits de nouveau en hausse, en lien principalement avec des perspectives moins défavorables de l'économie mondiale et la réduction de l'offre par certains pays de l'OPEP+. Le prix du Brent en particulier devrait ressortir à 82,3 dollars le baril en moyenne en 2023, en diminution annuelle de 16,8%, puis rester autour de ce niveau en 2024. Hors énergie, les prix demeurent orientés à la baisse, tirés par les replis de ceux des produits agricoles et des métaux et minerais. Pour le phosphate et ses dérivés, le cours du brut se maintient à des niveaux relativement élevés et devrait se situer, selon les projections de la Banque mondiale d'avril dernier, à 260 dollars la tonne en 2023 et à 240 dollars en 2024 et ce, après 266 dollars en 2022. Ceux de ses dérivés baisseraient de 772 dollars la tonne en 2022 à 580 dollars en moyenne en 2023 puis à 570 dollars en 2024 pour le DAP, et de 716 dollars à 560 dollars puis à 510 dollars respectivement pour le TSP.
8. Dans ce contexte, l'atténuation de l'inflation devrait se poursuivre, avec des niveaux qui resteraient toutefois bien au-dessus des objectifs des banques centrales notamment des économies avancées. Aux Etats-Unis, tirée notamment par un repli substantiel des prix des loyers, l'inflation ralentirait de 8% en 2022 à 4,1% en 2023 puis à 2,6% en 2024, et dans la zone euro, elle devrait décélérer de 8,4% à 5,6% puis à 3,1% respectivement.
9. S'agissant des décisions des banques centrales des principales économies avancées, la FED a maintenu lors de sa réunion des 19 et 20 septembre la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [5,25%-5,50%]. Elle a précisé qu'elle continuera de surveiller les implications de ses dernières décisions sur les perspectives économiques, et qu'elle serait disposée à ajuster l'orientation de sa politique monétaire si des risques surgissent et entravent la réalisation de ses objectifs. De son côté, invoquant une inflation trop forte pour une trop longue période, la BCE a augmenté le 14 septembre, pour la dixième fois consécutive, ses trois taux directeurs de 25 points de base et a indiqué qu'elle les maintiendrait à des niveaux suffisamment restrictifs aussi longtemps que nécessaire.
10. Malgré le durcissement des conditions monétaires et la persistance de l'inflation à des niveaux élevés, les perspectives de l'économie mondiale s'avèrent globalement moins défavorables que celles prévues en juin. Aux Etats-Unis, la croissance atteindrait 1,9% en 2023, prévision largement revue à la hausse, avant de ralentir à 0,9% en 2024, et dans la zone euro, elle se situerait à 1,2% cette année et à 0,9% en 2024. Dans les principaux pays émergents, la croissance de l'économie chinoise se limiterait à 5,5% en 2023 et à 5% en 2024, en lien avec la persistance de la crise du marché immobilier et l'affaiblissement de la demande intérieure, alors que l'économie indienne devrait croître de 6,1% en 2023 puis de 6,4% en 2024.
11. Au niveau national, après la décélération à 1,3% en 2022, la croissance connaîtrait, compte non tenu des conséquences du séisme d'Al Haouz et des retombées des mesures de reconstruction et de relance annoncées, une amélioration graduelle passant à 2,9% en 2023 puis à 3,2% en 2024. Cette évolution serait le résultat d'un accroissement de 5% de la valeur ajoutée agricole en 2023 et de 5,9% en 2024 sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 70 millions de quintaux. Pour les activités non agricoles, leur rythme de progression devrait enregistrer un ralentissement à 2,6% en 2023, suivi d'une accélération à 3% en 2024.

12. Sur le plan des comptes extérieurs, après la forte dynamique des deux dernières années, les échanges de biens marqueraient une quasi-stagnation en 2023 avant une relative reprise en 2024. Les exportations connaîtraient une quasi-stabilité cette année, avec notamment un repli sensible des ventes de phosphate et dérivés et une progression soutenue de celles du secteur automobile. Elles se raffermiraient ensuite de 5,8% en 2024, reflétant essentiellement la reprise prévue des exportations de phosphate et dérivés qui atteindraient 84,6 milliards de dirhams et la poursuite de la bonne performance du secteur automobile dont les ventes s'élèveraient à 155 milliards. En parallèle, les importations resteraient en 2023 au même niveau de 2022, avec des allègements de la facture énergétique à 149,1 milliards de dirhams et des acquisitions de demi-produits, ainsi qu'une augmentation des achats de biens de consommation et d'équipement. Elles enregistreraient un accroissement de 2,2% en 2024, tiré par des hausses des importations de demi-produits et des biens de consommation. Par ailleurs, tenant compte des importantes réalisations durant la période estivale et de l'effet attendu des manifestations internationales d'envergure que devrait accueillir notre pays durant les prochains mois, les recettes voyages s'accroîtraient de 23,4% à 115,5 milliards de dirhams en 2023, avant d'afficher une baisse de 4,9% à 109,9 milliards en 2024. Les transferts des MRE devraient, pour leur part, progresser de 2,5% en 2023 et de 3,6% en 2024 pour atteindre 117,5 milliards de dirhams. Dans ces conditions, le déficit du compte courant se situerait autour de 2% du PIB en 2023 et en 2024 après 3,5% en 2022. Concernant les IDE, les recettes se maintiendraient à l'équivalent de 3% du PIB en 2023 et en 2024. Au total, et tenant compte notamment des financements extérieurs réalisés et prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve s'établiraient à 361,8 milliards de dirhams à fin 2023 puis à 363,8 milliards à fin 2024, soit une couverture autour de 5 mois et demi d'importations de biens et services.
13. Pour ce qui est des conditions monétaires, les taux débiteurs ont connu une hausse trimestrielle de 23 points de base à 5,26% au deuxième trimestre 2023, cumulant ainsi une augmentation de 102 points depuis le début du cycle de resserrement de la politique monétaire. Pour sa part, le besoin de liquidité des banques devrait se creuser davantage sous l'effet de la progression de la circulation fiduciaire pour s'établir à 97,2 milliards de dirhams à fin 2023 et à 113 milliards à fin 2024. Tenant compte de ces évolutions et des perspectives de l'activité économique, le crédit bancaire au secteur non financier verrait son rythme s'atténuer de 7,9% en 2022 à 3,1% en 2023 puis s'améliorer à 4,6% en 2024. S'agissant du taux de change effectif réel, il s'apprécierait de 1,1% en 2023, 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, et de 1,0% en 2024 en lien avec son accroissement en termes nominaux.
14. Sur le volet des finances publiques, l'exécution budgétaire au titre des huit premiers mois de 2023 fait ressortir une amélioration de 4,9% des recettes ordinaires, portée en particulier par l'augmentation des rentrées fiscales. En parallèle, les dépenses globales se sont alourdies de 5,9%, reflétant la hausse de celles d'investissement, des dépenses de biens et services et de la charge en intérêts de la dette. Tenant compte notamment de ces réalisations et de l'évolution prévue de l'activité économique, le déficit budgétaire devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, s'atténuer légèrement passant de 5,2% du PIB en 2022 à 5,1% en 2023 et à 4,9% en 2024.

APERÇU GÉNÉRAL

L'économie mondiale continue d'afficher des signes d'une relative résilience dans un contexte international marqué par un reflux de l'inflation, tout en restant à des niveaux élevés, et la poursuite du durcissement des conditions financières, traduisant essentiellement les implications de la guerre en Ukraine. Les dernières données font ressortir une accélération de la **croissance économique** aux Etats-Unis de 1,8% en glissement annuel au premier trimestre 2023 à 2,5% au deuxième trimestre, portée notamment par la consolidation de la consommation des ménages. En revanche, dans la zone euro, elle continue de décélérer revenant de 1,1% à 0,6%, avec des évolutions disparates d'un pays à l'autre. Ainsi, des ralentissements ont été enregistrés en Espagne de 4,2% à 1,8% et en Italie de 2% à 0,4% alors qu'en Allemagne, le recul du PIB s'est atténué de 0,3% à 0,1%, et en France, la croissance a enregistré une nouvelle accélération de 0,8% à 1%. Au Royaume-Uni, le rythme de l'activité est resté faible mais en légère amélioration, passant de 0,2% à 0,4%.

Dans les principaux pays émergents, la croissance a marqué un net rebond en Chine à 6,3% au deuxième trimestre contre 4,5% un trimestre auparavant sous l'effet notamment de la levée des restrictions sanitaires. En Russie, les données restent celles du premier trimestre de 2023 et indiquent que l'économie continue de pâtir des effets de la guerre et des sanctions, accusant une contraction de 1,8%, après celle de 2,7%.

Sur **les marchés du travail**, la situation reste favorable dans les pays avancés. Le taux de chômage est ressorti en légère hausse aux Etats-Unis à 3,8% en août contre 3,5% en juillet, avec un accroissement des créations d'emplois à 187 mille postes au lieu de 157 mille. Dans la zone euro, les données de juillet indiquent une stabilisation de ce taux à 6,4%, avec toutefois des niveaux contrastés d'un pays à l'autre.

Au niveau **des marchés financiers**, et à l'exception du Dow Jones Industrials qui a marqué une augmentation de 0,6% au cours du mois d'août par rapport au mois précédent, les indices boursiers des principales économies avancées se sont globalement inscrits en baisse, avec des replis de 1,6% pour l'Eurostoxx 50, de 0,9% pour le FTSE 100 et de 1,5% pour le Nikkei 225. Ces évolutions se sont accompagnées d'un accroissement de l'aversion au risque aussi bien sur les marchés américains qu'européens, le VIX étant passé de 13,9 en juillet à 15,9 en août et le VSTOXX de 15,7 à 18,6 sur la même période. Au niveau des pays émergents, le MSCI EM a reculé de 2,3% entre juillet et août, traduisant principalement des régressions de 1,6% pour le Brésil, de 1,1% pour la Chine et de 0,9% pour l'Inde.

Pour ce qui est des **rendements souverains**, ils se sont globalement orientés à la hausse en août aussi bien pour les économies avancées que pour les pays émergents à l'exception de la Chine. En effet, les taux à 10 ans ont progressé, d'un mois à l'autre, de 27 points de base (pb) à 4,2% pour les Etats-Unis, de 7 pb à 2,5% pour l'Allemagne, de 7 pb à 3,1% pour la France, de 9 pb à 3,6% pour l'Espagne et de 7 pb à 4,1% pour l'Italie. S'agissant des économies émergentes, ils ont enregistré des augmentations de 28 pb à 11,1% pour le Brésil, de 8 pb à 7,2% pour l'Inde et de 107 pb à 18,2% pour la Turquie, tandis qu'il a baissé de 7 pb à 2,6% pour la Chine.

Sur **les marchés de change**, à fin août, l'euro a affiché des évolutions contrastées depuis le début de l'année. En effet, il s'est renforcé de 10,6% face au yen japonais et de 3% face au dollar, tandis qu'il s'est déprécié de 1,3% face à la livre sterling. Concernant les monnaies des principales économies émergentes, elles se sont globalement inscrites en recul face au dollar, avec notamment des dépréciations de 4% pour le renminbi chinois, de 0,8% pour la roupie indienne et de 44,1% pour la lire turque. En revanche, le real brésilien s'est apprécié de 6,5% face à la monnaie américaine.

Sur **les marchés des matières premières**, le prix du Brent a enregistré en août une nouvelle hausse mensuelle de 7,6% à 86,2 dollars le baril, ressortant ainsi en repli de 12,6% en glissement annuel. Cette évolution serait attribuable principalement à l'atténuation des inquiétudes liées au risque d'une récession économique mondiale et au resserrement de l'offre suite à l'annonce par l'Arabie saoudite et la Russie qu'elles continueraient à baisser leurs exportations en septembre. Hors énergie, les prix ont marqué un repli de 7,3% en glissement annuel, reflétant notamment une diminution de 4% des cours des métaux et minerais et de 6,2% pour les produits agricoles. Pour

ce qui est des phosphates et dérivés, leurs cours ressortent en contraction de 29,4% en août à 528,8 dollars/t pour le DAP, de 36% à 450,6 dollars/t pour le TSP et de 8,2% à 346,3 dollars/t pour le phosphate brut.

Dans ces conditions, et après une atténuation graduelle, les **tensions inflationnistes** ont affiché une certaine reprise aussi bien dans les économies avancées qu'émergentes. L'inflation aux Etats-Unis s'est accélérée une nouvelle fois en août à 3,7% après 3,2% un mois auparavant, reflétant en particulier l'augmentation des prix de pétrole. De même, elle s'est maintenue entre juillet et août à 5,3% dans la zone euro, recouvrant notamment des accélérations de 5,1% à 5,7% en France et de 2,1% à 2,4% en Espagne, ainsi que des ralentissements de 6,3% à 5,5% en Italie et de 6,5% à 6,4% en Allemagne.

Concernant **l'orientation des politiques monétaires**, la FED a décidé à l'issue de sa réunion des 19 et 20 septembre, de maintenir inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [5,25%-5,50%], dans un contexte d'inflation toujours élevée. De son côté, la BCE a augmenté le 14 septembre ses trois taux directeurs de 25 points et a souligné que le portefeuille du programme d'achats d'actifs (APP) se contracte à un rythme mesuré et prévisible, l'Eurosystème ayant mis un terme aux réinvestissements.

Au niveau national, le contexte est marqué depuis le 8 septembre par les conséquences et les implications du séisme d'Al Haouz. Son bilan est très lourd sur le plan humain, et sur le volet économique, l'élan de solidarité nationale et internationale devrait atténuer l'impact socio-économique à court terme sur les populations. L'évaluation de ces impacts nécessite des données qui ne peuvent être collectées qu'avec un certain délai.

Au plan **des comptes nationaux**, les dernières données relatives au premier trimestre font ressortir une accélération, en glissement annuel, de la croissance à 3,5%, après 0,5% au même trimestre de 2022. Cette évolution reflète une hausse de 6,9%, au lieu d'un recul de 12,2%, de la valeur ajoutée agricole et d'une progression de 3,2%, après 2,4% de celle non agricole. Du côté de la demande, la croissance reste tirée par les échanges extérieurs dont la contribution à la croissance s'est renforcée, passant de 2,3 points de pourcentage à 3,6 points, tandis que celle de la demande intérieure est demeurée négative mais en atténuation de -1,8 point à -0,1 point dans un contexte d'inflation élevée.

Sur **le marché du travail**, la situation demeure globalement défavorable avec une perte de 86 mille postes, entre le deuxième trimestre 2022 et la même période de 2023, après une création de 133 mille un an auparavant. Cette évolution recouvre une baisse de 266 mille emplois dans l'agriculture et une augmentation de 179 mille dans les activités non agricoles dont plus de la moitié dans les services. Tenant compte d'une entrée nette de 71 mille demandeurs d'emplois parallèlement à une hausse de 1,4% de la population en âge de travailler, le taux d'activité a reculé de 45,2% à 44,8%, et le taux de chômage s'est accru de 11,2% à 12,4% au niveau national, de 15,5% à 16,3% dans les villes et de 4,2% à 5,7% dans les campagnes.

S'agissant **des échanges extérieurs**, les données relatives aux sept premiers mois de l'année font ressortir une atténuation du déficit commercial de 6,5%, résultat d'une augmentation de 0,8% des exportations et d'un recul de 2,3% des importations. En conséquence, le taux de couverture s'est établi à 59,6% après 57,8% à fin juillet 2022. L'amélioration des exportations a été tirée essentiellement par des accroissements de 37,4% des expéditions du secteur automobile et de 11,5% du secteur « textile et cuir ». En revanche, les ventes des phosphates et dérivés ont accusé un repli de 40,2%, traduisant principalement une contraction de 36,5% des ventes des « engrais naturels et chimiques », liée essentiellement à un recul de 35,2% de leurs prix à l'export et, dans une moindre mesure, à une diminution de 2% des quantités. Pour ce qui est des importations, leur évolution reflète principalement un allègement de 20,9% de la facture énergétique et un recul de 13,1% des acquisitions de demi-produits. En parallèle, les recettes voyages ont atteint 57,2 milliards de dirhams contre 37,9 milliards un an auparavant et les transferts des MRE ont poursuivi leur bonne performance, enregistrant un accroissement de 10%. Quant aux principales opérations financières, les recettes d'IDE ont diminué de 23,9%, et les investissements directs marocains à l'étranger ont connu une expansion de 57,4%.

Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib se sont situés à 350,2 milliards de dirhams à fin juillet 2023, représentant l'équivalent de 5 mois et 11 jours d'importations de biens et services.

Au plan des **conditions monétaires**, le besoin de liquidité des banques s'est accentué, passant en moyenne hebdomadaire de 69,6 milliards de dirhams au premier trimestre 2023 à 73,5 milliards au deuxième trimestre et à 88,8 milliards en moyenne en juillet et août. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté le montant de ses injections de 83,5 milliards à 87,7 milliards, puis à 102,2 milliards respectivement. Les conditions monétaires ont été également caractérisées par une appréciation du taux de change effectif réel et une augmentation trimestrielle des taux débiteurs de 23 points de base à 5,26% au deuxième trimestre 2023. S'agissant du crédit bancaire au secteur non financier, il s'est accru de 5% au deuxième trimestre 2023, après 6,2% au premier, résultat de ralentissements de 6,7% à 3,5% du rythme d'accroissement des prêts aux entreprises privées et de 3,6% à 3,2% pour ceux aux ménages.

Sur le plan budgétaire, la situation des charges et ressources du Trésor au titre des huit premiers mois de 2023 fait ressortir un déficit de 41,6 milliards de dirhams, en creusement de 11,3 milliards comparativement à la même période en 2022. Cette évolution résulte principalement d'une amélioration de 4,9% des recettes ordinaires, reflétant des progressions de 3,8% des rentrées fiscales et de 12,1% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires ont enregistré une hausse de 1,6%, recouvrant essentiellement des accroissements de 7,4% des dépenses de biens et services et de 7,5% des charges en intérêts de la dette ainsi qu'une baisse de 31,2% des charges de compensation. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 7,8 milliards, au lieu de 715 millions un an auparavant. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont augmenté de 25,4% à 59,2 milliards, portant ainsi les dépenses globales à 277,7 milliards, en alourdissement de 5,9%. Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 10,2 milliards, le déficit de caisse s'est creusé à 51,8 milliards, contre 33,9 milliards un an auparavant. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures nettes de 19,6 milliards et des financements extérieurs d'un montant net de 32,1 milliards. Ainsi, l'encours de la dette publique directe se serait accru de 7,6% par rapport à son niveau à fin décembre 2022.

Sur **la place boursière de Casablanca**, le MASI a enregistré une baisse de 1,1% en août, après une hausse de 4,3% en juillet, ramenant sa performance depuis le début de l'année à 11,5%. Cette évolution reflète les diminutions des indices de 2,6% pour le secteur des « bâtiments et matériaux de construction », de 3,2% pour celui des « sociétés de placement immobilier » et de 4,8% pour celui de l'agroalimentaire. En revanche, ceux relatifs aux secteurs des assurances et des banques ont progressé de 3,9% et 0,7% respectivement. S'agissant du volume des transactions, il s'est chiffré à 3,2 milliards en août et la capitalisation boursière s'est élevée à 618,7 milliards, en accroissement de 10,3% depuis le début de l'année.

Sur le **marché immobilier**, l'indice des prix des actifs immobiliers s'est déprécié de 0,3% au deuxième trimestre de 2023. Cette évolution traduit des baisses de 0,5% des prix du résidentiel et de 0,4% de ceux des biens à usage professionnel. A l'inverse, les prix des terrains ont augmenté de 0,3% d'un trimestre à l'autre. Pour sa part, le nombre de transactions a diminué de 12%, reflétant des replis de 10,3% pour les biens résidentiels, de 15,7% pour les terrains et de 16,9% pour les biens à usage professionnel.

Dans ce contexte, **l'inflation** s'est inscrite en décélération pour la première fois au deuxième trimestre 2023, après six trimestres de hausses successives, refluant à 6,8% en moyenne après un pic de 9,1% un trimestre auparavant. Son ralentissement s'est poursuivi en juillet et août, où elle est revenue à 4,9% en moyenne, reflétant celui de l'ensemble de ses composantes à l'exception des produits réglementés dont les prix ont augmenté au même taux qu'au trimestre précédent, soit 1%. Ainsi, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont vu leur rythme d'accroissement revenir de 23,7% à 16,3%. Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants ont reculé de 16,4% après un repli de 13,6% alors que l'inflation sous-jacente a ralenti à 4,9% au lieu de 6,2% au deuxième trimestre. Pour ce qui est des anticipations d'inflation, celles à l'horizon de 8 trimestres ont baissé à 3,9% au troisième trimestre 2023 au lieu de 4,7% un trimestre auparavant, et celles à l'horizon de 12 trimestres à 3,5% après 4,1%.

En termes de perspectives, malgré la persistance de l'inflation à des niveaux élevés et le durcissement des conditions monétaires, l'économie mondiale montre une relative résilience. La croissance économique mondiale devrait s'établir à 3% en 2023, en révision à la hausse de 0,3 point de pourcentage par rapport à juin, avant de ralentir à 2,4% en 2024. Aux Etats-Unis, le PIB augmenterait en volume de 1,9% en 2023 et de 0,9% en 2024, et dans la zone euro, la croissance se situerait à 1,2% cette année, avant de revenir à 0,9% en 2024. Au Royaume-Uni, malgré la crise du pouvoir d'achat, l'économie devrait éviter la récession, avec une croissance prévue à 0,4% en 2023 et en 2024.

Dans les principaux pays émergents, la croissance en Chine devrait progresser à 5,5% en 2023, soit une révision à la baisse de 0,6 point de pourcentage par rapport aux prévisions de juin, reflétant notamment la persistance de la crise sur le marché immobilier et l'affaiblissement de la demande intérieure. Pour sa part, l'économie indienne afficherait une croissance de 6,1% en 2023 et de 6,4% en 2024, soutenue par l'augmentation des investissements dans les infrastructures. Au Brésil, la croissance devrait s'établir à 2,6% en 2023, portée par une forte production agricole, avant de reculer à 1% en 2024. Malgré la poursuite du conflit en Ukraine, la croissance de l'économie russe devrait atteindre 2,8% en 2023, tirée principalement par l'industrie manufacturière et les dépenses liées à l'armement. Elle devrait néanmoins se limiter à 0,8% en 2024, en raison notamment du maintien des sanctions.

Sur les marchés **des matières premières**, les prévisions des cours du pétrole ont été révisées à la hausse par rapport à juin en raison des contraintes d'offre de l'OPEP+ et de perspectives économiques mondiales plus favorables. Le prix du **Brent** en particulier devrait osciller autour de 83 dollars le baril en 2023 et 2024. Pour ce qui est des **phosphates et dérivés**, les projections de la Banque mondiale d'avril 2023 indiquent une baisse des prix sur l'horizon de prévision 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 dollars/t en 2022 à 260 dollars/t en 2023 et à 240 dollars/t en 2024. De même, les cours des dérivés devraient régresser de 772 dollars/t à 580 dollars/t en 2023 pour le DAP et de 716 dollars/t à 560 dollars/t pour le TSP. En 2024, cette tendance se poursuivrait, avec un recul des prix à 570 dollars/t pour le DAP et à 510 dollars/t pour le TSP. S'agissant des **denrées alimentaires**, l'indice FAO devrait se contracter en moyenne de 11,6% en 2023, avant d'augmenter de 1,7% en 2024.

Dans ces conditions, les **pressions inflationnistes** continueraient de s'atténuer à moyen terme, mais les niveaux resteraient élevés. Aux Etats-Unis, avec une baisse substantielle des prix des services d'habitation, l'inflation ralentirait de 8% en 2022 à 4,1% en 2023 puis à 2,6% en 2024, tandis que sa composante sous-jacente passerait de 6,1% à 4,8% puis à 2,9%. Dans la zone euro, elle devrait décélérer de 8,4% à 5,6% en 2023 et à 3,1% en 2024, et sa tendance fondamentale resterait élevée se situant en moyenne en 2023 à 5,2% avant de revenir à 3,1% en 2024 et ce, après 3,9% en 2022.

Au niveau national, après la forte dynamique des deux dernières années, les échanges de biens devraient se stabiliser en 2023. Les exportations devraient connaître une quasi-stagnation, en relation, d'une part, avec la forte dynamique prévue des expéditions du secteur automobile et, d'autre part, avec un repli des ventes des phosphates et dérivés, en lien avec le recul prévu des cours des fertilisants et dans une moindre mesure des quantités. Pour ce qui est des importations, les projections tablent sur une quasi-stabilité, recouvrant une augmentation des achats de biens de consommation et d'équipement et une diminution de la facture énergétique à 149,1 milliards et des achats de demi-produits à 151,7 milliards. En parallèle, les recettes voyages poursuivraient leur dynamique avec une hausse de 23,4% à 115,5 milliards, et les transferts des MRE devraient atteindre 113,5 milliards sur l'ensemble de l'année après 110,7 milliards en 2022. Le déficit du compte courant devrait ainsi terminer l'année à 2% du PIB, après 3,5% en 2022. Par ailleurs, les recettes d'IDE devraient se situer à 40,4 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 2,8% du PIB après 3% du PIB en 2022. En 2024, les exportations s'amélioreraient de 5,8% reflétant essentiellement des accroissements des ventes des phosphates et dérivés à 84,6 milliards de dirhams, tiré par une hausse des quantités expédiées, et des expéditions du secteur automobile à 155 milliards de dirhams. S'agissant des importations, elles enregistreraient une progression de 2,2%, tirée par des hausses des acquisitions de demi-produits et de biens de consommation tandis que la facture énergétique se situerait à 147,2 milliards.

Pour leur part, les recettes voyages accuseraient un repli de 4,9% à 109,9 milliards, alors que les transferts des MRE devraient s'accroître de 3,6% à 117,5 milliards. Le déficit du compte courant devrait ainsi se situer à 2,1% du PIB. Concernant les recettes d'IDE, elles devraient s'élever à l'équivalent de 3% du PIB.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs et des remboursements prévus notamment au titre de la LPL, les avoirs officiels de réserve se renforceraient à 361,8 milliards de dirhams à fin 2023 avant de se consolider à 363,8 milliards en 2024, soit l'équivalent de 5 mois et demi d'importations de biens et services.

Concernant les **conditions monétaires**, après une dépréciation de 3,9% en 2022, le taux de change effectif réel devrait s'apprécier de 1,1% en 2023, 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. En 2024, il augmenterait davantage de 1,0% en lien avec son accroissement en termes nominaux. Pour sa part, le déficit de liquidité bancaire devrait se creuser à 97,2 milliards de dirhams à fin 2023 et à 113 milliards à fin 2024, tiré notamment par la progression de la monnaie fiduciaire de 10% et 7,5% respectivement. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, et compte tenu de l'évolution prévue de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, il évoluerait à un rythme autour de 3,1% en 2023 et de 4,6% en 2024 contre une augmentation de 7,9% en 2022.

Au plan **des finances publiques**, tenant compte notamment des réalisations budgétaires à fin août 2023 et des nouvelles projections macroéconomiques de BAM, le déficit budgétaire devrait se situer à 5,1% du PIB en 2023, et à 4,9% en 2024.

Pour ce qui est de l'activité économique, après un bond à 8% en 2021 et une décélération à 1,3% en 2022, la croissance de l'économie nationale devrait s'accélérer à 2,9% cette année puis se consolider à 3,2% en 2024. Cette évolution recouvre une hausse de 5% de la valeur ajoutée agricole en 2023, puis de 5,9% en 2024, sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 70 MQx. Pour les activités non agricoles, leur rythme devrait enregistrer un ralentissement à 2,6% en 2023, suivi d'une accélération à 3% 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 ressortirait à 6% en moyenne en 2023, sous l'effet notamment du renchérissement des produits alimentaires à prix volatils, puis à 2,6% en 2024. Sa composante sous-jacente ralentirait à 5,6% en moyenne en 2023 avant d'enregistrer une nette décélération à 2,3% en 2024.

Les risques pesant sur les perspectives demeurent élevés avec une balance orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation. En effet, l'intensification ou l'élargissement éventuels de la guerre en Ukraine et des tensions géopolitiques pourraient maintenir les cours des matières premières et des produits alimentaires 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 pour l'économie mondiale.

Au plan national, les risques sont liés principalement aux effets des perturbations climatiques sur les perspectives de la production agricole. 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, un renchérissement plus important des matières premières énergétiques, conjugué à l'effet du stress hydrique sur les prix des produits alimentaires, pourrait entraîner une augmentation plus forte que prévu des prix à la consommation.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

L'économie mondiale continue d'afficher des signes d'une résilience meilleure qu'initialement attendu dans un contexte 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 notamment par l'évolution favorable de la consommation aux Etats-Unis et par la poursuite, depuis le début de l'année, du rebond de l'activité économique chinoise, après l'abandon de la politique zéro Covid. Sur le marché de l'emploi, la situation est restée favorable dans la plupart des pays avancés, avec des taux de chômage bas. Pour leur part, les marchés financiers ont connu en août une relative augmentation de l'aversion au risque, les principaux indices boursiers des économies avancées s'étant globalement inscrits en baisse, en lien notamment avec les dernières données économiques défavorables. Pour ce qui est des matières premières, le cours du Brent a augmenté en août par rapport à juillet pour le deuxième mois consécutif, en raison principalement de la baisse de l'offre saoudienne et russe de pétrole brut. Dans ces conditions, les pressions inflationnistes ont repris globalement dans les économies avancées et émergentes.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Les données relatives au deuxième trimestre de 2023 font ressortir une nouvelle accélération de la croissance aux États-Unis à 2,5% en glissement annuel, après un taux de 1,8% un trimestre auparavant, portée par la consommation des ménages, l'investissement et les dépenses de l'Etat et des administrations locales. En revanche, dans la zone euro, le rythme de l'activité a connu un ralentissement de 1,1% à 0,5%, avec des évolutions disparates entre ses principaux pays membres. En Allemagne, la contraction du PIB s'est atténuée, passant de 0,3% à 0,1%, alors que des décélérations ont été enregistrées en Espagne de 4,2% à 1,8% et en Italie de 2% à 0,4%. Pour la France, la croissance s'est accélérée de 0,8% à 1%, au deuxième trimestre.

Dans les autres économies avancées, le rythme de l'activité est resté faible au Royaume-Uni, quoiqu'en légère amélioration, passant de 0,2% au premier trimestre à 0,4% au deuxième trimestre de 2023, et a ralenti de 1,9% à 1,7% au Japon où il a été impacté par la décélération de la consommation privée et celle de l'investissement privé non résidentiel.

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

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

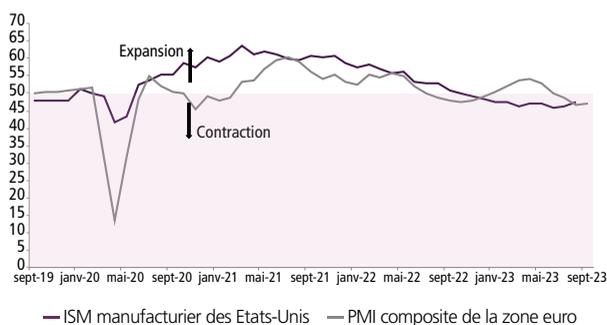
Source: Thomson Reuters Eikon et Eurostat.

S'agissant des principaux pays émergents, la Chine a affiché un net rebond au deuxième trimestre de 2023 avec une croissance à 6,3% en glissement annuel après 4,5% un trimestre auparavant, sous l'effet de

la levée des restrictions sanitaires. En Inde, le rythme de l'activité est resté soutenu, s'accroissant de 6,5% à 7,8%, stimulé par le dynamisme de la consommation et des services. De même, la croissance en Russie a enregistré un raffermissement notable, passant de -1,8% à 4,9% au deuxième trimestre. En revanche, le Brésil a accusé une décélération à 3,4% après 4% un trimestre auparavant.

Pour ce qui est des évolutions des indicateurs avancés de l'activité, l'indice PMI composite de l'activité globale dans la zone euro s'est légèrement redressé en septembre s'établissant à 47,1 après 46,7 en août, recouvrant un repli de celui de l'industrie manufacturière et une hausse de celui du secteur des services. Pour sa part, l'ISM manufacturier américain s'est inscrit en légère progression, passant de 46,4 en juillet à 47,6 en août.

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 est ressorti en légère hausse à 3,8% en août contre 3,5% en juillet, avec un accroissement des créations d'emplois à 187 mille postes au lieu de 157 mille un mois auparavant.

Dans la zone-euro, les données de juillet indiquent une stabilisation de ce taux à 6,4% par rapport au mois précédent, avec notamment une stagnation à 2,9% en Allemagne, un repli de 11,7% à 11,6% en Espagne et des hausses de 7,3% à 7,4% en France et de 7,5% à 7,6% en Italie. Au Royaume-Uni, le taux de chômage a

marqué une nouvelle progression s'établissant à 4,3% à fin juillet après 4,2% à fin juin.

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

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

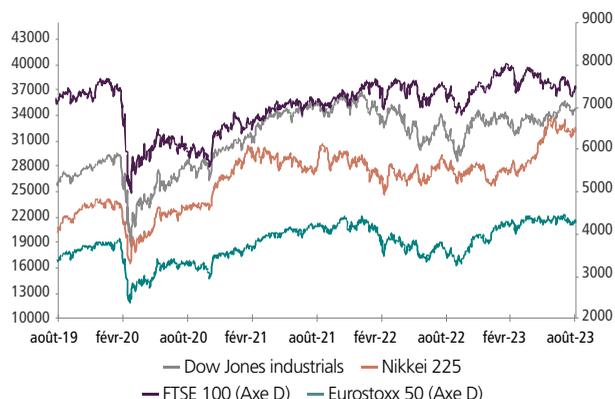
*Chiffre correspondant aux trois mois terminés fin juin puis fin juillet.

Sources : Eurostat et BLS.

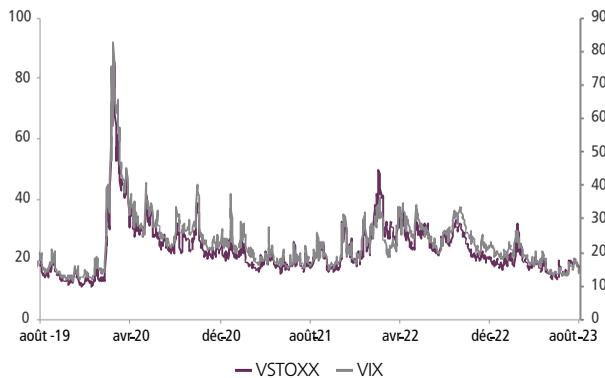
1.2 Conditions monétaires et financières

Au cours du mois d'août, à l'exception du Dow Jones Industrials qui a marqué un accroissement de 0,6% par rapport au mois précédent, les indices boursiers des principales économies avancées se sont globalement inscrits en baisse, avec des replis de 1,6% pour l'Eurostoxx 50, de 0,9% pour le FTSE 100 et de 1,5% pour le Nikkei 225. Ces évolutions ont été accompagnées d'une augmentation de l'aversion au risque aussi bien sur les marchés américains qu'européens, le VIX étant passé de 13,9 en juillet à 15,9 en août et le VSTOXX de 15,7 à 18,6 sur la même période. Au niveau des pays émergents, le MSCI EM a reculé de 2,3% entre juillet et août, traduisant principalement des baisses de 1,6% pour le Brésil, de 1,1% pour la Chine et de 0,9% pour l'Inde.

Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées

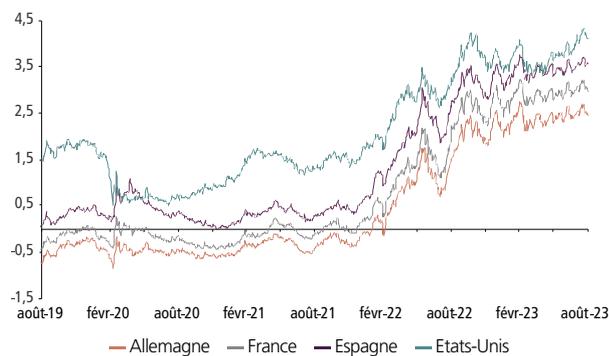


Source : Thomson Reuters Eikon.

Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX


Source : Thomson Reuters Eikon.

Concernant les rendements sur les marchés obligataires souverains, leurs évolutions, en août, ont été globalement orientées à la hausse pour les économies avancées. En effet, le taux à 10 ans a progressé, d'un mois à l'autre, de 27 points de base (pb) à 4,2% pour les Etats-Unis, de 7 pb à 2,5% pour l'Allemagne, de 7 pb à 3,1% pour la France, de 9 pb à 3,6% pour l'Espagne et de 7 pb à 4,1% pour l'Italie. S'agissant des économies émergentes, ce taux a enregistré des hausses de 28 pb à 11,1% pour le Brésil, de 8 pb à 7,2% pour l'Inde et de 107 pb à 18,2% pour la Turquie. A l'inverse, il a baissé de 7 pb à 2,6% pour la Chine.

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


Source : Thomson Reuters Eikon.

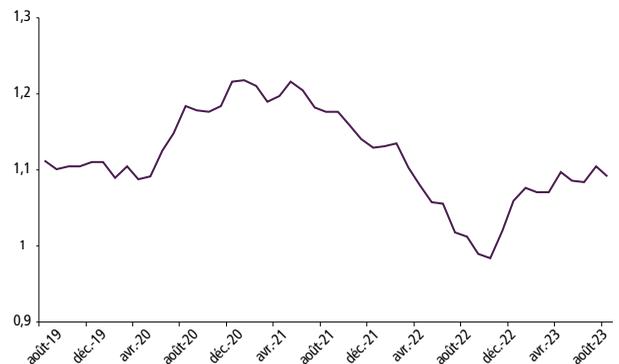
Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois ainsi que le Libor de même maturité ont progressé, entre juillet et août, de 11 pb à 3,78% et de 6 pb à 5,64% respectivement. Concernant le crédit bancaire, son

rythme a décéléré de -0,1% en juillet à -0,5% en août aux Etats-Unis et de 2% en juin à 1,6% en juillet 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 juillet et août, l'euro a affiché des évolutions contrastées. En effet, il est resté quasiment stable vis-à-vis de la livre sterling, s'est renforcé de 1,8% face au yen japonais et s'est déprécié de 1,3% face au dollar. Concernant les monnaies des principales économies émergentes, elles se sont globalement inscrites en baisse face au dollar, avec notamment des dépréciations de 0,9% pour le renminbi chinois, de 0,8% pour la roupie indienne, de 1,6% pour la lire turque et de 2,2% pour le real brésilien.

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 19 et 20 septembre, de maintenir la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [5,25%-5,50%] dans un contexte d'inflation toujours élevée.

Pour sa part, la BCE a augmenté, le 14 septembre, de 25 pb ses taux directeurs, portant ainsi le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement à 4,50%, celui de la facilité de prêt marginal à 4,75% et celui de la facilité de dépôt à 4%. Elle a, en outre, indiqué que l'inflation continue de ralentir mais devrait rester trop forte pendant une trop longue période. Pour ce qui est du Programme d'achat d'actifs (APP), elle a souligné qu'il se contracte à un rythme mesuré et prévisible, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance. 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.

S'agissant de la Banque d'Angleterre, elle a décidé, à l'issue de sa réunion du 20 septembre, de maintenir son taux directeur inchangé à 5,25%, indiquant qu'en cas de signes de persistance des pressions inflationnistes, un nouveau resserrement de sa politique monétaire serait nécessaire.

Quant aux principaux pays émergents, la Banque centrale du Brésil a réduit, le 20 septembre, de 50 pb son taux directeur à 12,75%, tout en anticipant de nouvelles réductions de même ampleur lors des prochaines réunions. Pour sa part, la Banque centrale de Russie a décidé, le 15 septembre, d'augmenter de 100 pb son taux directeur à 13%, signalant également que les pressions inflationnistes demeurent élevées. De son côté, la Banque de réserve de l'Inde a maintenu

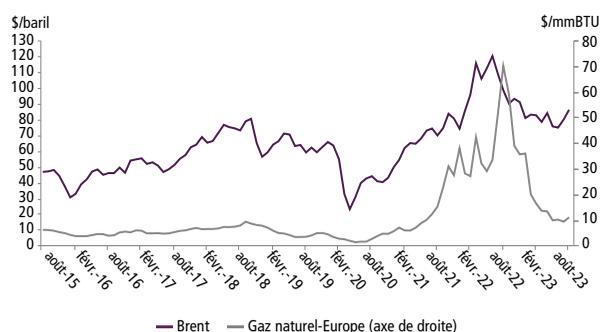
en août son taux directeur inchangé à 6,5%, afin de s'assurer que l'inflation reste dans la fourchette cible de 2% à 6% sans entraver la croissance.

1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur le marché du pétrole, le prix du Brent a enregistré en août une nouvelle hausse mensuelle de 7,6% à 86,16 dollars le baril, alors qu'il a marqué une baisse de 12,6% en glissement annuel. Cette augmentation serait liée principalement à la diminution des inquiétudes liées au risque d'une récession économique mondiale et au resserrement de l'offre suite à l'annonce par l'Arabie saoudite et la Russie qu'elles continueraient à baisser leurs exportations en septembre. De même, le prix du gaz naturel sur le marché européen a marqué une forte progression de 17,3% en août en glissement mensuel s'établissant à 11,19 dollars le mmBTU, et ce en raison en particulier de la menace de grève des employés de deux grands sites de production de gaz liquéfié en Australie. En revanche, le prix a accusé une forte contraction de 84% en glissement annuel.

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

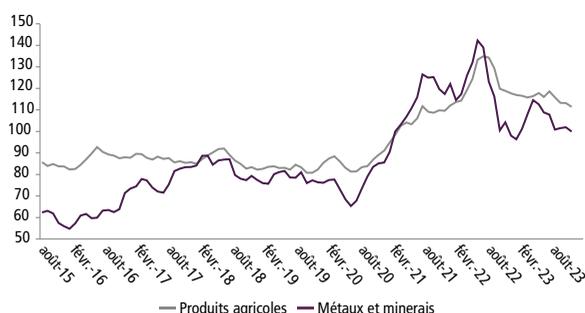


Source : Banque Mondiale.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

S'agissant des produits hors énergie, les prix ont marqué un repli de 1,2% en août en glissement mensuel, reflétant notamment une diminution de 1,9% des cours des métaux et minerais et de 1,5% des produits agricoles. En glissement annuel, les prix ont fléchi de 7,3% traduisant des baisses de 4% des cours des métaux et minerais et de 6,2% de ceux des produits agricoles, avec en particulier une contraction de plusieurs catégories d'huile.

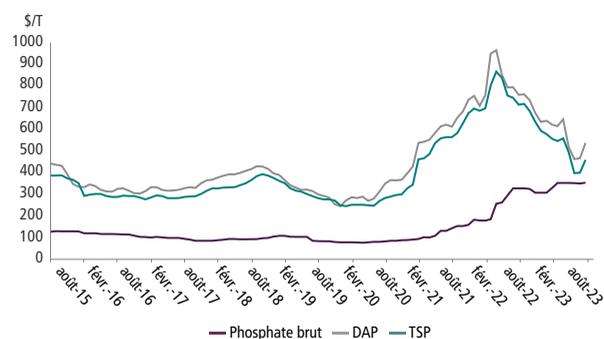
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie (2010=100)



Source : Banque Mondiale.

Concernant les phosphates et dérivés, leurs cours se sont accrus de 15,3% en août à 528,8 \$/t pour le DAP, de 14,9% à 450,6 \$/t pour le TSP et de 1,1% à 346,3 \$/t pour le phosphate brut. En glissement annuel, les cours ressortent en hausse de 8,2% pour le phosphate brut, et en diminution de 29,4% pour le DAP et de 36% pour le TSP.

Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés



Source : Banque Mondiale.

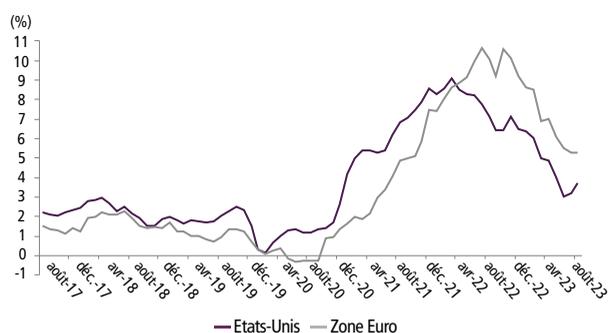
1.3.3 Inflation

Après une longue période d'atténuation des pressions inflationnistes, des signes de reprise commencent à se faire sentir depuis quelques mois, aussi bien dans les économies avancées qu'au niveau de celles émergentes. En effet, selon les données disponibles d'août, le taux d'inflation dans la zone euro s'est maintenu à 5,3%, traduisant notamment des évolutions contrastées au niveau des principales économies de la zone. Ainsi, l'inflation s'est accélérée de 5,1% à 5,7% entre juillet et août en France et de 2,1% à 2,4% en Espagne, alors qu'elle a ralenti de 6,5% à 6,4% en Allemagne et de 6,3% à 5,5% en Italie.

Par ailleurs, l'inflation aux Etats-Unis s'est accélérée une nouvelle fois au mois d'août à 3,7% après 3,2% un mois auparavant, reflétant en particulier l'augmentation des prix de pétrole. A l'inverse, l'inflation a marqué un léger ralentissement revenant de 6,8% à 6,7% en août au Royaume-Uni et de 3,3% à 3,2% au Japon.

S'agissant des économies émergentes, les prix à la consommation en Chine ont augmenté de 0,1% en août après le recul de 0,3% observé en juillet. De même, l'inflation s'est accélérée au Brésil et en Russie où elle est passée de 4% à 4,6% et de 4,3% à 5,2% respectivement. Inversement, elle a enregistré un ralentissement en Inde, revenant de 7,4% à 6,8% au mois d'août.

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		
			Juin	Juill.	Août
Etats-Unis	4,7	8,0	3,0	3,2	3,7
Zone Euro	2,6	8,4	5,5	5,3	5,3
Allemagne	3,2	8,7	6,8	6,5	6,4
France	2,1	5,9	5,3	5,1	5,7
Espagne	3,0	8,3	1,6	2,1	2,4
Italie	1,9	8,7	6,7	6,3	5,5
Royaume-Uni	2,6	9,1	7,9	6,8	6,7
Japon	-0,2	2,5	3,3	3,3	3,2

Sources : Thomson Reuters, Eurostat & FMI.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

A fin juillet 2023, les échanges extérieurs de biens ont accusé une nouvelle baisse, intégrant un recul de 2,3% des importations à 419,6 milliards et une hausse de 0,8% des exportations à 250,1 milliards de dirhams. Le déficit commercial s'est, en conséquence, allégé de 6,5% à 169,5 milliards et le taux de couverture s'est établi à 59,6% après 57,8% à fin juillet 2022. Les recettes voyages ont atteint 57,2 milliards de dirhams au titre des sept premiers mois de l'année 2023 contre 37,9 milliards un an auparavant et les transferts des MRE se sont élevés à 66 milliards, en accroissement de 10%. Quant aux principales opérations financières, les recettes d'IDE ont diminué de 23,9% à 18,9 milliards, alors que les investissements directs marocains à l'étranger ont marqué une expansion de 57,4% à 16,4 milliards. Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib se sont situés à 350,2 milliards de dirhams, représentant l'équivalent d'une couverture de 5 mois et 11 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

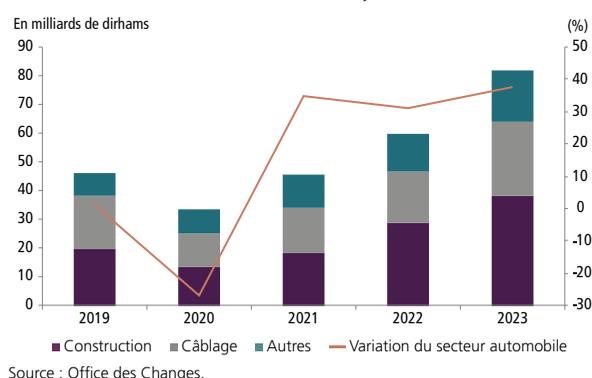
2.1.1 Exportations

L'amélioration des exportations a été tirée principalement par les expéditions du secteur automobile qui ont affiché une progression de 37,4% à 82 milliards de dirhams, traduisant des accroissements de 43,9% pour le segment du câblage et de 31,4% pour celui de la construction, sous l'effet d'une augmentation de 26,6% du nombre de véhicules exportés. Les exportations du « textile et cuir » se sont inscrites en hausse de 11,5% à 28,6 milliards, en lien avec l'amélioration de 15,4% des ventes des « vêtements confectionnés ». De même, les expéditions du secteur « électronique et électricité » ont enregistré une nette amélioration de 34,6% à 13,5 milliards, avec des accroissements de 39,2% pour les « fils et câbles » et de 30,5% pour les « composants électroniques ».

A l'inverse, le chiffre d'affaires à l'export du secteur des phosphates et dérivés a accusé un repli de 40,2% à 40,9 milliards, traduisant principalement une contraction de 36,5% des ventes des « engrais naturels et chimiques », sous l'effet d'un recul de 35,2% de leurs

prix à l'export. De même, les expéditions de la branche de l'aéronautique ont accusé une légère diminution de 1% à 12,1 milliards, tirée par celle de 6,2% du segment de l'assemblage. En parallèle les ventes du secteur de l'« agriculture et agroalimentaire », ont reculé de 0,3% à 51,8 milliards, reflétant une baisse de 2,2% des ventes de l'industrie alimentaire et une quasi-stagnation de celles des produits agricoles.

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



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

Secteurs/Segments	Janvier - juillet		Variations	
	2023	2022	en valeur	En %
Exportations	250 142	248 047	2 095	0,8
Automobile	82 020	59 686	22 334	37,4
Construction	37 999	28 919	9 080	31,4
Câblage	25 814	17 937	7 877	43,9
Interieur véhicules et sièges	5 586	4 100	1 486	36,2
Electronique et Electricité	13 483	10 016	3 467	34,6
Fils et câbles	5 434	3 905	1 529	39,2
Composants électroniques (transistors)	4 668	3 578	1 090	30,5
Appareils coup. ou connex. des circuits élect.	1 441	1 090	351	32,2
Textile et Cuir	28 612	25 656	2 956	11,5
Vêtements confectionnés	18 689	16 198	2 491	15,4
Articles de bonneterie	5 297	5 034	263	5,2
Chaussures	2 021	1 923	98	5,1
Aéronautique	12 146	12 270	-124	-1,0
Assemblage	7 729	8 242	-513	-6,2
EWIS	4 370	3 957	413	10,4
Agriculture et Agro-alimentaire	51 833	51 999	-166	-0,3
Industrie alimentaire	24 809	25 360	-551	-2,2
Agriculture, sylviculture et chasse	25 562	25 535	27	0,1
Autres extractions minières	3 043	3 261	-218	-6,7
Minerai de cuivre	871	991	-120	-12,1
Sulfate de baryum	645	664	-19	-2,9
Phosphates et dérivés	40 862	68 376	-27 514	-40,2
Autres industries	18 143	16 783	1 360	8,1
Métallurgie et travail des métaux	6 230	5 321	909	17,1
Industrie pharmaceutique	985	833	152	18,2
Industrie du plastique et du caoutchouc	1 241	1 316	-75	-5,7

Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

Le recul des importations a concerné la majorité des produits à l'exception des biens de consommation et d'équipement. En effet, la facture énergétique s'est allégée de 20,9% à 69,4 milliards, traduisant des baisses de 26,9% des achats de « gas-oils et fuel-oils » et de 26,2% pour ceux des « houilles ; cokes et combustibles solides similaires », sous l'effet du repli des prix. De même, les importations de demi-produits et de produits bruts ont accusé des diminutions respectives de 13,1% et 23,4%, tirées essentiellement par celles des approvisionnements en ammoniac et en soufre brut. Pour leur part, les achats de produits alimentaires sont revenus à 52,9 milliards après 54,4 milliards à fin juillet 2022, avec notamment une baisse de 29% des importations de blé.

Quant aux acquisitions de biens d'équipements, ils ont progressé de 22,9% à 95,4 milliards, avec en particulier des hausses de 48,8% pour les « parties d'avions et d'autres véhicules aériens », de 44,1% pour les « appareils pour la coupure ou connexion des circuits électriques » et de 30% pour les « fils et câbles ». De même, les importations de biens de consommation se sont accrues de 14,5% à 92,8 milliards, reflétant notamment des augmentations de 28,4% des achats de voitures de tourisme et de 33,5% de leurs parties et pièces.

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

Groupements d'utilisation	Janvier - juillet		Variations	
	2023	2022	en valeur	en %
Importations CAF	419 614	429 382	-9 768	-2,3
Produits énergétiques	69 380	87 712	-18 332	-20,9
Gas-oils et fuel-oils	31 097	42 514	-11 417	-26,9
Houilles; coques et combustibles solides similaires	10 998	14 898	-3 900	-26,2
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	14 914	16 338	-1 424	-8,7
Demi produits	87 110	100 205	-13 095	-13,1
Ammoniac	4 973	12 224	-7 251	-59,3
Produits chimiques	7 915	10 761	-2 846	-26,4
Demi-produits en fer ou en aciers non alliés	1 161	3 115	-1 954	-62,7
Produits bruts	21 682	28 322	-6 640	-23,4
Soufres bruts et non raffinés	4 987	13 623	-8 636	-63,4
Ferraille, déchets et autres minerais	3 944	2 191	1 753	80,0
Produits alimentaires	52 913	54 373	-1 460	-2,7
Blé	12 169	17 147	-4 978	-29,0
Orge	1 346	3 170	-1 824	-57,5
Animaux vivants	1 584	311	1 273	-
Sucre brut ou raffiné	5 184	4 347	837	19,3
Produits finis de consommation	92 753	81 001	11 752	14,5
Parties et pièces pour voitures de tourisme	17 851	13 367	4 484	33,5
Voitures de tourisme	13 566	10 568	2 998	28,4
Ouvrages divers en matières plastiques	5 336	4 301	1 035	24,1
Biens d'équipement	95 436	77 675	17 761	22,9
Parties d'avions et d'autres véhicules aériens	10 969	7 371	3 598	48,8
Appareils coup. ou connex. des circuits électr.	8 227	5 709	2 518	44,1
Fils et câbles	8 060	6 198	1 862	30,0

Fils et câbles

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

Le solde excédentaire de la balance des services s'est amélioré de 51,4% à 73,9 milliards, résultat des accroissements de 30,1% à 143,8 milliards des exportations et de 13,3% à 69,9 milliards des importations.

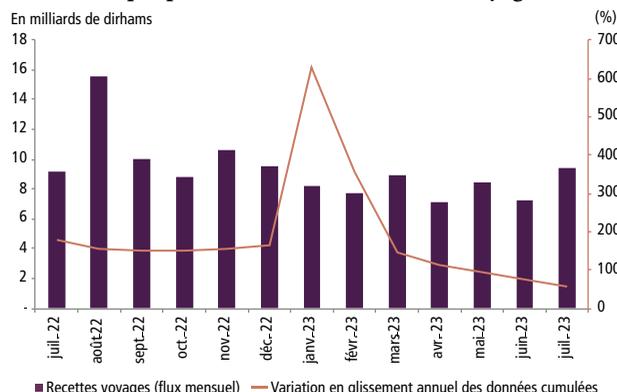
Tableau 2.3 : Evolution de la balance des services (en milliards de dirhams)

	Janvier - juillet		Variation	
	2023	2022	en valeur	en %
Importations	69 891	61 701	8 190	13,3
Exportations	143 832	110 525	33 307	30,1
Solde	73 941	48 824	25 117	51,4

Source : Office des Changes.

En parallèle, les recettes voyages ont doublé pour atteindre 57,2 milliards de dirhams contre des niveaux respectifs de 37,9 milliards et 41,5 milliards sur la même période de 2022 et 2019. Les dépenses au même titre ont également progressé de 49,2% à 14,5 milliards de dirhams.

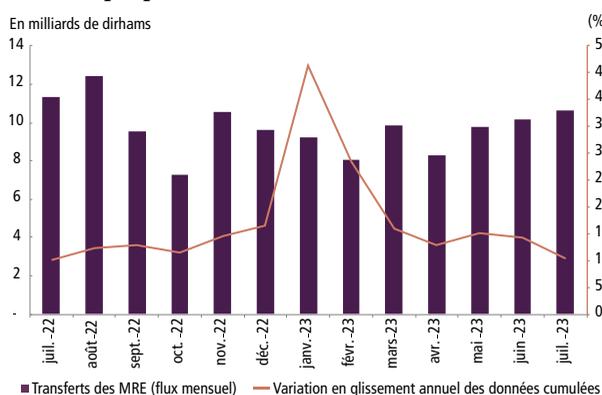
Graphique 2.2 : Evolution des recettes voyages



Source : Office des Changes.

Concernant les transferts des MRE, ils ont enregistré un accroissement de 10% à 66 milliards de dirhams.

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 52,3% à 8,6 milliards, résultat d'une baisse de 23,9% des recettes et d'une progression de 53,3% des dépenses. Quant aux investissements directs marocains à l'étranger, leur flux net a connu une hausse de 3,9 milliards à 7,2 milliards, reflétant celle de 6 milliards des investissements.

A fin juillet 2023, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est établi à 350,2 milliards de dirhams, représentant ainsi l'équivalent de 5 mois et 11 jours d'importations de biens et services.

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

	Janvier - juillet		Variation	
	2023	2022	en valeur	en %
Investissements directs étrangers	8 638	18 108	-9 470	-52,3
Recettes	18 875	24 787	-5 912	-23,9
Dépenses	10 237	6 679	3 558	53,3
Investissements directs marocains à l'étranger	7 186	3 284	3 902	-
Dépenses	16 385	10 409	5 976	57,4
Recettes	9 199	7 125	2 074	29,1

Source : Office des Changes.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du deuxième 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 5% en glissement annuel au lieu de 6,2% un trimestre auparavant, en lien en particulier avec le ralentissement du rythme des prêts accordés aux entreprises privées. Les dernières données disponibles relatives au mois de juillet indiquent une croissance annuelle du crédit au secteur non financier à 3,4% et de celle des prêts destinés aux sociétés financières à 17,4%. Concernant les autres contreparties de la masse monétaire, la croissance des créances nettes sur l'administration centrale s'est accélérée à 11,9% au deuxième trimestre et les avoirs officiels de réserves ont augmenté de 7,5%. Au total, la masse monétaire a progressé de 7,8% après 8,5% un trimestre auparavant.

Sur le marché immobilier, l'indice des prix des actifs a connu une baisse de 0,3% au deuxième trimestre 2023, reflétant des diminutions des prix de 0,5% pour le résidentiel et de 0,4% pour les biens à usage professionnel, les prix des terrains ayant, en revanche, affiché une hausse de 0,3%. Pour sa part, le nombre de transactions a reculé de 12% globalement, de 10,3% pour le résidentiel, de 15,7% pour le foncier et de 16,9% pour les actifs à usage professionnel.

Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI s'est apprécié au deuxième trimestre de l'année de 11,4% et le volume des transactions est revenu d'un trimestre à l'autre de 15,3 milliards de dirhams à 8,9 milliards. Dans ces conditions la capitalisation boursière a enregistré une progression trimestrielle de 10,4% à 598,4 milliards de dirhams.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Au cours du deuxième trimestre 2023, le besoin en liquidité des banques s'est accentué à 73,5 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, contre 69,6 milliards un trimestre auparavant, traduisant une expansion de la monnaie fiduciaire.

Dans ces conditions, la Banque a porté ses injections de 83,5 milliards à 87,7 milliards, dont 42,4 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 25 milliards à travers les opérations de pensions livrées, 20,3 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME.

Dans ce contexte, la durée moyenne résiduelle des interventions de la Banque est revenue de 50,4 jours à

47,6 jours et le taux interbancaire est demeuré aligné sur le taux directeur, se situant à 3% en moyenne.

Les dernières données disponibles indiquent une nouvelle accentuation du déficit de liquidité bancaire à 88,8 milliards en moyenne en juillet et août 2023.

Au niveau du marché des bons du Trésor, les taux ont accusé globalement une baisse, au cours du deuxième trimestre, pour les maturités courtes, une quasi-stabilité pour celle du moyen terme et une hausse pour celle du long terme aussi bien sur le marché primaire que secondaire.

Graphique 3.1 : Taux interbancaire (données quotidiennes)

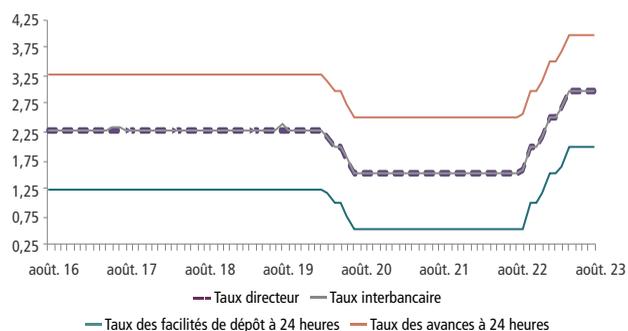
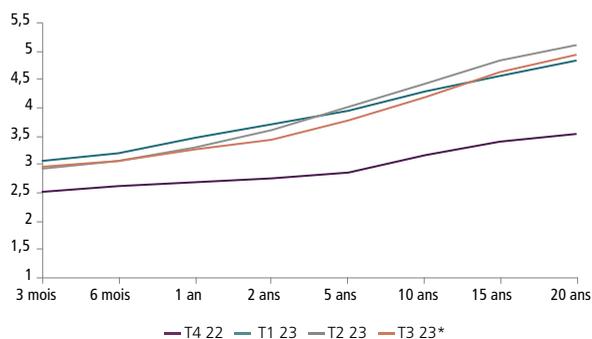


Tableau 3.1 : Taux des bons du Trésor sur le marché primaire (en %)

	2022				2023	
	T2	T3	T4	T1	T2	Juil.
26 semaines	1,66	1,90	3,07	3,22	3,15	3,08
2 ans	1,91	2,33	2,44	3,80	3,79	3,49
5 ans	2,27	2,64	-	3,98	4,16	3,82
10 ans	-	-	3,20	4,38	4,55	4,21
15 ans	-	-	-	4,97	4,93	4,68

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

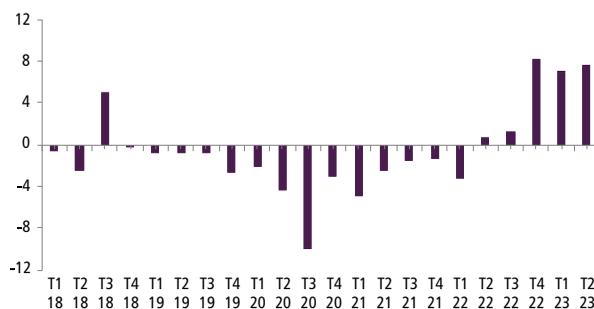


*en moyenne entre juillet et août 2023.

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 deuxième trimestre de 2023. Pour ce qui est des taux créditeurs, ils ont connu des augmentations trimestrielles de 6 points de base à 2,45% en moyenne pour les dépôts à 6 mois et de 28 points à 2,97% pour ceux à un an.

Dans ces conditions, le coût de financement¹ des banques s'est accru de 8 points d'un trimestre à l'autre, cumulant ainsi une progression totale de 23 points de base depuis le début du resserrement de la politique monétaire.

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



Les dernières données disponibles relatives au mois de juillet indiquent un accroissement mensuel du taux des dépôts à 6 mois de 24 points de base à 2,65% et une quasi-stabilité de celui des dépôts à 12 mois à 2,86%.

S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au deuxième trimestre 2023 indiquent une hausse trimestrielle du taux moyen global de 23 pb à 5,26%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les prêts aux entreprises ont augmenté de 24 pb à 5,22%, reflétant des accroissements de 30 pb de ceux des facilités de trésorerie à 5,28% et de 17 pb de ceux des prêts immobiliers à 5,54%. Pour les crédits aux particuliers, les taux appliqués aux prêts à la consommation ont progressé de 32 pb à 7,27% et ceux à l'habitat de 28 pb à 4,64%.

Tableau 3.2 : Taux créditeurs (en %)

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

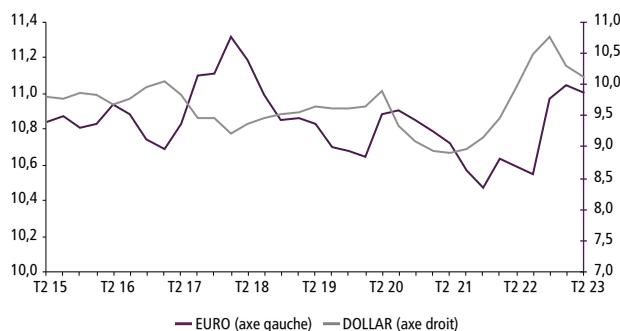
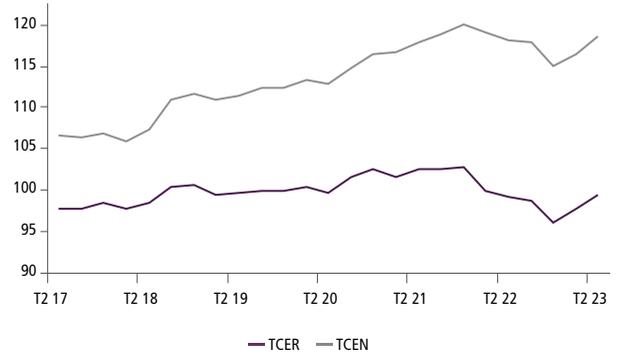
¹ Le coût de financement des banques est calculé comme une moyenne pondérée des coûts de leurs ressources.

Tableau 3.3 : Taux débiteurs (en %)

	2022				2023	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Taux global	4,28	4,29	4,24	4,50	5,03	5,26
Particuliers	5,23	5,14	5,33	5,72	5,63	5,93
Crédits immobiliers	4,21	4,19	4,19	4,32	4,36	4,64
Crédits à la consommation	4,00	4,03	4,04	4,30	4,98	5,22
Crédits de trésorerie	3,83	3,84	3,93	4,19	4,98	5,28
Crédits à l'équipement	4,31	4,60	4,14	4,38	4,81	4,72
Crédits immobiliers	5,53	5,83	5,41	5,61	5,37	5,54

3.1.2 Taux de change

Durant le deuxième trimestre 2023, l'euro s'est apprécié de 1,48% par rapport au dollar américain. Dans ce contexte, le dirham s'est apprécié de 0,39% vis-à-vis de l'euro et de 1,84% face au dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, la monnaie nationale s'est appréciée en particulier de 11,56% par rapport à la livre turque et de 4,30% face au yuan chinois. Au total, le taux de change effectif a augmenté de 1,76% en termes nominaux et de 1,77% 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 deuxième trimestre 2023, des replis annuels de 30% à 28,7 milliards de dirhams pour les ventes et de 18,6% à 28,6 milliards pour les achats. Concernant les opérations à terme, elles ont connu des baisses de 40,1% à 16,1 milliards pour les achats et de 55,3% à 2,8 milliards pour les ventes.

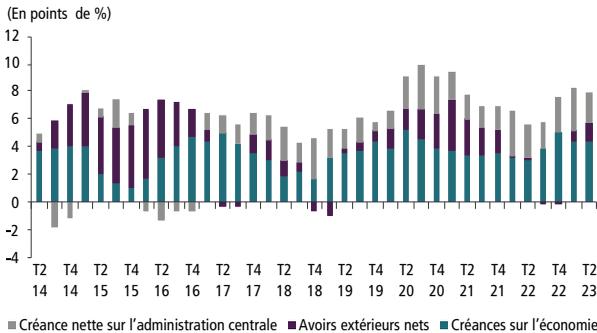
3.1.3 Situation monétaire

L'agrégat M3 a affiché une augmentation annuelle de 7,8% au deuxième trimestre 2023 contre 8,5% un trimestre auparavant. Cette évolution traduit un ralentissement du rythme de progression des dépôts à vue de 9,6% à 9% en lien notamment avec la décélération de la hausse de ceux des ménages de 9,4% à 8,3% et le recul des dépôts en devises de 13,3% après une hausse de 7,5% un trimestre auparavant.

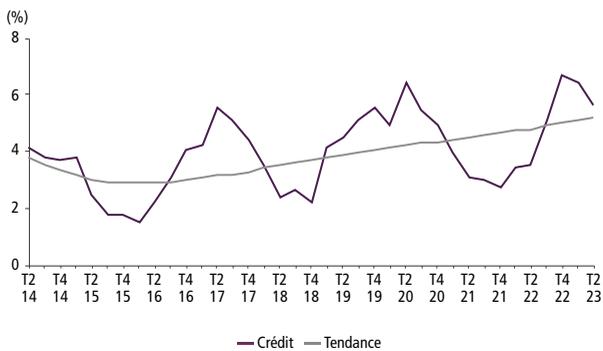
En revanche, la croissance de la circulation fiduciaire a connu une accélération de 11,5% à 13,6% et celle les titres des OPCVM monétaires est revenue de 25,3% à 28,3%. De même, le repli des dépôts à terme s'est atténué, passant de 8% à 4,4%, reflétant l'amélioration de ceux des entreprises publiques de 27,5% après 14,7%.

Par principales contreparties, l'évolution de la masse monétaire recouvre une accélération du rythme d'accroissement des avoirs officiels de réserve de 2,8% à 7,5%, et des décélérations de celui des créances nettes sur l'administration centrale de 16,6% à 11,9% et du crédit bancaire de 6,4% à 5,6%.

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



Graphique 3.7 : Crédit bancaire (variation en glissement annuel)



En particulier, le crédit au secteur non financier s'est accru de 5%, après 6,2% au premier trimestre 2022, résultat des ralentissements des rythmes des progressions des prêts accordés aux entreprises privées de 6,7% à 3,5% et de ceux octroyés aux ménages de 3,6% à 3,2%.

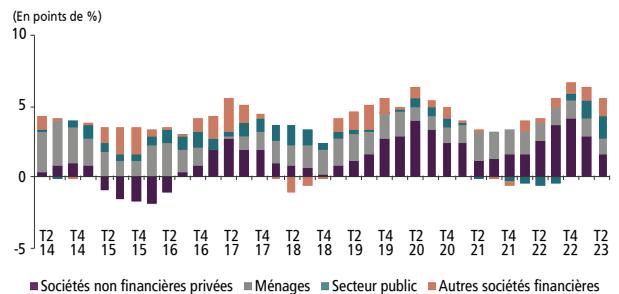
L'évolution du crédit aux sociétés non financières privées reflète notamment une décélération de la croissance des prêts à l'équipement de 5,1% à 3,6% et une poursuite de la baisse des prêts destinés à la promotion immobilière.

Concernant les prêts aux particuliers, leur accroissement est revenu de 3,1% à 2,8%, avec des ralentissements de 2,9% à 2,6% pour les crédits à l'habitat et de 3,2% à 2,2% pour ceux à la consommation.

Quant aux crédits aux entrepreneurs individuels, ils ont vu leur rythme de progression passer de 9,1% à 6,7%, reflétant en particulier les décélérations de la croissance des facilités de trésorerie de 14,3% à 11,9% et celle des prêts immobiliers de 18,4% à 5,7%. En revanche, les prêts aux entreprises publiques se sont renforcés de 35% après une progression de 25,9% un trimestre auparavant.

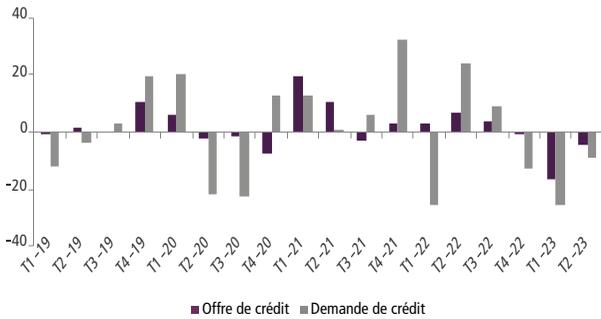
Par branche d'activité, les données du deuxième trimestre 2023 indiquent en particulier des accroissements annuels de 73,8% des crédits accordés pour les entreprises du secteur des « industries extractives », de 19,4% pour celles de l'« électricité, gaz et eau » et de 3,3% pour les entreprises du « bâtiments et travaux publics ». A l'inverse, les concours aux branches des « hôtels et restaurants » et des « industries alimentaires et tabac » ont accusé des replis respectifs de 2,2% et 2,9%.

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 6,3% et leur ratio à l'encours du crédit bancaire a atteint 8,8%. Elles se sont accrues de 9,9% pour les entreprises non financières privées et de 2,8% pour les ménages avec des ratios aux encours de 12,4% et 9,8% respectivement.

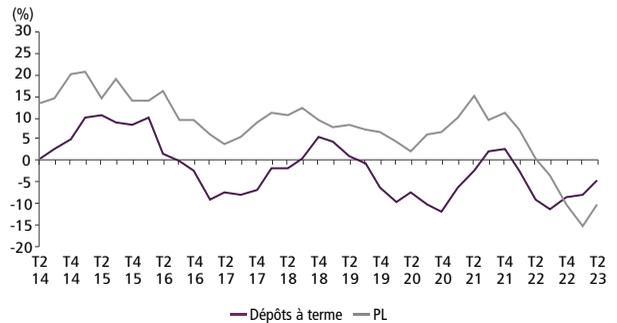
**Graphique 3.9 : Offre et demande de crédit
(Indice de diffusion)**

Source : BAM.

Pour ce qui est des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils ont augmenté de 7,2% au deuxième trimestre 2023. Cette évolution recouvre notamment des accroissements de 7,8% des crédits accordés par les sociétés de financement et de 10,5% de ceux distribués par les banques off-shores ainsi qu'une baisse de 0,2% des prêts consentis par les associations de microcrédit.

Les dernières données disponibles relatives au mois de juillet indiquent une croissance annuelle du crédit bancaire de 5,2%, recouvrant une décélération du rythme d'accroissement des prêts accordés au secteur non financier à 3,4% et une accélération de celui des prêts destinés aux sociétés financières à 17,4%.

Concernant les agrégats de placements liquides, ils ont connu un repli à 10,1%, moins accentué que celui de 15,2% observé un trimestre auparavant. Cette évolution reflète des atténuations des baisses des titres des OPCVM obligataires de 28,3% à 20%, des Bons du Trésor négociables de 6,9% à 2,5% et des titres des OPCVM actions et diversifiés de 18,4% à 13,9%.

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

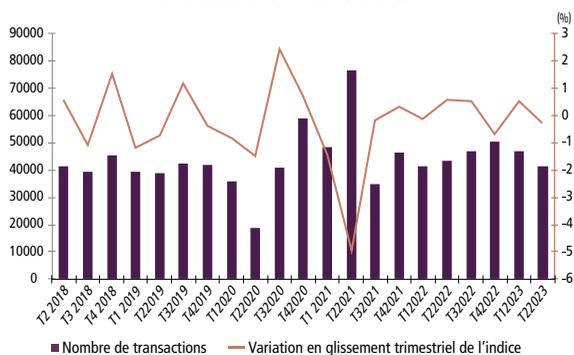
3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

Au deuxième trimestre de 2023, l'indice des prix des actifs immobiliers a reculé de 0,3%. Cette évolution traduit les régressions de 0,5% des prix du résidentiel et de 0,4% de ceux des biens à usage professionnel, les prix des terrains ayant connu une hausse de 0,3% d'un trimestre à l'autre. Pour sa part, le nombre de transactions a diminué de 12%, reflétant les replis de 10,3% pour les biens résidentiels, de 15,7% pour les terrains et de 16,9% pour les biens à usage professionnel.

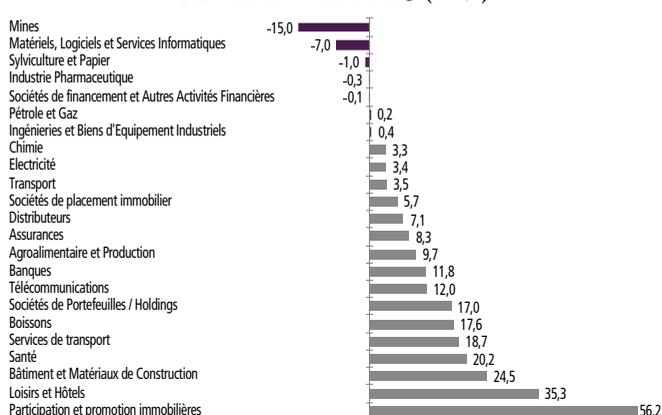
Au niveau des principales villes, les prix ont augmenté de 1,5% à Oujda, de 1,1% à El Jadida et de 0,7% à Marrakech et ont stagné à Casablanca. A l'inverse, les autres villes ont enregistré des baisses de prix allant de 0,1% à Kénitra à 3,7% à Rabat. S'agissant des ventes, à l'exception de Marrakech et Rabat où elles ont progressé de 5,4%, et de 8,3% , des reculs ont été affichés dans les autres villes avec des taux allant de 6,4% à Agadir à 25,9% à Kénitra.

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



Sources : BAM et ANCFCC.

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



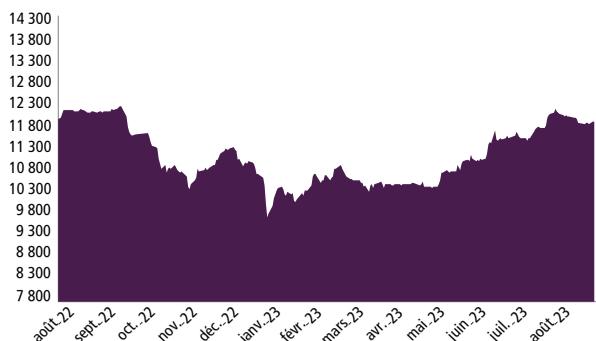
Source : Bourse de Casablanca.

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

Au cours du deuxième trimestre de 2023, le MASI s'est apprécié de 11,4%. Cette évolution trouve son origine principalement dans les accroissements des indices sectoriels des « bâtiments et matériaux de construction » de 24,5%, des banques de 11,7% et de l'agroalimentaire de 9,7%. En revanche, ceux relatifs aux secteurs des mines et aux « matériels, logiciels et services informatiques » ont reculé de 15% et de 7% respectivement d'un trimestre à l'autre.

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 15,3 milliards à 8,9 milliards de dirhams. Par compartiment, le chiffre d'affaires a atteint au deuxième trimestre 8,8 milliards après 5,2 milliards sur le marché central et 95,8 millions contre 1,2 milliard sur le marché de blocs. Dans ce contexte, la capitalisation boursière s'est accrue de 6,6% à 598,4 milliards de dirhams depuis le début de l'année.

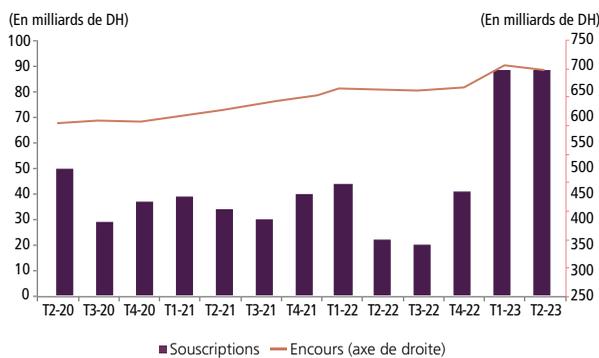
Les dernières données disponibles font ressortir une baisse du MASI de 1,1% en août contre une hausse de 4,3% en juillet, soit une performance annuelle de 11,5%. S'agissant du volume des transactions, il s'est élevé à 3,2 milliards en août et la capitalisation boursière s'est chiffrée à 618,7 milliards, en accroissement de 10,3% depuis le début de l'année.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les émissions du Trésor sur le marché intérieur ont atteint 90,3 milliards de dirhams au deuxième trimestre 2023. Ces dernières ont porté à hauteur de 48% sur des maturités moyennes, de 39% et 12% sur celles longues et courtes respectivement. Tenant compte des remboursements d'un montant de 95,1 milliards, l'encours des bons du Trésor s'est établi à 705,6 milliards, en hausse de 6% depuis le début de l'année.

Les dernières données disponibles font ressortir que les émissions de bons de Trésor se sont établies à 16,9 milliards de dirhams en juillet 2023 contre 25 milliards en juin. Elles ont porté pour 72% sur des maturités longues et 22% sur celles courtes. Compte tenu des remboursements d'un montant de 14,3 milliards, l'encours des bons du Trésor a atteint 708,2 milliards, en accroissement de 6,4% depuis le début de l'année.

Graphique 3.14 : Evolution des levées des bons du Trésor (en milliards de dirhams)



Source : BAM.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

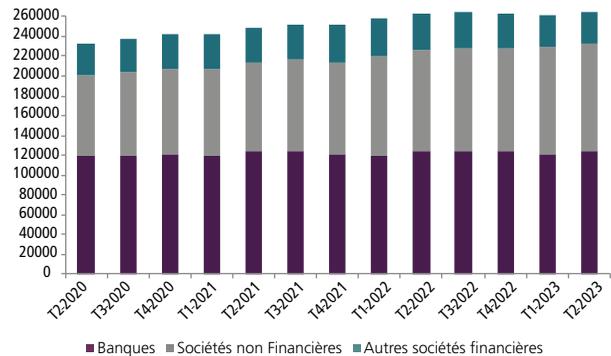
Sur le marché de la dette privée, les émissions ont augmenté de 21,6% à 22,2 milliards de dirhams au deuxième trimestre de 2023. Les banques ont levé un montant de 16,6 milliards contre 12,1 milliards le trimestre précédent et les sociétés non financières 4,6 milliards au lieu de 6 milliards.

Par instrument, les émissions des titres de créances négociables ont progressé de 35% à 20,9 milliards dont 16,1 milliards sous forme de certificats de dépôts et 4,3 milliards de billets de trésorerie. Pour leur part, les émissions des obligations sont revenues de 2,7 milliards à 1,3 milliard dont 76% effectuées par les sociétés financières.

Les dernières données disponibles montrent que les émissions de dette privée se sont élevées à 8 milliards

en juillet contre 2,7 milliards en juin et compte tenu des remboursements, l'encours de cette dette a atteint 266,4 milliards de dirhams, en hausse de 1,4% 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 deuxième trimestre 2023, les souscriptions aux titres des OPCVM ont régressé de 4,2% à 273,5 milliards et les rachats ont reculé de 12,7% à 246,6 milliards, soit une collecte nette de 26,9 milliards de dirhams. S'agissant des performances, elles ont connu une progression trimestrielle de 9,6% pour les fonds actions, de 4,7% les diversifiés, de 2,4% pour les obligataires à moyen et long termes, de 1,2% pour les obligataires à court terme et de 0,8% pour les monétaires.

Les données du mois d'août¹ indiquent une progression de 11,2% de l'actif net des OPCVM depuis le début de l'année à 556,8 milliards de dirhams, incluant des hausses des encours de 59,3% pour les fonds obligataires à court terme, de 19,3% pour les OPCVM monétaires, de 3% pour ceux obligataires à moyen et long terme, de 12,4% pour des OPCVM actions et de 2,1% pour les fonds diversifiés. En revanche, l'actif net des OPCVM a diminué de 22,1% pour les fonds contractuels.

¹ Données arrêtées au 25 août 2023.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Au terme des huit premiers mois de 2023, l'exécution budgétaire s'est soldée par un déficit de 41,6 milliards de dirhams, en creusement de 11,3 milliards comparativement à la même période en 2022. Cette évolution résulte principalement d'une amélioration de 4,9% des recettes ordinaires, reflétant des progressions de 3,8% des rentrées fiscales et de 12,1% de celles non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires ont enregistré une hausse de 1,6%, recouvrant essentiellement des accroissements de 7,4% des dépenses de biens et services et de 7,5% des charges en intérêts de la dette ainsi qu'une baisse de 31,2% des charges de compensation. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 7,8 milliards, au lieu de 715 millions un an auparavant. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont augmenté de 25,4% à 59,2 milliards, portant ainsi les dépenses globales à 277,7 milliards, en alourdissement de 5,9%. Par ailleurs, le solde positif des comptes spéciaux du Trésor s'est établi à 9,8 milliards, en diminution de 6,4 milliards, tenant compte d'une recette de 6,8 milliards correspondant au produit de la Contribution sociale de solidarité sur les bénéficiaires et les revenus, affectée au Fonds d'appui à la protection sociale et à la cohésion sociale.

Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 10,2 milliards, le déficit de caisse s'est creusé à 51,8 milliards, contre 33,9 milliards un an auparavant. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures nettes de 19,6 milliards et des financements extérieurs d'un montant net de 32,1 milliards. Ainsi, l'encours de la dette publique directe se serait accru de 7,6% par rapport à son niveau à fin décembre 2022. S'agissant des conditions de financement du Trésor, elles se sont largement resserrées comparativement à la même période en 2022.

4.1 Recettes ordinaires

Au titre des huit premiers mois de l'année 2023, les recettes ordinaires ont affiché un accroissement de 4,9% à 226,3 milliards, reflétant des augmentations de 3,8% des rentrées fiscales et de 12,1% de celles non fiscales. L'amélioration du produit fiscal a concerné l'ensemble des impôts et taxes à l'exception de la TVA à l'importation et les TIC sur les produits énergétiques.

Ainsi, les recettes des impôts directs, ont été réalisées à hauteur de 67,8% par rapport à la loi de finances (LF), affichant une hausse de 5,4% à 76,8 milliards. L'évolution des rentrées de l'IR, en renforcement de 6,9% à 35,3 milliards, incorpore des augmentations de 1,6 milliard des recettes générées par l'IR sur salaires et de 114 millions de celles de l'IR sur profits immobiliers. Quant à l'IS, ses recettes ont progressé de 2,7% à 39,3 milliards, traduisant principalement le recul de 1,1 milliard du complément des régularisations, qui a été plus que compensé notamment par les accroissements

de 780 millions des recettes issues des deux acomptes et de 649 millions provenant du contrôle fiscal.

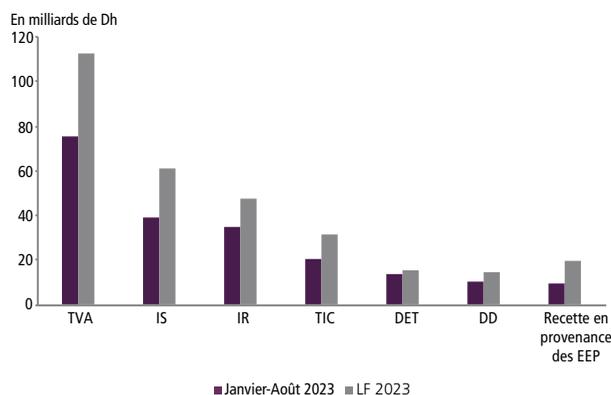
Du côté des recettes des impôts indirects, elles se sont améliorées de 0,7% à 96,2 milliards, recouvrant en particulier une hausse de 1,2% à 75,8 milliards des rentrées de la TVA et une baisse de 0,9% à 20,4 milliards de celles de la TIC. Les recettes de cette dernière taxe incorporent notamment une diminution de 2,4% à 10,6 milliards de la TIC sur les produits énergétiques et de 0,4% à 7,9 milliards de celle sur les tabacs. L'amélioration de la TVA est attribuable à sa composante intérieure qui a drainé des recettes de 26,1 milliards, en progression de 16,4%, tenant compte notamment d'un recul de 974 millions à 6,6 milliards des remboursements de crédits de TVA, alors que celle à l'importation est ressortie en repli de 5,3% à 49,7 milliards, en relation notamment avec les mesures prises pour soutenir le secteur agricole.

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

	Janv.- Août 2022	Janv.- Août 2023	Var. en %	LF 2023	Réalisation par rapport à la LF (en %)
Recettes ordinaires	215,8	226,3	4,9	341,7	66,2
Recettes fiscales	189,9	197,2	3,8	289,3	68,2
- Impôts directs	72,8	76,8	5,4	113,2	67,8
Dont IS	38,2	39,3	2,7	60,9	64,5
IR	33,0	35,3	6,9	47,9	73,7
- Impôts indirects	95,5	96,2	0,7	145,1	66,3
TVA*	74,9	75,8	1,2	113,3	66,9
TIC	20,6	20,4	-0,9	31,8	64,1
- Droits de douane	9,3	10,4	11,8	15,0	69,2
- Enregistrement et timbre	12,4	13,9	12,4	15,9	87,1
Recettes non fiscales	23,4	26,2	12,1	49,1	53,4
- Recettes en provenance des EEP	7,1	9,8	38,2	19,5	50,5
- Autres recettes	16,3	16,4	0,8	29,7	55,3
Mécanismes de financement spécifiques	10,2	9,0	-11,7	25,0	36,0
Recettes des CST	2,5	2,8	14,0	3,3	84,7

* 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 renforcées respectivement de 11,8% à 10,4 milliards et de 12,4% à 13,9 milliards.

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

Pour ce qui est des recettes non fiscales, elles se sont élevées à 26,3 milliards, en hausse de 12,1% comparativement à fin août 2022. Cette amélioration s'explique principalement par celle des recettes provenant des établissements et entreprises publics (EEP) qui ont atteint 9,8 milliards, au lieu de 7,1 milliards un an auparavant, et qui ont été essentiellement versées par l'OCP à hauteur de 6 milliards, par l'ANCFCC pour 2,5 milliards et par Bank Al-Maghrib pour 690 millions. Pour leur part, les « autres recettes » se sont situées à 16,4 milliards, dont 9 milliards au titre des recettes des mécanismes de financement spécifiques et 509 millions en dons CCG.

4.2 Dépenses

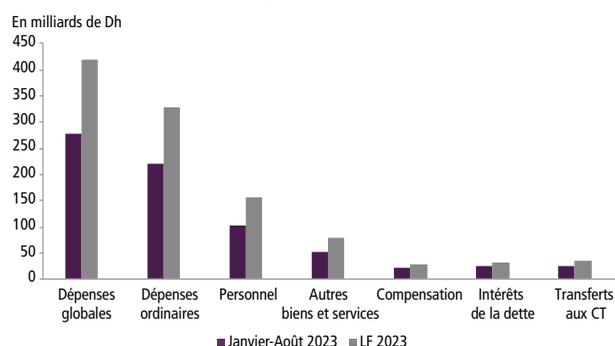
Les dépenses globales se sont alourdies de 5,9% à 277,7 milliards de dirhams, reflétant des accroissements de 1,6% à 218,5 milliards de celles ordinaires et de 25,4% à 59,2 milliards de celles d'investissement. Les dépenses de biens et services ont atteint 151 milliards, en augmentation de 7,4% par rapport aux huit premiers mois de 2022, résultat de hausses de 3,1% à 100,9 milliards de la masse salariale et de 17,2% à 50 milliards des dépenses au titre des autres biens et services. Celles-ci tiennent compte notamment des progressions de 17,1% à 26 milliards des transferts au profit des EEP et de 87,2% à 7,3 milliards des versements aux comptes spéciaux du Trésor. L'évolution de la masse salariale incorpore, pour la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel, des accroissements de 1,3% de sa composante structurelle et de 11,2% à 5,8 milliards des rappels.

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

	Janv.- Août 2022	Janv.- Août 2023	Var. en %	LF 2023	Exécution par rapport à la LF (en %)
Dépenses globales	262,3	277,7	5,9	416,6	66,7
Dépenses ordinaires	215,1	218,5	1,6	325,5	67,1
Biens et services	140,6	151,0	7,4	234,9	64,3
Personnel	97,9	100,9	3,1	155,8	64,8
Autres biens et services	42,7	50,0	17,2	79,1	63,3
Intérêts de la dette	23,4	25,1	7,5	30,0	83,8
Compensation	28,6	19,7	-31,2	26,6	74,0
Transferts aux CT	22,5	22,7	1,2	34,0	66,9
Investissement	47,2	59,2	25,4	91,1	64,9

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

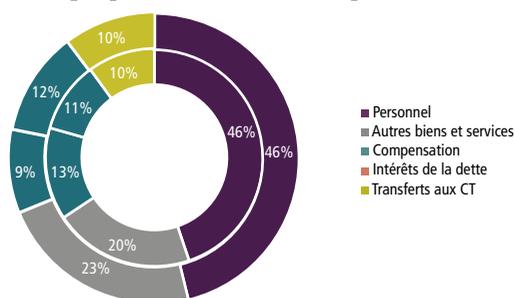
**Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi
de finances**



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

S'agissant des charges en intérêts de la dette, elles se sont accrues globalement de 7,5% à 25,1 milliards et de 59,1% à 4,8 milliards de celles sur la dette extérieure en particulier. Celles relatives à la dette intérieure se sont stabilisées à 20,4 milliards.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires



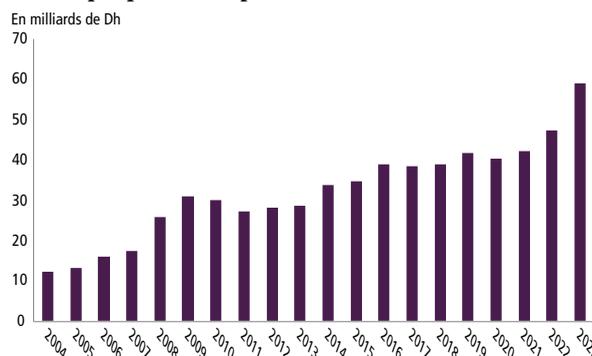
Anneau intérieur : Janvier-Août 2022
Anneau extérieur : Janvier-Août 2023

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

Pour leur part, les charges de compensation se sont allégées de 31,2% à 19,7 milliards de dirhams, correspondant à un taux d'exécution de 74%. Cette atténuation découle notamment de la baisse de 4,2 milliards à 11,5 milliards de la charge au titre du gaz butane, en lien avec le recul du cours international de ce produit et l'appréciation du dirham par rapport au dollar. Le reste a été consacré au soutien du sucre à hauteur de 3,9 milliards, de la farine nationale pour 3,2 milliards et des subventions accordées aux professionnels du secteur du transport pour 1 milliard.

Quant aux dépenses d'investissement, elles ont bondi de 25,4% à 59,2 milliards, tenant compte notamment d'un versement de 18,5 milliards aux Comptes Spéciaux du Trésor, contre 19,4 milliards à fin août 2022. Le taux d'exécution de ces dépenses par rapport à la LF est ressorti à 64,9%.

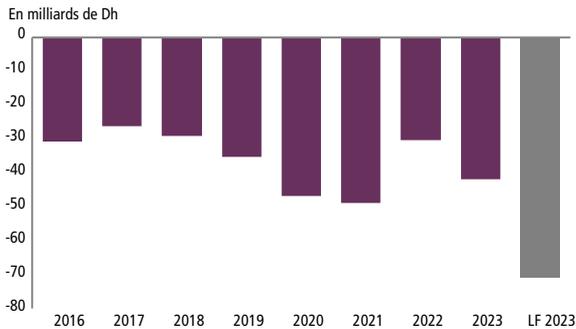
Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin août



Sources : 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 41,6 milliards de dirhams, contre 30,3 milliards à fin août 2022. En outre, et considérant la réduction du stock des opérations en instance d'un montant de 10,2 milliards, contre 3,6 milliards un an auparavant, le déficit de caisse s'est établi à 51,8 milliards, en creusement de 17,9 milliards.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin août


Source : MEF (DTFE).

Le besoin de financement du Trésor a été couvert par des ressources intérieures nettes de 19,6 milliards et par des concours extérieurs d'un montant net de 32,1 milliards. Les tirages extérieurs bruts se sont élevés à 38,9 milliards, dont 25,8 milliards au titre de l'émission obligataire effectuée sur le marché financier international.

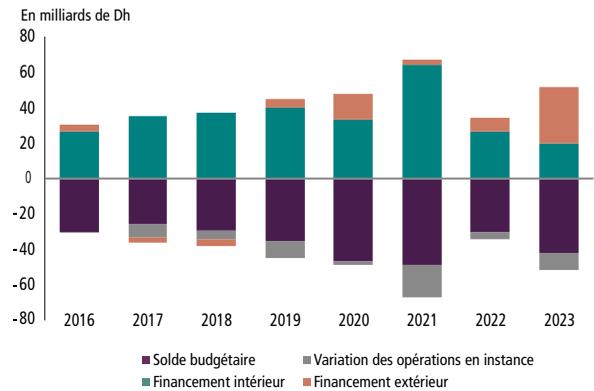
Tableau 4.3 : Financement du déficit (en milliards de dirhams)

	Janv. - Août 2022	Janv. - Août 2023	LF 2023
Solde ordinaire	0,7	7,8	16,3
Solde des CST	16,2	9,8	4,2
Solde primaire	-6,9	-16,5	-40,7
Solde budgétaire	-30,3	-41,6	-70,7
Variation des opérations en instance	-3,6	-10,2	
Besoin de financement	-33,9	-51,8	-70,7
Financement intérieur	26,5	19,6	13,1
Financement extérieur	7,3	32,1	52,5
Cession des participations de l'État	0,0	0,0	5,0

Sources : Données MEF (DTFE).

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a porté sur un montant net de 37,6 milliards contre 12,8 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont concerné notamment les bons à 2 ans pour un montant de 32,1 milliards, les bons à 15 ans à hauteur de 25,1 milliards, ceux à 52 semaines pour 15,7 milliards et ceux à 10 ans pour 12,3 milliards. En parallèle, les remboursements nets ont été observés au niveau des bons à 5 ans pour

un montant de 30,2 milliards, ceux à 13 semaines à hauteur de 10,4 milliards, les bons à 32 jours pour 10 milliards et ceux à 26 semaines pour 4,3 milliards.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin août*


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 août indiquent une hausse des taux moyens pondérés par rapport à la même période en 2022. Pour les maturités longues, les augmentations ont atteint 222 points de base (pb) à 5,5% pour les bons à 30 ans, 213 pb à 4,83% pour ceux à 15 ans et 199 pb à 4,41% pour ceux à 10 ans. De même, pour les maturités moyennes et courtes, les taux ont enregistré des accroissements de 182 pb à 3,75% pour les bons à 2 ans, de 181 pb à 4,01% pour ceux à 5 ans et de 161 pb à 3,39% pour les bons à 52 semaines.

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

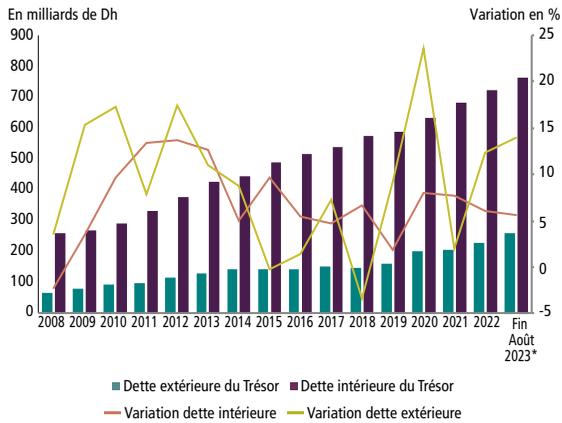
	2018	2019	2020	2021	2022	Fin août 2023*
Dettes extérieures du Trésor	148,0	161,6	199,7	203,8	228,9	261,0
Var en %	-3,4	9,2	23,6	2,0	12,3	14,0
Dettes intérieures du Trésor	574,6	585,7	632,9	681,5	722,9	762,9
Var en %	6,6	1,9	8,1	7,7	6,1	5,5
Encours de la dette directe	722,6	747,3	832,6	885,3	951,8	1023,9
Var en %	4,4	3,4	11,4	6,3	7,5	7,6

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

Sources : Données MEF (DTFE).

Pour ce qui est de la dette publique directe, son encours aurait progressé de 7,6% à fin août 2023 comparativement à son niveau à fin décembre 2022, avec des hausses de 5,5% de sa composante intérieure et de 14% de celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



Sources : Données MEF (DTFE) et estimations BAM.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Au premier trimestre 2023, la croissance économique s'est accélérée à 3,5% après 0,5% au même trimestre de 2022, résultat d'une hausse de 6,9%, au lieu d'un recul de 12,2%, de la valeur ajoutée agricole et d'un accroissement de 3,2%, après 2,4% de celle non agricole. Du côté de la demande, la croissance reste tirée par les échanges extérieurs dont la contribution s'est renforcée, passant de 2,3 points de pourcentage à 3,6 points, tandis que celle de la demande intérieure est demeurée négative tout en s'atténuant de -1,8 point à -0,1 point dans un contexte d'inflation élevée.

Cette performance se serait poursuivie aux deuxième et troisième trimestres à la faveur d'une relative amélioration de la production agricole et de la bonne tenue de l'activité dans le tertiaire, notamment dans l'« hébergement et la restauration » et certains services non marchands.

Sur le marché du travail, l'économie a accusé, entre le deuxième trimestre 2022 et la même période de 2023, une perte de 86 mille postes après une création de 133 mille un an auparavant, recouvrant une baisse de 266 mille emplois dans l'agriculture et une augmentation de 179 mille dans les activités non agricoles dont plus de la moitié dans les services. Tenant compte d'une entrée nette de 71 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a reculé de 45,2% à 44,8%, et le taux de chômage s'est accru de 11,2% à 12,4% au niveau national, de 15,5% à 16,3% dans les villes et de 4,2% à 5,7% dans les campagnes.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

Les dernières données des comptes nationaux relatives au premier trimestre de 2023 font ressortir une progression de la consommation des ménages de 0,1% après une contraction de 1,3% au même trimestre de l'année précédente. Sa participation à la croissance est ainsi ressortie positive de 0,1 point de pourcentage au lieu d'une contribution négative de 0,8 point.

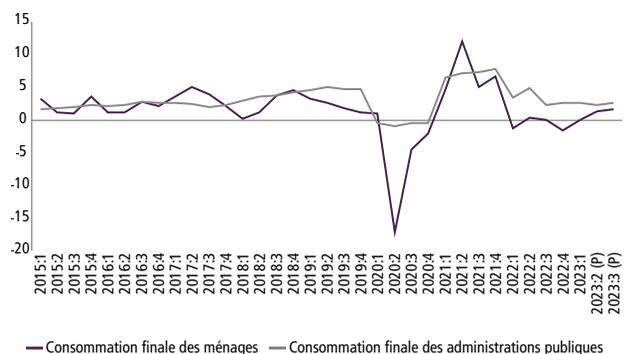
Aux deuxième et troisième trimestres, le rythme de de la consommation des ménages se serait accéléré à 1,5% en moyenne après 0,2% un an auparavant, reflétant l'amélioration des revenus agricoles, le maintien des transferts des MRE à des niveaux élevés et le ralentissement graduel de l'évolution des prix à la consommation. Pour leurs parts, les crédits à la consommation se sont inscrits en décélération à 1% à fin juillet.

Par ailleurs, l'indice de confiance des ménages a poursuivi sa dégradation, s'établissant à 45,4 points, soit son niveau le plus bas depuis 2008.

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, elle s'est accrue de 2,7% après 3,5% et sa participation à la croissance est revenue de 0,7 point de pourcentage à 0,5 point.

Au cours des deuxième et troisième trimestres, son rythme aurait décéléré à 2,5% après 3,6% un an auparavant, reflétant le ralentissement des dépenses de fonctionnement de 5,3% à 4,8% à fin juillet.

Graphique 5.1 : Dépenses de consommation (variation en %)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

5.1.2 Investissement

Au premier trimestre de 2023, l'investissement a enregistré un nouveau repli de 2,6% après celui de 6,9% au même trimestre de l'année précédente. Ainsi, sa contribution négative à la croissance est passée de -1,8 point de pourcentage à -0,6 point.

Cette baisse de l'investissement se serait de nouveau atténuée au cours des deuxième et troisième trimestres avec une diminution de 2% en moyenne, au lieu de -7,5% un an auparavant. Cette évolution est corroborée par les données infra-annuelles disponibles qui montrent notamment, une accélération de 12,1% à 21,6% de l'investissement du Trésor, à fin juillet, et une amélioration de 8,7% contre une diminution de 2,3% des crédits à l'équipement.

Par ailleurs, les résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib au titre du deuxième trimestre 2023 montrent que le climat des affaires a été qualifié de « normal » par 72% des entreprises et de « défavorable » par 20% d'entre elles.

5.2 Demande extérieure

Au premier trimestre 2023, les exportations nettes de biens et services en volume ont contribué positivement à la croissance de 3,6 points de pourcentage au lieu de 2,3 points durant le premier trimestre 2022, le rythme d'évolution des exportations s'étant accéléré de 9,8% à 19,8% et celui des importations de 2% à 8,8%.

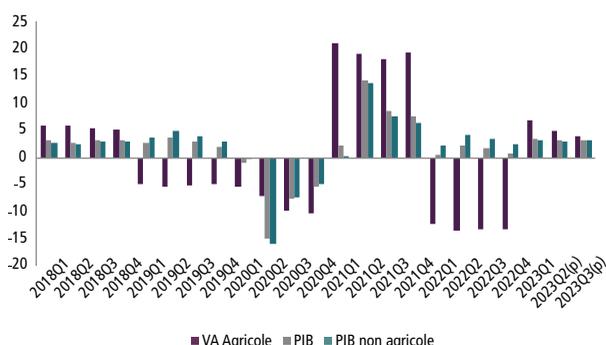
Au cours des deux trimestres suivants, la progression des exportations aurait ralenti à 7,2%, en lien en particulier avec l'atténuation de la baisse des ventes des phosphates et dérivés. Parallèlement, les importations auraient affiché un ralentissement de 11,9% à 1,4% tiré notamment par le repli des importations des produits énergétiques.

5.3 Offre globale

Au premier trimestre 2023, la croissance économique a atteint 3,5% après 0,5% au même trimestre une année auparavant. Cette accélération reflète un accroissement de 6,9%, après un recul de 12,2%, de la valeur ajoutée agricole et une progression de 3,2%, au lieu de 2,4%, de celle non agricole.

Au cours des deuxième et troisième trimestres, l'activité aurait continué à s'améliorer avec un taux moyen de 3,2% contre 1,9% un an auparavant. La valeur ajoutée agricole aurait augmenté de 4,5% après une baisse de 13,3%, traduisant notamment une hausse de la récolte céréalière à 55,1 MQx, tandis que celle non agricole se serait accrue de 3,2% au lieu de 3,7%.

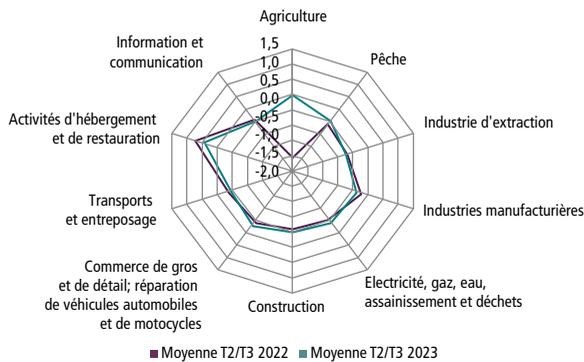
Graphique 5.2 : PIB par composante (aux prix de l'année précédente, variation en %, en glissement annuel, base 2014)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Pour le secteur secondaire, l'activité aurait poursuivi son atonie au cours des deuxième et troisième trimestres de 2023 avec une évolution négative de 0,4% en moyenne, soit le même rythme enregistré un an auparavant. Cette évolution refléterait des baisses de 6,3% dans les mines et de 1,5% dans le BTP et des hausses de 2,1% dans la branche « électricité et eau » et de 0,9% dans les industries de transformation.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Au niveau du secteur tertiaire, sa valeur ajoutée se serait améliorée de 4,8%, en moyenne, au cours des deuxième et troisième trimestres au lieu de 6% la même période de l'année précédente. En particulier, les activités d'hébergement et de restauration auraient poursuivi leur redressement, bien que partiel, avec une augmentation de 31%, bénéficiant notamment de l'opération Marhaba 2023. Aussi, les deux branches « administration publique et défense, sécurité sociale obligatoire » et « éducation, santé humaine et activités d'action sociale » auraient connu une progression de leur valeur ajoutée dans un contexte marqué par un accroissement des dépenses du personnel.

5.4 Marché du travail et capacités de production

5.4.1 Activité et emploi

Entre le deuxième trimestre 2022 et la même période de 2023, la situation du marché du travail a été caractérisée par une hausse de 0,6% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus pour s'établir à près de 12,5 millions de personnes. Cette évolution recouvre un accroissement de 2,8% dans les villes et une régression de 3% dans les campagnes.

Compte tenu d'une progression de 1,4% de la population en âge d'activité, le taux d'activité a diminué

de 0,4 point à 44,8% au niveau national, de 1,6 point à 49,2% dans les campagnes, alors qu'il s'est accru de 0,3 point à 42,6% en milieu urbain.

En parallèle, l'économie nationale a accusé une perte de 86 mille emplois, après une création de 133 mille un an auparavant, et la population active occupée a ainsi reculé de 0,8% à 10,9 millions de personnes. A l'exception de l'agriculture qui a accusé une baisse de 266 mille emplois, les autres secteurs ont connu des créations s'élevant à 103 mille postes dans les services, à 46 mille dans l'industrie y compris l'artisanat et à 30 mille dans le BTP.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population au chômage a affiché un bond de 11,2% pour s'établir à 1,5 million de personnes, et le taux de chômage a augmenté de 11,2% à 12,4% au niveau national, de 15,5% à 16,3% en milieu urbain et de 4,2% à 5,7% en zones rurales. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux a enregistré une hausse de 3,4 points à 33,6% globalement et de 5,7 points à 18,4% dans les campagnes, alors que dans les villes, il a reculé de 0,3 point à 46,1%.

Parallèlement, la situation du marché a été marquée par un accroissement du sous-emploi¹ avec un taux passant de 8,5% à 9% au niveau national, de 7,7% à 8,4% en milieu urbain et de 9,6% à 9,9% en zones rurales.

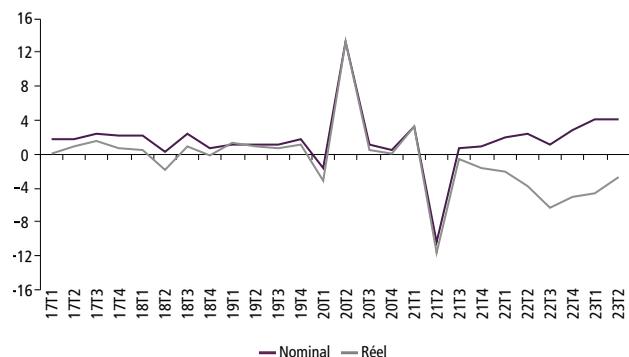
5.4.3 Productivité et salaires

Dans les activités non agricoles, la productivité apparente du travail, appréhendée par le ratio de la valeur ajoutée à l'emploi, se serait améliorée au deuxième trimestre 2023 de 0,7% après un repli de 0,7% un an auparavant. Cette évolution aurait résulté d'une progression de 3,1%, au lieu de 4%, de la valeur ajoutée et de 2,4%, après 4,7%, des effectifs employés.

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

Pour sa part, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS en rapportant la masse salariale aux effectifs employés, a enregistré au deuxième trimestre une hausse, en termes nominaux, de 4% au lieu de 2,3% un an auparavant, et a accusé, en termes réels, une diminution de 2,6% après celle de 3,7%.

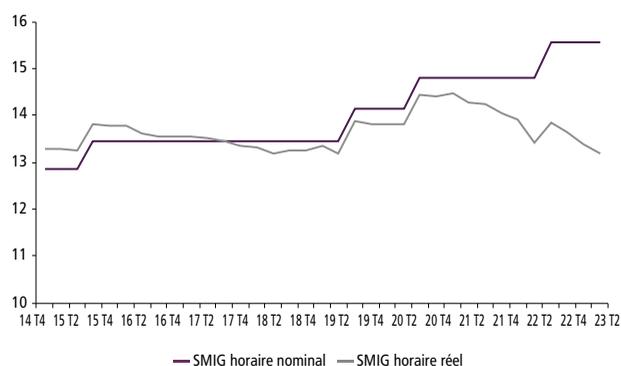
Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)



Sources : Données CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il s'est établi en termes nominaux à 15,55 dirhams au deuxième trimestre 2023, en augmentation de 5% en glissement annuel. Tenant compte d'une hausse de 6,8% de l'indice des prix à la consommation, il aurait reculé en termes réels de 1,7%. Au troisième trimestre, et tenant compte de la deuxième revalorisation à partir du 1^{er} septembre 2023, le SMIG horaire devrait s'accroître de 5% pour passer à 16,29 dirhams en termes nominaux et marquer une stagnation en termes réels.

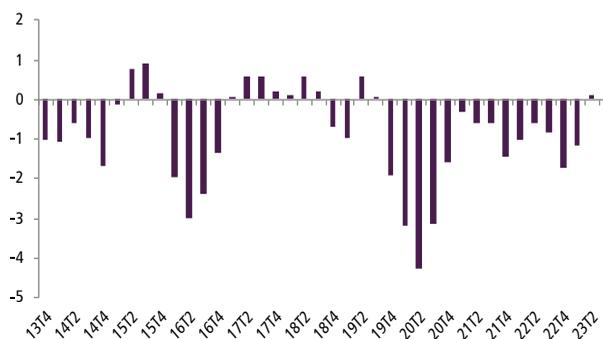
Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)



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 positif aux deuxième et troisième trimestres 2023.

Graphique 5.6 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T2 2022	T2 2023
Taux d'activité (en %)	45,2	44,8
Urbain	42,3	42,6
Rural	50,8	49,2
Taux de chômage (en %)	11,2	12,4
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	30,2	33,6
Urbain	15,5	16,3
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	46,4	46,1
Rural	4,2	5,7
Créations d'emplois (en milliers)	133	-86
Urbain	285	121
Rural	-152	-206
Secteurs		
- Agriculture, forêt et pêche	-210	-266
- Industrie y compris l'artisanat	76	46
- BTP	30	30
- Services	237	103
Productivité apparente non agricole (variation en %)	-0,7	0,7
Indice des salaires moyens (variation en %)		
Nominal	2,3	4,0
Réel	-3,7	-2,6

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

Après six trimestres de hausses successives, l'inflation a ralenti pour la première fois au deuxième trimestre 2023, une évolution en ligne mais légèrement plus rapide que celle prévue dans le RPM de juin dernier. Elle est, en effet, revenue à 6,8% en moyenne après un pic de 9,1% au premier trimestre. Sa décélération s'est poursuivie en juillet et août, où elle est ressortie à un taux moyen de 4,9%, tirée par le ralentissement de l'ensemble de ses composantes à l'exception des tarifs réglementés. Ainsi, le rythme de progression des prix a diminué de 23,7% à 16,3% pour les produits alimentaires à prix volatils et le repli des prix des carburants et lubrifiants s'est accentué de 13,6% à 16,4%. Dans le même sillage, l'inflation sous-jacente a reculé à 4,9% en moyenne en juillet et août au lieu de 6,2% au deuxième trimestre reflétant une décélération de sa composante alimentaire et, dans une moindre mesure, de celle non alimentaire.

A court terme, l'inflation devrait continuer de s'inscrire dans une tendance baissière pour se situer à 4,6% au troisième trimestre au même titre que sa composante sous-jacente qui s'établirait à 4,7%.

6.1 Evolution de l'inflation

Après avoir atteint un pic de 9,1% au premier trimestre 2023, l'inflation est revenue à 6,8% au deuxième trimestre puis à 4,9% en moyenne en juillet et août ramenant son niveau moyen au titre des huit premiers mois de l'année à 7,1%. A l'exception des tarifs réglementés, cette décélération a concerné l'ensemble des composantes avec des ralentissements plus marqués pour les prix des produits alimentaires à prix volatils et l'inflation sous-jacente.

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

Les prix des produits alimentaires à prix volatils ont cumulé des hausses mensuelles de 2,1% en juillet et août traduisant essentiellement le renchérissement de 25,8% pour les « agrumes », de 5,4% pour les « fruits frais » et de 3,8% pour les « poissons frais ».

Toutefois, en comparaison annuelle, les prix de cette catégorie ressortent en décélération, revenant de 23,7% au deuxième trimestre à 16,3% en moyenne en juillet et août. Ils continuent de contribuer positivement à l'inflation à hauteur de 2 points de pourcentage, contre 3 points un trimestre auparavant.

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

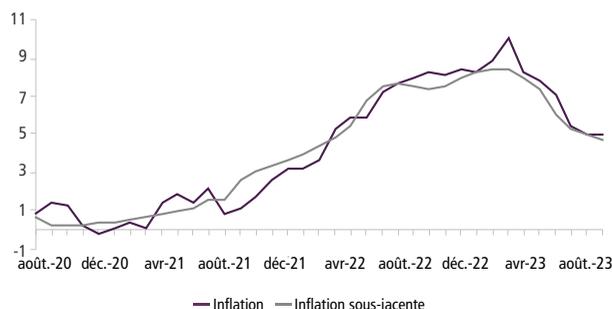
(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	juin 23	juil. 23	août 23	juin 23	juil. 23	août 23
Inflation	-0,9	0,3	0,3	5,5	4,9	5,0
Produits alimentaires à prix volatils	-7,3	0,6	1,5	20,4	17,9	14,8
Produits réglementés	0,1	0,0	0,1	1,0	0,9	1,0
Carburants et lubrifiants	-0,2	0,5	6,7	-20,1	-23,1	-8,9
Inflation sous-jacente	0,1	0,3	-0,2	5,3	5,1	4,7
Produits alimentaires	0,0	0,6	-0,6	9,0	8,5	7,8
Articles d'habillement et chaussures	0,0	0,2	-0,1	3,6	3,6	3,0
Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,0	0,0	0,2	1,6	1,4	1,4
Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,4	0,1	0,1	3,5	3,1	3,0
Santé ¹	0,6	0,6	0,0	2,6	3,2	3,6
Transport ²	0,1	0,2	0,0	4,0	3,9	2,7
Communication	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0
Loisirs et cultures ¹	-0,1	0,0	-0,1	0,4	0,3	-0,1
Enseignement	0,0	0,0	0,0	4,5	4,5	4,5
Restaurants et hôtels	0,5	0,8	0,7	6,0	5,8	5,9
Biens et services divers ¹	0,2	0,1	0,1	2,5	2,5	2,5

¹ Hors produits réglementés.

² Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

Sources : Données HCP et calculs BAM.

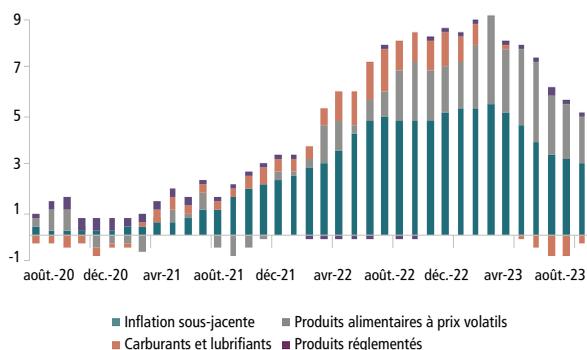
Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente (en %, en glissement annuel)



Sources : HCP et calculs BAM.

S'agissant des tarifs réglementés, ils ont enregistré une augmentation mensuelle cumulée de 0,1% en juillet et août traduisant principalement un relèvement de 0,9% de ceux des services médicaux. En comparaison annuelle, les prix des produits réglementés ont progressé de 1% en moyenne en juillet et août, soit un rythme inchangé par rapport au deuxième trimestre. Leur contribution à l'inflation s'est établie, au même titre qu'au trimestre précédent, à 0,2 point de pourcentage en moyenne en juillet et août.

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



Sources : Données HCP et calculs BAM.

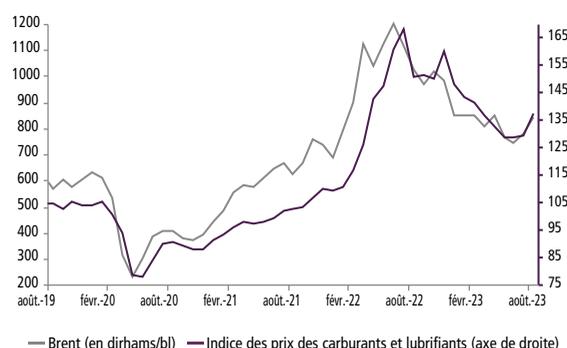
Quant aux prix des carburants et lubrifiants, ils ont connu une hausse mensuelle cumulée de 7,1% en juillet et août, en lien notamment avec l'augmentation des cours internationaux des produits pétroliers. Le cours du Brent, en particulier, est passé à 86,2\$/bl en août au lieu de 80,1\$/bl en juillet et 74,9\$/bl en juin. L'effet de ce renchérissement aurait été atténué par l'appréciation de 2,7% de la monnaie nationale vis-à-

vis du dollar américain en moyenne en juillet et août comparativement au deuxième trimestre.

Toutefois, en comparaison annuelle, les prix des carburants et lubrifiants ont connu une accentuation de leur recul à 16,4% en moyenne en juillet et août après une baisse de 13,6% le trimestre précédent.

Au total, les prix de ces produits continuent de contribuer négativement à l'inflation à hauteur de -0,7 point de pourcentage en moyenne en juillet et août au lieu de -0,5 point un trimestre auparavant.

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



Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

6.1.2. Inflation sous-jacente

La décélération de l'inflation fondamentale, entamée au deuxième trimestre, s'est poursuivie en juillet et août pour revenir à 4,9% en moyenne contre 6,2% un trimestre auparavant.

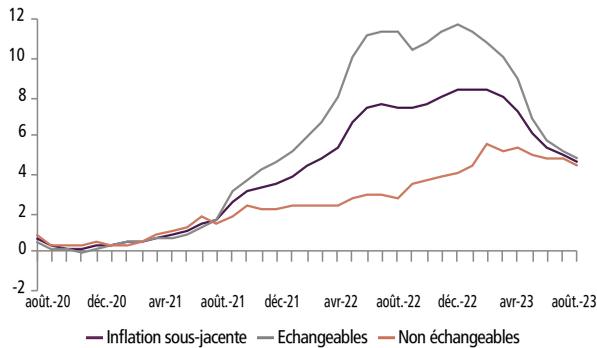
Cette évolution traduit pour l'essentiel la baisse du rythme d'accroissement des prix des produits alimentaires qui y sont inclus et qui ont augmenté de 8,1% en moyenne en juillet et août contre 10,8% en comparaison annuelle au deuxième trimestre. En particulier, les prix ont progressé de 12,2% au lieu de 18,6% pour les « huiles », de 8,6% après 15,1% pour les « produits laitiers » et de 10,7% contre 15% pour le « lait ».

Hors produits alimentaires, cette décélération concerne l'ensemble des divisions de l'IPCX¹ à l'exclusion de la « santé ». Ainsi, la hausse des prix a ralenti de 4,4%

¹ Il s'agit des onze rubriques composant le panier de l'inflation sous-jacente (Cf. Tableau 6.1).

à 3% pour les « meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer », de 4,8% à 3,3% pour le « transport », de 2,5% à 0% pour les « loisirs et culture » et de 2% à 1,5% pour « logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ».

Graphique 6.4 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables (en %, en glissement annuel)



Sources : Données HCP et calculs BAM.

La ventilation du panier de l'indicateur de l'inflation sous-jacente en produits échangeables et non échangeables laisse indiquer que cette décélération est tirée à hauteur de 90% par celle de sa composante échangeable.

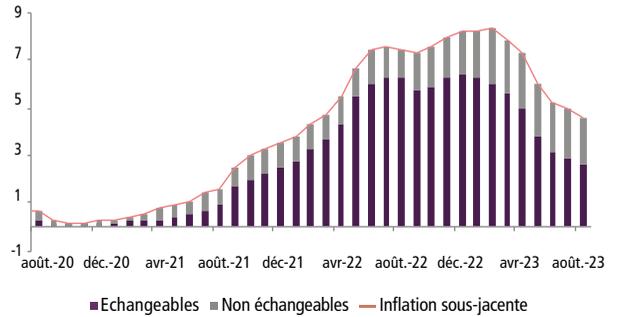
Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables

	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	juin 23	juil. 23	août 23	juin 23	juil. 23	août 23
Biens échangeables	0,0	0,1	0,0	5,7	5,2	4,7
Biens non échangeables	0,2	0,5	-0,4	4,8	4,8	4,5
Inflation sous-jacente	0,1	0,3	-0,2	5,3	5,1	4,7

Sources : Données HCP et calculs BAM.

Les prix de cette dernière ont vu leur rythme d'accroissement s'atténuer de 7,2% au deuxième trimestre à 5% en moyenne en juillet et août, en lien avec un relatif apaisement des pressions d'origine externe. L'inflation est revenue à 5,3% en moyenne au cours des deux derniers mois au lieu de 6,2% le trimestre précédent dans la zone euro, principal partenaire commercial du Maroc.

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

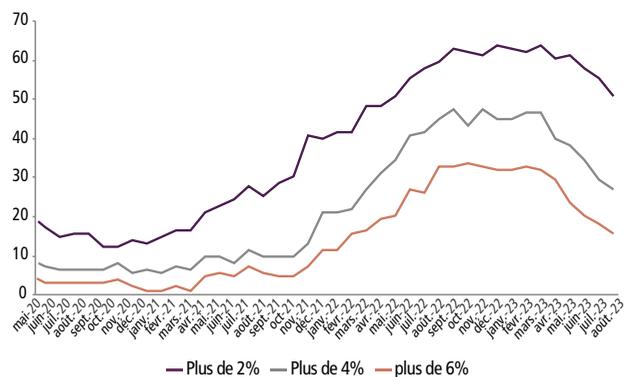


Sources : HCP et calculs BAM.

Quant aux prix des biens et services non échangeables, ils ont progressé de 4,7% en moyenne au cours des deux derniers mois contre 5% au deuxième trimestre traduisant essentiellement une augmentation moins importante des prix des « viandes fraîches ».

S'agissant de la diffusion des pressions inflationnistes, elle s'est atténuée au cours des deux derniers mois. La part des produits dont les prix se sont accrus de plus de 2% est, en effet, revenue à 54% en moyenne en juillet et août après 61% au deuxième trimestre. De même, les proportions des produits ayant connu une hausse des prix de plus de 4% et de 6% ont poursuivi leur recul.

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



Sources : HCP et calcul BAM.

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

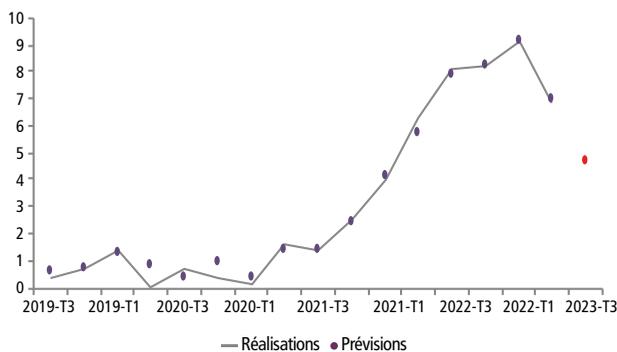
L'inflation devrait poursuivre sa décélération au troisième trimestre, pour s'établir à 4,6% après 6,8% au deuxième trimestre, sous l'effet de la baisse prévue du rythme de progression des prix des produits alimentaires à prix volatils. Ce dernier devrait ressortir, tenant compte des données au niveau des marchés de gros, à 14,4% au lieu de 23,7%.

De même, l'inflation sous-jacente devrait revenir à 4,7% après 6,2%, en raison notamment de la poursuite de l'affaiblissement des pressions d'origine externe.

En revanche, les prix des carburants et lubrifiants accuseraient un repli de 12,4% après celui de 13,6%, impactés par l'évolution des cours internationaux des produits pétroliers.

Les prix des produits réglementés évolueraient, en l'absence de décisions gouvernementales y afférentes, à un rythme quasi-inchangé par rapport à celui observé au deuxième trimestre, soit 0,9%.

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

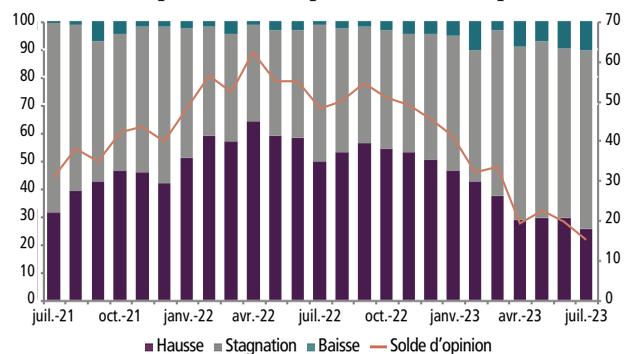


Source : Données HCP et prévisions BAM.

6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie relatifs au mois de juillet 2023 montrent que 65% des industriels enquêtés anticipent une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 25% d'entre eux s'attendent à une hausse, alors que 10% tablent sur une baisse. Ainsi, le solde d'opinion ressort à 15%.

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

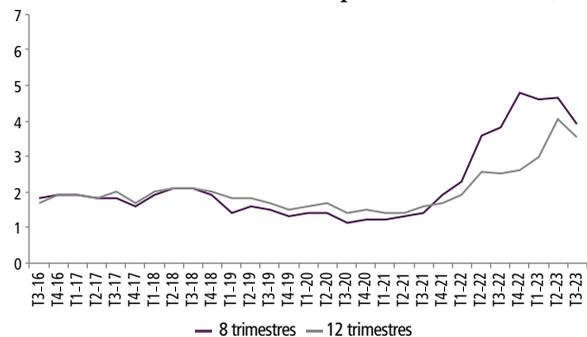


Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

De surcroît, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrib au titre du troisième trimestre 2023 indiquent que les experts du secteur financier anticipent une inflation moyenne de 3,9% à l'horizon des huit prochains trimestres au lieu de 4,7% le trimestre précédent.

A plus long terme, soit à l'horizon des 12 prochains trimestres, leur anticipation s'établit à 3,5% au lieu de 4,1%.

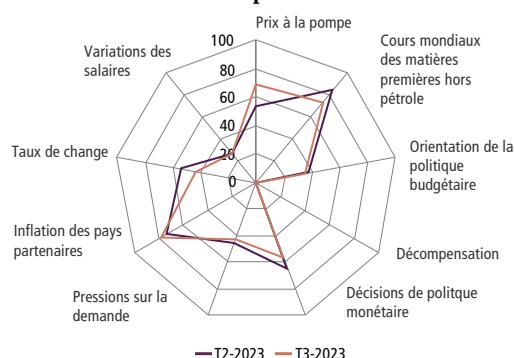
Graphique 6.9 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres (en%)



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

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

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



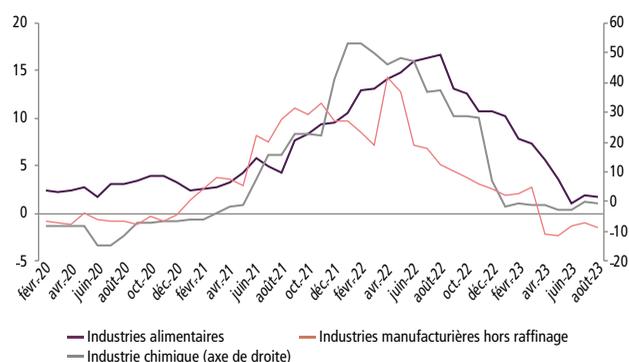
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4 Prix à la production

S'agissant des prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole, ils ont enregistré une augmentation mensuelle moyenne de 0,4% en juillet et août, portée principalement par celles de 1,4% pour l'« industrie chimique » et de 0,5% pour les « industries alimentaires ».

En comparaison annuelle, les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage ont vu leur rythme de progression revenir de 1,2% en moyenne au deuxième trimestre à 1% en moyenne au cours des mois de juillet et août.

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



Source : HCP.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

Malgré les niveaux encore élevés de l'inflation et le durcissement des conditions financières, l'activité économique au niveau mondial montre une relative résilience dans la majorité des grandes économies. Ainsi, la croissance économique mondiale s'établirait à 3% en 2023 et à 2,4% en 2024. Aux Etats-Unis, le PIB augmenterait en volume de 1,9% cette année et de 0,9% en 2024, et dans la zone euro, la croissance devrait se situer à 1,2% en 2023 et à 0,9% en 2024. Au Royaume-Uni, malgré un coût de vie élevé, la croissance resterait positive. Par ailleurs, le PIB de l'économie japonaise devrait s'accroître de 2,3% en 2023, tiré principalement par les exportations.

Dans les principaux pays émergents, l'économie chinoise devrait progresser de 5,5% en 2023 et de 5% en 2024, pénalisée notamment par la persistance de la crise sur le marché immobilier. Pour sa part, l'économie indienne afficherait une orientation favorable, soutenue par l'expansion du secteur des services et l'augmentation des investissements dans les infrastructures. Au Brésil, la croissance s'établirait à 2,6% en 2023, portée par une forte production agricole, avant de reculer à 1% en 2024. En Russie, malgré le conflit militaire en Ukraine, la croissance en 2023 a été révisée à la hausse à 2,8%, tirée principalement par l'industrie manufacturière et les dépenses liées à l'armement, et se limiterait à 0,8% en 2024, en raison notamment du maintien des sanctions.

Sur les marchés des matières premières, en raison des contraintes d'offre de l'OPEP+ et des perspectives économiques mondiales relativement moins défavorables, les cours du Brent ont été révisés à la hausse à près de 83 dollars le baril en moyenne en 2023 et en 2024. 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 à mesure que la Chine et d'autres pays continueront de s'orienter davantage vers les énergies renouvelables. 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 enregistrés en 2022, leurs cours devraient s'inscrire en baisse en 2023 et en 2024. Pour leur part, les prix des denrées alimentaires ont enregistré une baisse de 2,1% entre juillet et août 2023. Sur l'ensemble de l'année, l'indice FAO devrait reculer de 11,6% en moyenne avant d'augmenter de 1,7% en 2024.

Dans ces conditions, les pressions inflationnistes continueraient de s'atténuer à moyen terme. Aux Etats-Unis, l'inflation poursuivrait sa baisse durant les mois à venir, reflétant notamment le repli des prix des services d'habitation. De même, l'inflation de la zone euro devrait décélérer, malgré la persistance des pressions sur les prix dans le secteur des services.

Dans ce contexte, la BCE a décidé, à l'issue de sa dernière réunion, de relever de 25 points de base ses trois taux directeurs, portant celui des opérations principales de refinancement à 4,50%, tandis que la FED a maintenu la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [5,25%-5,50%].

Au niveau national, le contexte est marqué depuis le 8 septembre par les conséquences et les implications du séisme d'Al Haouz. Son bilan est très lourd sur le plan humain, et sur le volet économique, l'élan de solidarité nationale et internationale devrait atténuer l'impact socio-économique à court terme sur les populations. L'évaluation de ces impacts nécessite des données qui ne peuvent être collectées qu'avec un certain délai.

Au plan des échanges de biens, après la forte dynamique des deux dernières années, ils devraient enregistrer une quasi-stagnation en 2023. Les exportations devraient connaître une quasi-stabilité, en relation, d'une part, avec

la forte dynamique prévue des expéditions du secteur automobile et, d'autre part, avec un repli des ventes du phosphate et dérivés. Les importations afficheraient pour leur part une quasi-stabilité, recouvrant une augmentation des acquisitions de biens d'équipement et des biens de consommation et un repli des achats de demi-produits. Les recettes voyages devraient s'accroître de 23,4% et les transferts des MRE se consolider à un niveau élevé proche de celui enregistré en 2022. Le déficit du compte courant devrait ainsi terminer l'année à 2% du PIB, après 3,5% en 2022. Par ailleurs, les recettes d'IDE baisseraient à l'équivalent de 2,8% du PIB contre 3% en 2022.

En 2024, le rythme de progression des échanges commerciaux s'accélérait avec des hausses prévues de 5,8% pour les exportations et 2,2% pour les importations. Les recettes voyages et les transferts des MRE se maintiendraient à des niveaux soutenus de 109,9 milliards de dirhams et 117,5 milliards respectivement. Le déficit du compte courant devrait ainsi se situer à 2,1% du PIB. Concernant les recettes d'IDE, elles augmenteraient à l'équivalent de 3% du PIB.

Sous l'hypothèse notamment de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 361,8 milliards de dirhams à fin 2023 puis à 363,8 milliards à fin 2024, soit à l'équivalent de près de 5 mois et demi d'importations de biens et services.

Sur le plan des finances publiques, après s'être établi à 5,2% du PIB en 2022, le déficit budgétaire devrait se situer, selon les projections de BAM, à 5,1% du PIB en 2023, en révision à la hausse de 0,1 point de pourcentage par rapport à l'exercice de juin, et à 4,9% en 2024. Ce résultat incorpore essentiellement un ajustement à la hausse des charges de compensation et une amélioration des rentrées fiscales, tenant compte des nouvelles projections macroéconomiques de BAM, des récentes actualisations du MEF et des réalisations budgétaires à fin août 2023.

S'agissant des conditions monétaires, le crédit bancaire au secteur non financier progresserait de 3,1% en 2023 et de 4,6% 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 bond à 8% en 2021 et une décélération à 1,3% en 2022, la croissance de l'économie nationale devrait s'accélérer à 2,9% cette année, reflétant des améliorations de 5% de la valeur ajoutée agricole, tenant compte d'une récolte céréalière de 55,1 MQx selon l'estimation du Département de l'Agriculture, et de 2,6% de celle des activités non agricoles. En 2024, la croissance se consoliderait à 3,2%, traduisant des accroissements de 5,9% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 70 MQx et de l'évolution tendancielle des autres cultures, et de 3% des activités non agricoles. Du côté de la demande, la croissance en 2023 serait essentiellement portée par les exportations nettes 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 poursuivrait sa décélération tendancielle, tout en restant à des niveaux élevés à moyen terme. Elle devrait ainsi ressortir à 6% en moyenne en 2023, sous l'effet essentiellement du renchérissement des produits alimentaires à prix volatils, puis à 2,6% en 2024. Sa composante sous-jacente ralentirait à 5,6% en moyenne en 2023 avant d'enregistrer une nette décélération à 2,3% en 2024.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

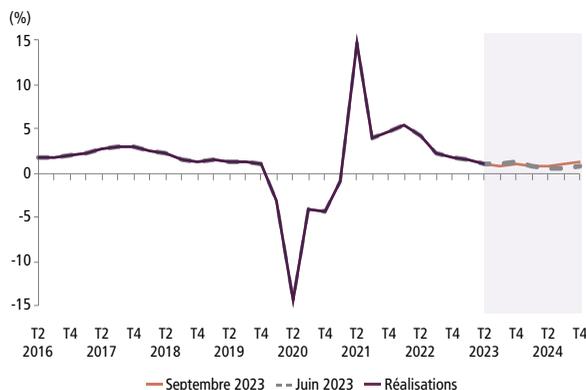
Les perspectives économiques s'améliorent dans la majorité des grandes économies

Malgré les niveaux encore élevés de l'inflation et le durcissement des conditions financières, l'activité économique au niveau mondial montre une relative résilience dans la majorité des grandes économies. La croissance de l'économie mondiale devrait s'établir à 3% en 2023, en révision à la hausse de 0,3 point de pourcentage (pp) par rapport à juin, avant de ralentir à 2,4% en 2024.

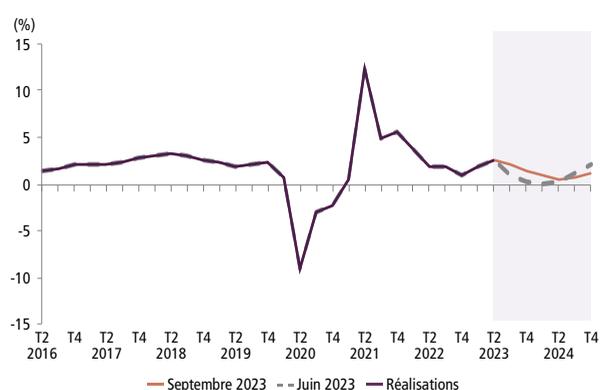
Aux Etats-Unis, malgré des conditions monétaires et financières restrictives, l'économie américaine devrait enregistrer une croissance de 1,9% en 2023, grâce notamment à l'augmentation des dépenses de consommation dans les services et à la vigueur du commerce extérieur, avant de décélérer à 0,9% en 2024. Dans la zone euro, les perspectives de croissance ont été légèrement revues à la baisse, le resserrement des conditions monétaires et financières ayant pesé sur la demande intérieure, tandis que certaines industries montrent des signes de ralentissement de l'activité. La croissance devrait ainsi s'établir à 1,2% en 2023, avant de revenir à 0,9% en 2024. Au Royaume-Uni, en dépit d'un coût de vie élevé, l'économie éviterait la récession, avec une croissance prévue à 0,4% en 2023 et 2024. Pour sa part, l'économie japonaise devrait s'accroître de 2,3% en 2023, tirée principalement par les exportations, mais devrait pâtir de la faiblesse de la demande chinoise et décélérer à 1% en 2024.

Dans les principaux pays émergents, la croissance en Chine devrait s'établir à 5,5% en 2023, soit une révision à la baisse de 0,6 pp par rapport aux prévisions de juin, reflétant notamment la persistance de la crise sur le marché immobilier et l'affaiblissement de la demande intérieure. Pour stimuler la demande privée, les autorités ont mis en place plusieurs mesures dont notamment l'amélioration de l'offre des terrains constructibles et de l'accès au crédit aux entreprises privées et aux ménages. En 2024, la croissance devrait s'établir à 5%. Pour sa part, l'économie indienne afficherait une croissance de 6,1% en 2023, soutenue notamment par une forte expansion du secteur des services. En 2024, elle devrait atteindre 6,4%, grâce principalement à la poursuite des investissements dans les infrastructures en réponse à la forte croissance démographique. S'agissant du Brésil, sa croissance devrait s'établir à 2,6% en 2023, portée par une forte production agricole, avant de reculer à 1% en 2024. En Russie, malgré la poursuite du conflit en Ukraine, la croissance en 2023 a été révisée à la hausse à 2,8%, tirée principalement par l'industrie manufacturière et les dépenses liées à l'armement. Elle devrait néanmoins se limiter à 0,8% en 2024, en raison notamment du maintien des sanctions.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : GPMN, août 2023.

Persistance des pressions sur les prix du pétrole et ralentissement continu de l'inflation à moyen terme

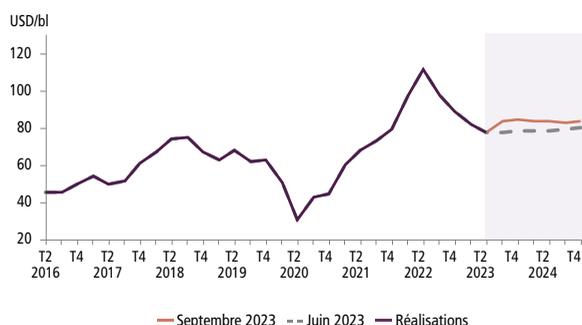
S'agissant des matières premières, en raison des contraintes d'offre de l'OPEP+ et des perspectives économiques mondiales relativement moins défavorables, les cours du Brent ont été révisés à la hausse à près de 83 dollars le baril en moyenne en 2023 et en 2024. S'agissant du charbon, après la hausse à 288,6 dollars la tonne en moyenne en 2022, son prix ressortirait à 126,4 dollars cette année et baisserait davantage à moyen terme, à mesure que la Chine et d'autres pays continueront de s'orienter davantage vers les énergies renouvelables. Pour ce qui est du prix du gaz naturel sur le marché européen, les projections de la Banque mondiale d'avril 2023 indiquent que son prix devrait marquer une baisse sensible à 19 dollars/mmbtu en 2023 et à 17 dollars/mmbtu en 2024, et ce après 40,3 dollars/mmbtu en 2022.

Concernant le phosphate et dérivés, après avoir atteint des pics en 2022, les dernières projections de la Banque mondiale indiquent que les prix devraient s'inscrire en baisse. Les cours devraient ainsi reculer de 772 dollars/t en 2022 à 580 dollars/t en 2023 pour le DAP et de 716 dollars/t à 560 dollars/t pour le TSP. En 2024, cette tendance baissière se poursuivrait, avec un recul des prix à 570 dollars/t pour le DAP et à 510 dollars/t pour le TSP. Quant au phosphate brut, son prix reviendrait de 266 dollars/t en 2022 à 260 dollars/t en 2023 et continuer son repli à 240 dollars/t en 2024.

Pour leur part, les prix des denrées alimentaires (Indice FAO) ont enregistré une baisse de 15,1% à fin août 2023. Sur l'ensemble de l'année 2023, l'indice FAO devrait reculer en moyenne de 11,6%, avant d'augmenter de 1,7% en 2024. Concernant le blé dur américain en particulier, son prix s'est établi à 315,8 dollars/t en août, en repli de 8,6% en glissement mensuel et de 17,5% en glissement annuel.

Dans ces conditions, les pressions inflationnistes devraient poursuivre leur atténuation sur l'horizon de prévision, l'inflation mondiale devant revenir de 7,3% en 2022 à 4,8% en 2023 puis à 3,8% en 2024. Aux Etats-Unis, après une hausse de 8% en 2022, les prix continuent de décélérer, avec une inflation qui devrait s'établir à 4,1% en 2023 puis à 2,6% en 2024, reflétant notamment une baisse substantielle des prix des services d'habitation. De même, l'inflation de la zone euro devrait décélérer à 5,6% en 2023 puis à 3,1% en 2024, mais à un rythme moins rapide qu'aux Etats-Unis, les pressions sous-jacentes sur les prix, en particulier dans le secteur des services, s'avérant plus durables. S'agissant de la Chine, l'inflation est descendue en juillet en territoire négatif et devrait ressortir en moyenne à 0,4% en 2023, en lien notamment avec la morosité de la dynamique économique et la forte baisse des prix de la viande de porc. En 2024, elle s'accélérait à 1,5%.

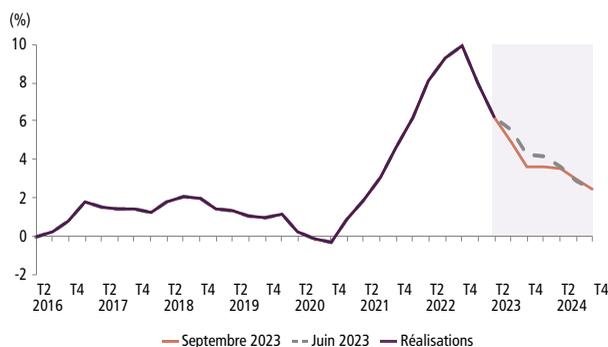
Graphique 7.3 : Prix du Brent



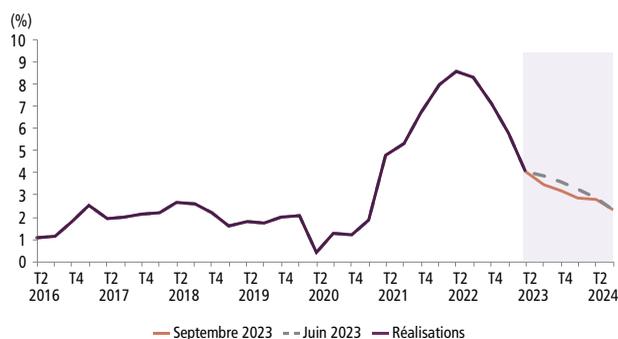
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2014-2016=100)



Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis



Source : GPMN, août 2023.

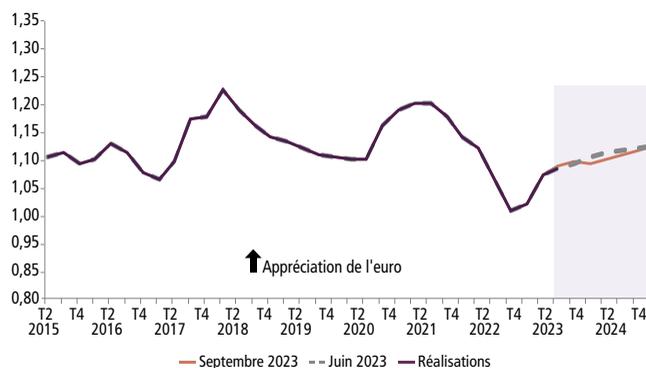
Poursuite du resserrement de la politique monétaire pour la BCE et statu quo pour la FED

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 de relever de 25 points de base ses trois taux directeurs, tout en indiquant que l’inflation continue de ralentir, mais devrait rester trop forte pendant une trop longue période. Parallèlement, elle a précisé que ses taux directeurs seraient maintenus à des niveaux suffisamment restrictifs aussi longtemps que nécessaire. S’agissant du Programme d’achat d’actifs (APP), il se contracte à un rythme mesuré et prévisible, l’Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance.

Pour sa part, la FED a décidé à l’issue de sa réunion des 19 et 20 septembre de maintenir la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée à [5,25%-5,50%], dans un contexte d’inflation toujours élevée. Parallèlement, le Comité continuera de réduire ses avoirs en bons du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires. Elle a souligné, en outre, qu’elle continuera de surveiller les implications des dernières décisions sur les perspectives économiques, et serait disposée à ajuster l’orientation de sa politique monétaire si des risques surgissent et entravent la réalisation de ses objectifs.

Sur les marchés de change, après sa forte appréciation en 2022, le dollar devrait se déprécier face à l’euro en 2023 et en 2024, impacté notamment par la diminution du différentiel des taux. L’euro devrait ressortir à 1,09 dollar en 2023 et à 1,11 en 2024.

Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, août 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, et en raison notamment d'une atténuation plus importante que prévue de la baisse de la production de l'élevage à la faveur des mesures de soutien prises par le gouvernement et d'une relative amélioration prévue pour les cultures maraichères, la prévision de la croissance agricole pour 2023 a été révisée à la hausse de 3,4 points de pourcentage par rapport à l'exercice de juin pour se situer à 5%.

Pour la campagne 2023/2024, sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 70 MQx et de l'évolution tendancielle des autres cultures, la valeur ajoutée agricole devrait s'accroître de 5,9% en 2024 au lieu de 5,5% prévu dans l'exercice précédent.

7.2 Projections macroéconomiques

Accélération du rythme de progression des échanges commerciaux en 2024 et consolidation des niveaux élevés des recettes voyages et des transferts des MRE

Tenant compte des nouvelles hypothèses relatives à l'environnement international, des prévisions macroéconomiques ainsi que des réalisations à fin juillet 2023, le déficit du compte courant devrait s'alléger de 3,5% du PIB en 2022 à 2% en 2023 et à 2,1% en 2024.

En 2023, les exportations devraient connaître une quasi-stabilité, reflétant, d'une part, la forte dynamique prévue des expéditions du secteur automobile et, d'autre part, un repli des ventes du phosphate et dérivés, en lien avec le recul prévu des cours des fertilisants, et dans une moindre mesure des quantités. En parallèle, les importations devraient enregistrer une quasi-stabilité, recouvrant des augmentations des acquisitions de biens d'équipement et des biens de consommation et des reculs de la facture énergétique et des achats de demi-produits. S'agissant des recettes voyages, et tenant compte notamment de leur progression de 50,9% à fin juillet 2023, elles devraient atteindre 115,5 milliards sur l'ensemble de l'année, en amélioration de 23,4%. Les transferts des MRE devraient, pour leur part, rester à un niveau élevé atteignant 113,5 milliards après 110,7 milliards en 2022. Concernant les recettes d'IDE, elles devraient se chiffrer à 40,4 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 2,8% du PIB en 2023.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve (AOR) devraient se renforcer à 361,8 milliards de dirhams à fin 2023, soit l'équivalent de 5 mois et 14 jours d'importations de biens et services.

En 2024, les exportations devraient progresser de 5,8%, reflétant essentiellement des hausses des expéditions du phosphate et dérivés, tirée par un accroissement des quantités, et de celles du secteur automobile. S'agissant des importations, elles devraient afficher une augmentation de 2,2%, tirée principalement par un accroissement des acquisitions de demi-produits et des produits finis de consommation. La facture énergétique et les approvisionnements en blé devraient, en revanche, baisser d'une année à l'autre. En parallèle, les recettes voyages devraient accuser un repli de 4,9% à 109,9 milliards de dirhams, alors que les transferts des MRE devraient s'accroître de 3,6% à 117,5 milliards. Les recettes d'IDE devraient, pour leur part, se situer à l'équivalent de 3% du PIB en 2024.

Tenant compte des hypothèses des tirages extérieurs du Trésor ainsi que des remboursements prévus, les AOR devraient se consolider à 363,8 milliards à fin 2024, assurant l'équivalent de 5 mois et 15 jours d'importations de biens et services.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

Variation (en %), sauf indication contraire	Réalizations					Prévisions		Ecart (sept./juin)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2023	2024
Exportations de biens (FAB)	10,7	3,3	-7,5	25,2	30,1	0,3	5,8	3,1	-0,2
Importations de biens (CAF)	9,9	2,0	-13,9	25,0	39,5	-0,1	2,2	2,1	-0,7
Recettes voyages	1,2	7,8	-53,7	-5,1	170,8	23,4	-4,9	8,5	-4,0
Transferts des MRE	-1,5	0,1	4,8	40,1	16,0	2,5	3,6	-1,1	0,1
Solde du compte courant (en % PIB)	-4,9	-3,4	-1,2	-2,3	-3,5	-2,0	-2,1	0,4	0,5
Avoirs officiels de réserve en mois d'importations de biens et services	5,4	6,9	7,1	5,3	5,3	5,5	5,5	-0,1	0,0

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 s'établir à 97,2 milliards de dirhams à fin 2023 et à 113 milliards à fin 2024, tiré notamment par la progression de la monnaie fiduciaire de 10% et 7,5% respectivement. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte de l'évolution du crédit à fin juillet, des projections macroéconomiques et des anticipations du système bancaire, il progresserait de 3,1% en 2023 et de 4,6% en 2024. Dans ces conditions, et en ligne avec l'évolution prévue des autres contreparties de la masse monétaire, l'agrégat M3 devrait augmenter de 6,3% en 2023 et de 5% en 2024.

Pour sa part, et après une dépréciation de 3,9% en 2022, le taux de change effectif réel devrait ressortir en appréciation de 1,1% en 2023, résultat à la fois de l'appréciation de sa valeur en termes nominaux et d'un niveau d'inflation domestique supérieur à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux. En 2024, il devrait poursuivre son appréciation pour s'établir à 1%, résultat de la hausse de sa valeur en termes nominaux.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations					Prévisions		Ecart (sept./juin)	
	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	3,1	4,6	-0,6	0,2
M3	4,1	3,8	8,4	5,1	8,0	6,3	5,0	0,4	-0,1
Besoin de liquidité, en MMDH	-62,4	-76,6	-90,2	-70,8	-80,9	-97,2	-113,0	9,9	5,3

Légère atténuation du déficit budgétaire sur l'horizon de prévision

Après s'être établi à 5,2% du PIB en 2022, le déficit budgétaire devrait se situer, selon les prévisions de BAM, à 5,1% à fin 2023, au lieu de 5% du PIB dans l'exercice de juin. Cette actualisation comprend un relèvement des charges de compensation à 25 milliards de dirhams, tenant compte des nouvelles hypothèses du cours du gaz butane et de change, et de celles relatives au soutien aux professionnels du secteur du transport. Elles ressortent toutefois en

recul de 40,6% par rapport à 2022. L'actualisation intègre également les récentes estimations du MEF au niveau des dépenses en rehaussant celles au titre des autres biens et services et réduisant celles de personnel. De plus, les charges en intérêts de la dette, aussi bien intérieure qu'extérieure, ont été ajustées, reflétant l'augmentation des taux d'intérêt au niveau national, le paiement des charges en intérêts des échéances de septembre 2023 au titre de l'émission réalisée sur le marché financier international en mars 2023 et l'accroissement des charges de la dette à taux variables suite au relèvement des niveaux des taux Euribor. Pour leur part, les dépenses d'investissement ont été maintenues à 102,3 milliards de dirhams, en progression de 9%, sous l'hypothèse d'une exécution supérieure à la programmation de la LF et tenant compte des nouveaux crédits ouverts destinés au soutien de certains secteurs. Du côté des recettes, une légère révision à la hausse a été opérée pour celles fiscales, qui devraient s'améliorer de 5,6%, se basant sur les nouvelles projections macroéconomiques de BAM et le rythme d'exécution budgétaire à fin août 2023 ainsi que les estimations du MEF. De même, au niveau des rentrées non fiscales, celles provenant des entreprises et établissements publics ont été ajustées à la hausse pour s'élever à 20,2 milliards.

En 2024, le déficit budgétaire devrait poursuivre son atténuation à 4,9% du PIB, en ajustement toutefois à la hausse de 0,6 point par rapport à l'exercice précédent. En parallèle, les recettes fiscales ont été révisées, devant ainsi progresser de 1,3% d'une année à l'autre, tenant compte de l'amélioration attendue des projections macroéconomiques de BAM.

Décélération du rythme de progression des activités non agricoles en 2023

Après une décélération à 1,3% en 2022, la croissance de l'économie nationale devrait s'établir à 2,9% cette année, en révision à la hausse de 0,5 point de pourcentage (pp) comparativement à l'exercice de juin. Cet ajustement reflète des révisions à la hausse de 3,4 pp à 5% de la valeur ajoutée agricole, tenant compte d'une atténuation plus importante que prévu de la baisse de la production de l'élevage, et de 0,1 pp à 2,6% de celle des activités non agricoles. Du côté de la demande, la croissance en 2023 serait essentiellement portée par les exportations nettes alors que sa composante intérieure resterait faible, dans un contexte notamment de persistance des niveaux élevés des prix.

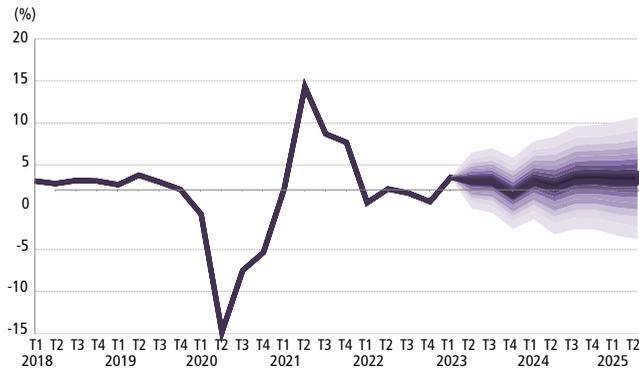
En 2024, la croissance se consoliderait à 3,2%, traduisant des améliorations à 3% du rythme d'accroissement des activités non agricoles et de 5,9% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 70 MQx et de l'évolution tendancielle des autres cultures. Du côté de la demande, la croissance serait soutenue par sa composante intérieure, avec notamment une amélioration de la consommation des ménages et une accélération du rythme de l'investissement. Parallèlement, la contribution positive des exportations nettes s'atténuerait, reflétant une accélération du rythme des importations de biens et services et un léger ralentissement de celui des exportations.

Tableau 7.3 : Croissance économique

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

Sources : Données du HCP et prévisions BAM.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T2 2023 - T2 2025), en glissement annuel *

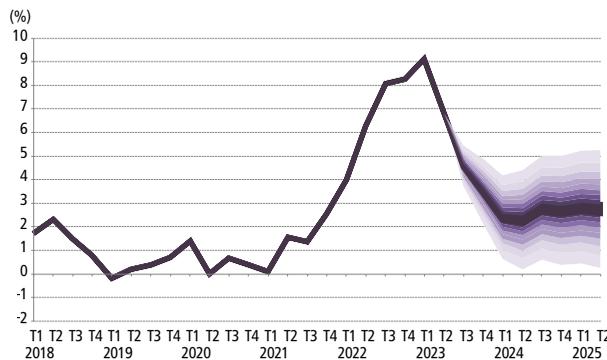


* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Décélération tendancielle de l'inflation à moyen terme

La décélération tendancielle de l'inflation se poursuivrait sur les huit prochains trimestres. En effet, après un taux de 6,6% en 2022, elle devrait s'établir à 6% en 2023 puis se situer à 2,6% en 2024. Sa composante sous-jacente ralentirait à 5,6% en moyenne en 2023 puis à 2,3% en 2024. Pour les autres composantes, les prix des carburants et lubrifiants connaîtraient une diminution de 2,9% en 2023, tenant compte des réalisations et des perspectives des prix du pétrole à l'international, puis augmenteraient de 8,1% en 2024. En outre, les prix des produits alimentaires à prix volatils devraient enregistrer une progression de 18,6% en 2023, puis se quasi-stabiliseraient en 2024, leur évolution reste toutefois largement incertaine. Quant aux tarifs réglementés, ils afficheraient un accroissement de 0,8% en 2023, compte tenu notamment de l'effet du relèvement, en janvier 2023, de la TIC appliquée aux tarifs des tabacs, et augmenteraient de 4,8% en 2024.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T3 2023 - T2 2025)*

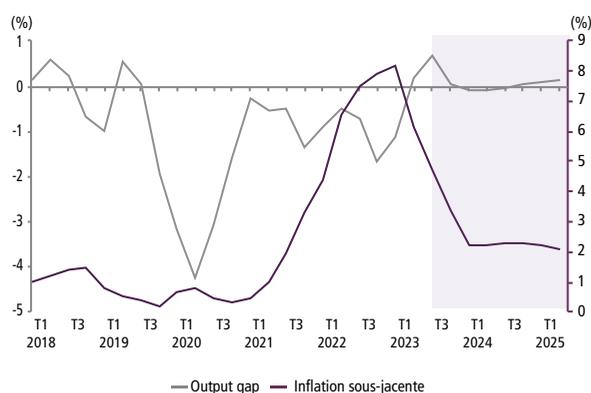
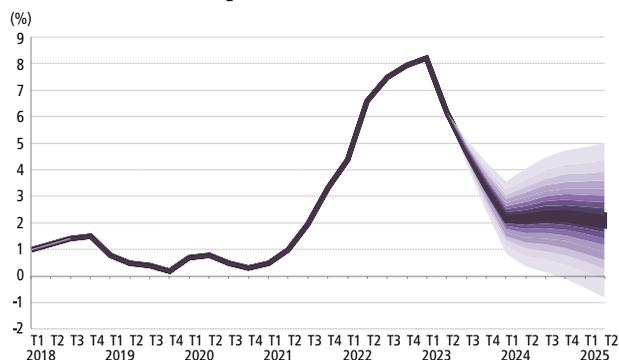


* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente

Variation en %	Réalizations					Prévisions			Ecart (sept./juin)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	Horizon de 8 trimestres (T3 2023-T2 2025)	2023	2024
Inflation	1,6	0,2	0,7	1,4	6,6	6,0	2,6	3,0	-0,2	-1,2
Inflation sous-jacente	1,3	0,5	0,5	1,7	6,6	5,6	2,3	2,7	-0,5	-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 sur l'horizon de prévision (T3 2023 - T2 2025)**** Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.
Sources : Données du HCP, calculs et prévisions BAM.

7.3 Balance des risques

Les risques pesant sur les perspectives demeurent élevés avec une balance orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation. En effet, l'intensification ou l'élargissement éventuels de la guerre en Ukraine et des tensions géopolitiques pourraient maintenir le coût des matières premières et des produits alimentaires 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 pour l'économie mondiale.

Au plan national, les risques sont liés principalement aux effets des perturbations climatiques sur les perspectives de la production agricole. 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, un renchérissement plus important des matières premières énergétiques, conjugué à l'effet du stress hydrique sur les prix des produits alimentaires, pourrait entraîner une hausse plus forte que prévu des prix à la consommation.

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.....	16
Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	16
Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX.....	17
Graphique 1.4 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans.....	17
Graphique 1.5 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro.....	17
Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar.....	17
Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent et du Gaz naturel-Europe.....	18
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie (2010=100).....	19
Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés.....	19
Graphique 1.10 : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro.....	19
Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile à fin juillet.....	21
Graphique 2.2 : Evolution des recettes voyages.....	23
Graphique 2.3 : Evolution des transferts des MRE.....	23
Graphique 3.1 : Taux interbancaire.....	26
Graphique 3.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire.....	26
Graphique 3.3 : Coût de financement des banques.....	26
Graphique 3.4 : Taux de change du dirham.....	27
Graphique 3.5 : Taux de change effectifs nominal et réel.....	27
Graphique 3.6 : Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire en glissement annuel.....	28
Graphique 3.7 : Crédit bancaire.....	28
Graphique 3.8 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	28
Graphique 3.9 : Offre et demande de crédit.....	29
Graphique 3.10 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	29
Graphique 3.11 : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières.....	30
Graphique 3.12 : Evolution de l'indice MASI.....	30
Graphique 3.13 : Evolution des indices sectoriels au deuxième trimestre 2023.....	30
Graphique 3.14 : Evolution des levées des bons du Trésor.....	31
Graphique 3.15 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur.....	31
Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances.....	33
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances.....	34
Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires.....	34
Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin août.....	34
Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin août.....	35
Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin août.....	35
Graphique 4.7 : Endettement du Trésor.....	36
Graphique 5.1 : Dépenses de consommation.....	37
Graphique 5.2 : PIB par composante.....	38
Graphique 5.3 : Contributions des branches d'activité à la croissance.....	39
Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé.....	40
Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels.....	40

Graphique 5.6 : Output-gap global	40
Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente	42
Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	42
Graphique 6.3 : Cours du Brent et indice des prix des carburants et lubrifiants	42
Graphique 6.4 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	43
Graphique 6.5 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	43
Graphique 6.6 : Part des produits dont l'évolution en glissement annuel dépasse 2%, 4% et 6%	43
Graphique 6.7 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation.....	44
Graphique 6.8 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises	44
Graphique 6.9 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres	44
Graphique 6.10 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier	45
Graphique 6.11 : Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle, glissement annuel...	45
Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro.....	48
Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis	48
Graphique 7.3 : Prix du Brent	49
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2014-2016=100)	49
Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro	50
Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis.....	50
Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR.....	50
Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T2 2023 - T2 2025), en glissement annuel.....	54
Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision	54
Graphique 7.10 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap.....	55
Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision	55

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel	15
Tableau 1.2 : Evolution du taux de chômage (en%)	16
Tableau 1.3 : Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés, en glissement annuel.....	20
Tableau 2.1 : Evolution des exportations par secteur	22
Tableau 2.2 : Evolution des importations par groupement d'utilisation de produits	23
Tableau 2.3 : Evolution de la balance des services	23
Tableau 2.4 : Evolution des investissements directs	24
Tableau 3.1 : Taux des bons du Trésor sur le marché primaire	26
Tableau 3.2 : Taux créditeurs	26
Tableau 3.3 : Taux débiteurs	27
Tableau 4.1 : Recettes ordinaires	33
Tableau 4.2 : Exécution des dépenses publiques	34
Tableau 4.3 : Financement du déficit	35
Tableau 4.4 : Endettement du Trésor	35
Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail.....	40
Tableau 6.1 : Evolution de l'inflation et de ses composantes	41
Tableau 6.2 : Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables.....	43



Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements	52
Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire	52
Tableau 7.3 : Croissance économique	53
Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente	55