



# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 73 / 2024

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR  
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB  
DU 17 DÉCEMBRE 2024

Dépôt légal : 2024/0033

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 : [dee@bkam.ma](mailto:dee@bkam.ma)  
[www.bkam.ma](http://www.bkam.ma)

 @BankAlMaghrib

# SOMMAIRE

## PRÉAMBULE

COMMUNIQUÉ DE PRESSE	7
APERÇU GÉNÉRAL	8
1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX	17
1.1 Activité économique et emploi	17
1.2 Conditions monétaires et financières	18
1.3 Prix des matières premières et inflation	21
2. COMPTES EXTÉRIEURS	23
2.1 Balance commerciale	23
2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes	25
2.3 Compte financier	26
3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS	27
3.1 Conditions monétaires	27
3.2 Prix des actifs	31
4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE	34
4.1 Recettes ordinaires	34
4.2 Dépenses	35
4.3 Déficit et financement du Trésor	37
5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL	39
5.1 Demande intérieure	39
5.2 Demande extérieure	40
5.3 Offre globale	40
5.4 Marché du travail et capacités de production	41
6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION	43
6.1 Evolution de l'inflation	43
6.2. Perspectives à court terme de l'inflation	45
6.3 Anticipations de l'inflation	46
6.4 Prix à la production	47
7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME	48
Synthèse	48
7.1 Hypothèses sous-jacentes	50
7.2 Projections macroéconomiques	53
7.3 Balance des risques	58
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	59
LISTE DES GRAPHIQUES	61
LISTE DES TABLEAUX	62

بنك المغرب  
بنك المغرب خير

# PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

Le Wali, Président

Le Directeur Général

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

Mme Mouna CHERKAOUI

M. Mohammed DAIRI

Mme Najat EL MEKKAOUI

M. Larabi JAÏDI

M. Mustapha MOUSSAOUI

M. Fathallah OUALALOU

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



# COMMUNIQUÉ DE PRESSE

## REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 17 décembre 2024

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 17 décembre sa quatrième réunion trimestrielle au titre de l'année 2024.
2. Lors de cette session, il a analysé l'évolution de la conjoncture économique nationale et internationale, ainsi que les projections macroéconomiques à moyen terme établies par la Banque.
3. Sur le plan international, le Conseil a noté que l'économie mondiale continue d'être globalement résiliente, mais ses perspectives sont entourées d'un niveau élevé d'incertitudes. Celles-ci sont liées principalement aux conflits et aux tensions géopolitiques, ainsi qu'aux mesures annoncées par la nouvelle Administration américaine et aux conséquences de leur mise en œuvre. Quant à l'inflation, après la forte décélération enregistrée ces deux dernières années, elle poursuit sa convergence vers les objectifs des banques centrales, notamment dans les principales économies avancées, quoiqu'à une cadence irrégulière.
4. Au niveau national, le Conseil a d'abord passé en revue les nouvelles données disponibles depuis sa dernière réunion, et s'est arrêté en particulier sur celles de la Loi de Finances 2025 et de la programmation budgétaire triennale 2025-2027 qui font ressortir une volonté du Gouvernement de poursuivre la consolidation des équilibres macroéconomiques.
5. Le Conseil a ensuite discuté les projections à moyen terme de la Banque qui tablent sur une amélioration du rythme des activités non agricoles à la faveur notamment des différents chantiers d'envergure lancés ou programmés. En revanche, la production agricole demeure tributaire des conditions climatiques qui restent largement incertaines.
6. En parallèle, après la décélération amorcée au deuxième trimestre 2023, l'inflation continue d'évoluer à des niveaux bas et terminerait cette année avec un taux moyen autour de 1%, après 6,1% enregistré en 2023. Elle devrait rester modérée à moyen terme, se situant, selon les projections de Bank Al-Maghrib, à 2,4% en 2025 et à 1,8% en 2026. De même, sa composante sous-jacente, qui traduit la tendance fondamentale des prix, devrait poursuivre sa décélération revenant de 5,6% en 2023 à 2,1% cette année, puis à 2% en 2025 et à 1,8% en 2026. Le Conseil a également noté que les anticipations d'inflation restent bien ancrées. En effet, les dernières données de l'enquête trimestrielle de Bank Al-Maghrib auprès des experts du secteur financier indiquent que ces derniers s'attendent à un taux moyen de 2,3% pour l'horizon de 8 trimestres et de 2,4% pour celui de 12 trimestres.
7. Sur le volet de la transmission de ses décisions, après la réduction du taux directeur opérée en juin dernier, les taux débiteurs ont accusé une baisse trimestrielle de 22 pb, recouvrant un recul de 25 pb pour les entreprises et une quasi-stabilité pour les particuliers.
8. Compte tenu de l'évolution de l'inflation à des niveaux en ligne avec l'objectif de stabilité des prix et au regard des fortes incertitudes qui entourent les perspectives à moyen terme notamment au plan international, le Conseil a décidé de réduire le taux directeur de 25 points de base à 2,50%. Il continuera de suivre de très près l'évolution de la conjoncture et fondera ses décisions réunion par réunion sur la base des données les plus actualisées.

9. Sur les marchés des matières premières, la tendance baissière des prix du pétrole devrait se poursuivre, soutenue en particulier par l'offre des pays non-membres de l'OPEP+ et la modération de la demande mondiale. Le cours du Brent devrait ainsi passer de 79,8 dollars le baril en moyenne cette année à 74,5 dollars en 2025 puis à 69,1 dollars en 2026. Concernant le phosphate et ses dérivés d'origine marocaine, le prix du DAP devrait, selon les projections de la Commodities Research Unit, ressortir en quasi-stabilité en 2024 à 586 dollars la tonne avant d'augmenter progressivement pour atteindre 613 dollars en 2026, alors que celui du phosphate brut s'inscrirait en baisse revenant de 223 dollars la tonne en 2024 à 187 dollars en 2026. Pour ce qui est des produits alimentaires, après un recul de 2,1% en moyenne cette année, l'indice FAO devrait connaître des hausses de 4,5% en 2025 et de 1,2% en 2026.
10. S'agissant des perspectives de l'économie mondiale, elles laissent présager une décélération tirée notamment par l'économie américaine dont le rythme baisserait de 2,7% cette année à 1,7% en moyenne en 2025 et en 2026. Dans la zone euro, la croissance se limiterait à 0,8%, avant de s'améliorer à 1,3% au cours des deux prochaines années. Dans les principaux pays émergents, le ralentissement se poursuivrait en Chine, avec une progression du PIB en termes réels devant passer de 5,2% en 2023 à 4,3% en 2026, alors que l'économie indienne maintiendrait sa vigueur avec un rythme de croissance proche de 7%.
11. Dans ces conditions, l'inflation continuerait sa décélération tendancielle, quoiqu'irrégulière, revenant au niveau mondial de 4,8% en 2023 à 3,7% en 2024 puis à 3,2% en 2025 et en 2026. Dans les économies avancées, elle reculerait progressivement pour se situer en 2025 à 2,6% aux Etats-Unis et à 2% dans la zone euro, mais connaîtrait une accélération en 2026 à 2,9% et 2,2% respectivement.
12. Dans ce contexte, la tendance à l'assouplissement des politiques monétaires des banques centrales des principales économies avancées se poursuit. Ainsi, la BCE, considérant que le processus de désinflation dans la zone euro est en bonne voie, a décidé le 12 décembre d'abaisser ses taux directeurs de 25 points de base (pb), soit la troisième baisse d'affilée et la quatrième depuis juin. Pour sa part, la FED a réduit, à l'issue de sa réunion des 6 et 7 novembre, de 25 pb la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4,5%-4,75%], soit la seconde baisse consécutive après celle de 50 pb en septembre.
13. Au niveau national, les projections de Bank Al-Maghrib tablent sur une quasi-stabilité de la croissance non agricole autour de 3,5% en 2024 avant une amélioration à 3,6% en 2025 et à 3,9% en 2026. Pour sa part, pâtissant des conditions climatiques défavorables ayant prévalu lors de la précédente campagne, la valeur ajoutée agricole accuserait un repli de 4,6% cette année, avant d'afficher, sous l'hypothèse de récoltes céréalières de 50 millions de quintaux équivalant à la moyenne des 5 dernières années, des progressions de 5,7% en 2025 et de 3,6% en 2026. Au total, la croissance de l'économie nationale devrait se limiter à 2,6% cette année, après 3,4% en 2023, mais s'accélérerait à 3,9% au cours des deux prochaines années.
14. Concernant les échanges extérieurs, après une quasi-stagnation en 2023, les exportations de biens connaîtraient une accélération graduelle, avec un rythme devant passer de 5,5% cette année à 8,9% en 2026. Cette amélioration reflèterait essentiellement la poursuite de la dynamique des ventes du secteur automobile qui devraient atteindre 200 milliards de dirhams en 2026 et la reprise de celles du phosphate et dérivés qui avoisineraient les 100 milliards la même année. De même, après un

repli de 2,9%, les importations augmenteraient de 4,6% en 2024, de 7,9% en 2025 et de 6% en 2026, résultat en particulier de la hausse prévue des acquisitions de biens d'équipement en lien avec la mise en œuvre des nombreux chantiers d'infrastructure. Pour sa part, avec la diminution des cours internationaux du pétrole, la facture énergétique devrait reculer de 6,9% cette année, se stabiliser en 2025 et baisser de 4,1% en 2026 à près de 110 milliards de dirhams. En parallèle, les recettes de voyages maintiendraient leur bonne performance, terminant l'année sur une progression de 9,1% et poursuivraient leur amélioration pour atteindre 128 milliards de dirhams en 2026. S'agissant des transferts des MRE, ils ressortiraient en accroissement de 4,3% au terme de cette année puis progresseraient à un rythme annuel entre 3% et 3,5% pour avoisiner 128 milliards de dirhams en 2026. Au regard de ces évolutions, le déficit du compte courant resterait contenu, s'établissant à l'équivalent de 1% du PIB en 2024 et en deçà de 2% du PIB au cours des deux prochaines années. Au niveau du compte financier, les recettes des investissements directs étrangers s'inscriraient en amélioration, passant de l'équivalent de 2,7% du PIB en 2024 à 3,3% en 2026. Au total, et tenant compte des financements extérieurs prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib se renforceraient progressivement pour s'établir à 400,2 milliards de dirhams à fin 2026, représentant près de 5 mois et 8 jours d'importations de biens et services.

15. Pour ce qui est des conditions monétaires, le besoin de liquidité bancaire, tiré principalement par l'expansion de la monnaie fiduciaire, continuerait de se creuser pour atteindre 192,3 milliards de dirhams en 2026. Tenant compte de l'évolution prévue de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, le rythme de progression du crédit au secteur non financier devrait s'accélérer progressivement, passant de 3,8% en 2024 à 5,5% en 2026. S'agissant du taux de change effectif, il devrait poursuivre sa légère appréciation en termes réels avec un taux de 0,5% en 2024 et de 0,3% en 2025, en raison principalement de l'appréciation de sa valeur en termes nominaux, avant une baisse de 0,6% en 2026.
16. Sur le volet des finances publiques, l'exécution budgétaire au titre des dix premiers mois de 2024 fait ressortir une amélioration de 13,6% des recettes ordinaires, portée notamment par la performance notable des rentrées fiscales. En parallèle, les dépenses globales ont augmenté de 7,4% reflétant en particulier la hausse des dépenses en biens et services et celles d'investissement. Au regard de ces réalisations, des données de la Loi de Finances 2025 et de la programmation budgétaire triennale 2025-2027, ainsi que des nouvelles projections macroéconomiques de Bank Al-Maghrib, le déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'Etat, devrait se situer à 4,5% du PIB en 2024, avant de s'atténuer progressivement à 4,2% du PIB en 2025, puis à 3,9% en 2026.
17. Enfin, le Conseil a approuvé le budget de la Banque pour l'exercice 2025, validé la stratégie de gestion des réserves de change ainsi que le programme d'audit interne et a arrêté les dates de ses réunions ordinaires au titre de la même année au 18 mars, 24 juin, 23 septembre et 16 décembre.

## APERÇU GÉNÉRAL

Malgré le resserrement monétaire, l'économie mondiale continue de démontrer une relative résilience, mais ses perspectives sont orientées à la baisse notamment aux Etats-Unis et en Chine. Les données du troisième trimestre de 2024 font ressortir une décélération de **la croissance** à 2,7% aux États-Unis, en glissement annuel, après 3% le trimestre précédent, et une accélération à 0,9% après 0,5% dans la zone euro. Le rythme de l'activité s'est renforcé en particulier de 3,2% à 3,4% en Espagne et de 0,9% à 1,2% en France, alors qu'il a ralenti de 0,7% à 0,4% en Italie. Pour sa part, l'économie allemande a enregistré une nouvelle contraction de 0,3%, après celle de 0,2%. Pour ce qui est des autres économies avancées, l'activité s'est accélérée au Royaume-Uni et au Japon, avec des progressions respectives du PIB en termes réels de 1% au troisième trimestre, contre 0,7% le trimestre précédent, et 0,5%, après une contraction de 0,9%.

Dans les principaux pays émergents, la croissance a ralenti au troisième trimestre à 4,6%, après 4,7% le trimestre précédent en Chine, à 5,4% après 6,7% en Inde et s'est en revanche accélérée de 3,3% à 4% au Brésil. En Russie, les données relatives au deuxième trimestre font ressortir une décélération de 5,4% à 4,1%.

Sur **les marchés du travail**, le taux de chômage a augmenté à 4,2% en novembre aux Etats-Unis. Dans la zone euro, ce taux est ressorti stable à 6,3% en octobre. Il est resté quasi inchangé à 3,4% en Allemagne, à 7,6% en France et à 11,2% en Espagne et s'est replié à 5,8% en Italie. Quant au Royaume-Uni, les données relatives au mois de septembre font état d'une hausse à 4,3%.

Sur **les marchés financiers**, les indices boursiers des principales économies avancées ont enregistré durant le mois de novembre des baisses mensuelles de 3,1% pour l'Eurostoxx 50, de 1,3% pour le FTSE 100 et de 0,7% pour le Nikkei 225, tandis que le Dow Jones Industrials a affiché une hausse de 3%. Ces évolutions se sont accompagnées d'une baisse de l'aversion au risque, le VIX et le VSTOXX étant passés respectivement entre octobre et novembre de 20 à 16 et de 19,3 à 18,2. Depuis le début de l'année, les performances ressortent positives avec des gains de 6,3% pour l'Eurostoxx 50, de 7,1% pour le FTSE 100, de 16,6% pour le Nikkei 225 et de 18,4% pour le Dow Jones Industrials. Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM a connu un recul mensuel de 4,2% reflétant la baisse des sous-indices relatifs à la Chine (-5,8%) et à l'Inde (-4,9%), mais les performances depuis le début de l'année restent positives à 19,2% et 16,5% respectivement.

S'agissant **des rendements souverains**, ils sont ressortis globalement en hausse en novembre en glissement mensuel. Ainsi, le taux à 10 ans a augmenté de 26 points de base (pb) pour les Etats-Unis à 4,4% (+31 pb depuis le début de l'année), de 7 pb à 2,3% pour l'Allemagne (+12 pb), de 9 pb à 3% pour la France (+37 pb), de 9 pb à 3,1% pour Espagne (-11 pb), et de 7 pb à 3,5% pour l'Italie (-20 pb). Pour les principales économies émergentes, ce taux a baissé de 5 pb à 2,1% pour la Chine (-43 pb) alors qu'il est resté stable à 6,8% pour l'Inde (-37 pb) et à 12,9% pour le Brésil (+227 pb), et a augmenté de 38 pb à 23,1% pour la Turquie (+340 pb).

Sur **les marchés de change**, l'euro a connu au cours du mois de novembre une dépréciation mensuelle de 2,5% face au dollar, alors qu'il est resté quasi-constant face à la livre sterling et au yen japonais. Ainsi, depuis le début de l'année, l'euro s'est déprécié de 2,6% face au dollar et de 3,3% par rapport à la livre sterling alors qu'il s'est apprécié de 3,9% face au yen japonais. Les monnaies des principales économies émergentes se sont appréciées par rapport au dollar au cours du mois de novembre avec des gains mensuels de 3,2% pour le real brésilien, de 1,7% pour le renminbi chinois, de 0,4% pour la roupie indienne et de 0,6% pour la lire turque. Depuis le début de l'année, les appréciations face à la devise américaine ressortent à 18,5% pour le real brésilien, à 1,3% pour la roupie indienne, à 1% pour le renminbi chinois et à 18,4% pour la lire turque.

Pour ce qui est **des matières premières**, après deux baisses mensuelles successives suivies d'une légère hausse en octobre, le cours du Brent a marqué un nouveau recul de 1,7% en novembre, s'établissant en moyenne à 74,4 USD/bbl, niveau en repli de 10,6% en glissement annuel. Hors énergie, les prix sont restés quasi-stables en novembre, reflétant à la fois l'augmentation de 1,8% des cours des produits agricoles et le fléchissement de 3,1% de ceux des métaux et minerais. Par rapport au même mois de 2023, ces prix ressortent en accroissement de 4,1% globalement, avec des progressions de 5,4% pour les produits agricoles et de 5,9% pour les métaux et minerais. Pour ce qui est des phosphates et dérivés, les cours ont enregistré en novembre une légère hausse mensuelle de 0,2% à 574,5 USD/t pour le DAP, une contraction de 2,5% à 491 USD/t pour le TSP et une stagnation à 152,5 USD/t pour le phosphate brut. En glissement annuel, les prix ressortent en baisse de 56,1% pour le phosphate brut et en progressions de 7,3% pour le DAP et de 6,1% pour le TSP.

Dans ce contexte, **l'inflation** a enregistré une accélération à 2,3% en novembre dans la zone euro, reflétant notamment celles de 1,8% à 2,4% en Espagne, de 1,6% à 1,7% en France et de 1% à 1,6% en Italie, alors qu'elle a stagné à 2,4% en Allemagne. De même, elle a augmenté de 2,6% à 2,7% aux Etats-Unis. Les données d'octobre indiquent un affermissement de 1,7% à 2,3% au Royaume-Uni, tandis que le rythme d'évolution des prix a décéléré de 2,5% à 2,2% au Japon.

Concernant **l'orientation des politiques monétaires**, la **FED** a décidé, à l'issue de sa réunion des 6 et 7 novembre, de réduire de 25 pb la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4,5%-4,75%], soit la seconde baisse consécutive après celle de 50 pb en septembre, dans un contexte caractérisé par une activité continuant de croître à un rythme soutenu, un taux de chômage en augmentation, mais tout en demeurant bas et une inflation se rapprochant davantage de l'objectif de 2% mais restant quelque peu élevée. Pour sa part, à l'issue de sa réunion du 12 décembre, la **BCE** a décidé d'abaisser ses trois taux d'intérêt directeurs de 25 pb, soit la quatrième baisse depuis le mois de juin, indiquant que le processus de désinflation dans la zone euro est en bonne voie. Les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont ainsi été ramenés à 3%, 3,15% et 3,40% respectivement.

Au niveau **national**, les données des comptes nationaux relatifs au deuxième trimestre indiquent que la **croissance économique** s'est établie à 2,4% après 2,5% au même trimestre un an auparavant, résultat d'un recul de 4,5%, contre une progression de 1,5%, de la valeur ajoutée agricole et d'un accroissement de

3,2%, après 2,5%, de celle des activités non agricoles. Du côté de la demande, sa composante intérieure a contribué positivement à la croissance à hauteur de 5,2 points de pourcentage, alors que les échanges extérieurs de biens et services en volume ont participé négativement de l'ordre de 2,9 points.

Sur **le marché du travail**, 213 mille postes ont été créés entre le troisième trimestre de 2023 et la même période de 2024. A l'exception de l'agriculture qui a accusé une nouvelle perte de 124 mille postes, les autres secteurs ont enregistré des hausses s'élevant à 258 mille dans les services, à 57 mille dans le BTP et à 23 mille dans l'industrie y compris l'artisanat. Le taux d'activité s'est accru de 43,2% à 43,6% et le taux de chômage a augmenté de 13,5% à 13,6%.

Au plan **des comptes extérieurs**, les données relatives aux dix premiers mois de l'année 2024 font ressortir un alourdissement du déficit commercial de 5,2%, résultat des accroissements de 6,2% des exportations et de 5,8% des importations. Le taux de couverture s'est situé à 59,9% après 59,7%. L'évolution des exportations a été tirée essentiellement par les ventes des secteurs automobile, des phosphates et dérivés et de l'aéronautique, celles du secteur du « textile et cuir » s'étant quasiment stabilisées. Pour ce qui est des importations, leur évolution recouvre principalement des hausses des acquisitions de biens d'équipements, des demi-produits et des achats de produits finis de consommation, ainsi qu'un allègement de la facture énergétique. Parallèlement, les recettes de voyages se sont améliorées de 9,3% et les dépenses au même titre ont affiché une croissance de 20%. Les transferts des MRE ont, pour leur part, poursuivi leur dynamique avec une progression de 3,9%. En ce qui concerne les principales opérations financières, les recettes des IDE ont connu une expansion de 23,7%, tandis que les dépenses d'investissements directs des marocains à l'étranger ont diminué de 7,8%. Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserves se sont établis à 360,7 milliards de dirhams à fin octobre, représentant l'équivalent de 5 mois et 5 jours d'importations de biens et services.

Au niveau des **conditions monétaires**, le besoin de liquidité des banques s'est accentué à 131,6 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire au troisième trimestre et à 138,8 milliards en octobre et novembre. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté le montant de ses injections à 145,4 milliards puis à 150,3 milliards respectivement. Les conditions monétaires ont été également caractérisées au troisième trimestre 2024 par une baisse de 22 points de base, d'un trimestre à l'autre, du taux débiteur moyen global à 5,21% et une appréciation de 0,9% du taux de change effectif réel. S'agissant du crédit bancaire, il s'est accru en octobre de 3,6% globalement et de 2,4% pour sa composante destinée au secteur non financier. Cette dernière reflète une hausse de 1,7% pour les entreprises et de 2,3% pour les particuliers.

S'agissant des **finances publiques**, l'exécution budgétaire au titre des dix premiers mois de 2024 s'est soldée par un déficit, hors produit de cession des participations de l'Etat, de 49 milliards de dirhams, en creusement de 11,6 milliards comparativement à la même période de 2023. Les recettes ordinaires ont connu une amélioration de 13,6% à 320,4 milliards, reflétant des progressions de 12,5% des rentrées fiscales et de 21,6% de celles non fiscales. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 6,8% à 288,1 milliards, sous l'effet des augmentations de 8,8% des charges de biens et services et de 4,8% de celles en intérêts de la dette, alors que celles de compensation ont diminué de 13,2%. Dans ces

conditions, le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 32,2 milliards au lieu de 12 milliards à fin octobre 2023. De leur côté, les dépenses d'investissement ont affiché une hausse de 9,9% à 79,4 milliards, portant ainsi celles globales à 367,5 milliards, en accroissement de 7,4%. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il est ressorti négatif à 1,8 milliard après un solde positif de 22,8 milliards à la même période de 2023. Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 5 milliards de dirhams, le déficit de caisse s'est accru à 54 milliards, au lieu de 47,7 milliards un an auparavant. Outre l'encaissement de recettes de cession des participations de l'Etat de 1,7 milliard, ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 46,8 milliards et par un flux net extérieur positif de 5,5 milliards. Ainsi, l'encours de la dette publique directe aurait progressé de 5,8% à fin octobre 2024 par rapport à son niveau à fin décembre 2023.

Au niveau de la **bourse de Casablanca**, les cours restent orientés globalement à la hausse, avec une appréciation en glissement trimestriel du MASI de 8,1% au troisième trimestre 2024, reflétant principalement des progressions des indices sectoriels des « services de transport » de 51,3%, de la « participation et promotion immobilière » de 26,1% et des banques de 3,3%. Pour ce qui est du volume des échanges, il s'est établi à 14,8 milliards de dirhams contre 28,3 milliards le trimestre précédent, en liaison essentiellement avec la diminution des échanges sur le marché des blocs qui est revenu de 8,5 milliards à 234,4 millions et sur le marché central actions où le chiffre d'affaires a atteint 12,7 milliards après 16,5 milliards. Dans ce contexte, la capitalisation boursière s'est accrue depuis le début de l'année de 18,5% à 741,9 milliards de dirhams.

Sur le **marché immobilier**, l'indice des prix des actifs est resté quasi-stable au deuxième trimestre 2024, recouvrant des progressions de 0,5% pour les terrains, une stagnation des prix des biens résidentiels et une baisse de 0,3% de ceux des actifs à usage professionnel. Pour sa part, le nombre de transactions s'est replié de 8,2%, avec des diminutions de 6,7% pour les biens résidentiels, de 10,2% pour les terrains et de 15,9% pour les biens à usage professionnel.

Dans ce contexte, après s'être établie à 0,8% en moyenne au deuxième trimestre 2024, l'**inflation** est passée à 1,3% au troisième trimestre et a décéléré à 0,7% en octobre. Ce ralentissement reflète principalement l'accentuation du recul des prix des produits alimentaires à prix volatils de -1,1% à -3,5% et de ceux des carburants et lubrifiant de -2,8% à -15,2%. Pour sa part, l'inflation sous-jacente s'est légèrement accélérée, tout en demeurant à un niveau modéré, soit 2,2% en octobre au lieu de 2,1% en moyenne entre juillet et septembre. Pour ce qui est des anticipations d'inflation des experts du secteur financier au titre du quatrième trimestre 2024, elles se sont établies à 2,3%, au lieu de 2,2% un trimestre auparavant, à l'horizon de huit trimestres et à 2,4%, après 2,3%, à l'horizon des 12 prochains trimestres.

**En termes de perspectives, la croissance de l'économie mondiale** devrait revenir de 3,2% cette année à 2,9% en 2025 puis à 2,8% en 2026. Aux Etats-Unis, elle s'établirait à 2,7% en 2024, grâce à la robustesse de la consommation privée, avant de ralentir à 1,6% en 2025 et à 1,7% en 2026, les incertitudes liées aux politiques commerciales et budgétaires de la future administration pesant sur ces perspectives. Dans la zone euro, la croissance devrait se limiter à 0,8% en 2024, freinée principalement par les difficultés persistantes du secteur manufacturier et une faible demande intérieure. Elle devrait s'accélérer à 1,3%

en 2025 et en 2026, soutenue notamment par l'affaiblissement de l'euro qui favoriserait les exportations, ainsi que la reprise de la consommation privée. Au Royaume-Uni, l'économie devrait s'accroître de 0,9% cette année stimulée notamment par une consommation publique et privée dynamique, puis se situerait à 1,4% en 2025 et à 1,2% en 2026, sous l'effet d'une politique budgétaire expansionniste.

Dans les principaux pays émergents, la croissance de l'économie chinoise ralentirait à 4,8% en 2024, puis à 4,7% en 2025 et à 4,3% en 2026, les perspectives à moyen terme pâtissant des défis structurels du pays tels que les difficultés persistantes du secteur immobilier, l'endettement public et les problèmes démographiques, conjugués à l'impact attendu des tensions commerciales avec les États-Unis. En Inde, quoiqu'en décélération, l'activité resterait vigoureuse avec une croissance de 6,9% en 2024, de 7% en 2025 et de 6,6% en 2026 et ce, à la faveur du dynamisme des investissements publics dans l'infrastructure. En Russie, la croissance demeurerait robuste atteignant 3,9% en 2024, tirée par une forte demande intérieure. Elle devrait toutefois ralentir à 1% en 2025 et à 0,2% en 2026, en raison notamment de la dissipation de l'effet de l'impulsion budgétaire et du resserrement des conditions monétaires.

Sur **les marchés des matières premières**, le prix du **Brent** devrait maintenir sa tendance baissière, pour s'établir à 79,8 dollars cette année, à 74,5 dollars en 2025 puis à 69,1 dollars en 2026, à la faveur en particulier d'une offre abondante dans les pays non-membres de l'OPEP+, notamment les États-Unis et d'une modération de la demande mondiale, notamment de la Chine. Pour ce qui est du **phosphate et dérivés** marocains, les prix des dérivés ressortiraient en quasi-stabilité cette année à 586 USD/t pour le DAP et à 443 USD/t pour le TSP. Ils devraient ensuite augmenter, pour atteindre 599 USD/t en 2025 et 613 USD/t en 2026 pour le DAP, et 469 USD/t puis 486 USD/t pour le TSP. Quant au phosphate brut Maroc, son prix diminuerait de 265 USD/t en 2023 à 223 USD/t en 2024, à 196 USD/t en 2025 puis à 187 USD/t en 2026. S'agissant des **denrées alimentaires**, après la contraction de 13,8% observée en 2023, l'indice FAO devrait enregistrer un recul de 2,1% en 2024, avant de s'orienter à la hausse avec des augmentations de 4,5% en 2025 et de 1,2% en 2026.

Dans ces conditions, **l'inflation mondiale** poursuivrait sa décélération pour ressortir à 3,7% cette année et à 3,2% en 2025, puis se maintiendrait à ce niveau en 2026. Dans la zone euro, après un taux de 2,3%, l'inflation reviendrait à 2% en 2025 et à 2,2% en 2026. De même, aux États-Unis, elle poursuivrait sa tendance baissière, passant de 4,1% en 2023 à 2,9% en 2024 et à 2,6% en 2025, avant de s'accélérer à 2,9% en 2026.

**Au niveau national**, les **exportations** devraient augmenter de 5,5% en 2024, tirées essentiellement par des accroissements de 8,3% des ventes du secteur automobile et de 8,5% de celles des phosphates et dérivés. Quant aux **importations**, elles progresseraient de 4,6%, en relation principalement avec des hausses des achats de biens d'équipement et des demi-produits, alors que la facture énergétique devrait s'alléger de 6,9%. A moyen terme, la dynamique des échanges devrait se poursuivre avec une progression des exportations de 7,5% en 2025 puis de 8,9% en 2026, tirée essentiellement par des hausses respectives de 8,4% et 15,5% des ventes du secteur automobile à 200,9 milliards de dirhams au terme de 2026, reflétant les expéditions prévues de près de 650 mille voitures à moyen terme. De même, les ventes de phosphates et dérivés s'accroîtraient de 12,2% en 2025 puis de 6,3% en 2026 à 99,3 milliards de dirhams.

Quant aux importations, elles augmenteraient de 7,9% en 2025 et de 6% en 2026, résultat en particulier de la progression des acquisitions de biens d'équipement de 15,6% et 14,2% respectivement. Les achats de produits finis de consommation devraient également s'accroître de 7,2% puis de 3,4% et ceux de demi-produits de près de 6% à moyen terme. La facture énergétique, pour sa part, se stabiliserait en 2025 avant de s'alléger de 4,1% en 2026 à 108,9 milliards de dirhams. S'agissant des **recettes de voyages**, elles devraient atteindre 114,2 milliards de dirhams en 2024, en amélioration de 9,1% d'une année à l'autre, avant de croître de 6,6% en 2025 et de 4,9% en 2026 pour se situer à 127,7 milliards. En parallèle, les **transferts des MRE** se renforceraient à 120,2 milliards en 2024, en progression annuelle de 4,3%, puis de près de 3% à moyen terme pour s'établir à 127,8 milliards en 2026.

Dans ces conditions, le déficit du compte courant devrait terminer ainsi l'année à 1% du PIB, après 0,6% en 2023, et se situer à 1,8% en 2025 avant de revenir à 1,5% en 2026. Concernant les recettes des IDE, elles s'élèveraient à l'équivalent de 2,7% du PIB en 2024, après 2,4% en 2023, puis à 3% en 2025 et à 3,3% en 2026.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les **avoirs officiels de réserve** se renforceraient à 375,6 milliards de dirhams à fin 2024, à 387,8 milliards à fin 2025 puis à 400,2 milliards à fin 2026, représentant respectivement des couvertures de 5 mois et 8 jours, 5 mois et 3 jours puis de 5 mois et 8 jours d'importations de biens et services.

S'agissant des **conditions monétaires**, tiré essentiellement par l'expansion de la fiduciaire, le besoin de liquidité bancaire continuerait de se creuser pour ressortir à 137,3 milliards de dirhams à fin 2024, à 164,6 milliards en 2025 et à 192,3 milliards en 2026. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte des réalisations, des perspectives de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, son rythme s'accélérerait à 3,8% en 2024, à 4,2% en 2025 et à 5,5% en 2026.

Sur le volet des **finances publiques**, au regard des réalisations budgétaires à fin octobre 2024, de la programmation budgétaire triennale (PBT) 2025-2027, de la loi de finances 2025 et des nouvelles projections macroéconomiques de BAM de décembre, le déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'Etat, devrait se situer à 4,5% du PIB en 2024, avant de s'atténuer progressivement, selon les prévisions de BAM, à 4,2% du PIB en 2025, puis à 3,9% en 2026.

Pour ce qui est du rythme de **l'activité économique**, après une accélération à 3,4% en 2023, la croissance de l'économie nationale devrait ralentir à 2,6% cette année, résultat d'une contraction de 4,6% après une hausse de 1,4% de la valeur ajoutée agricole, tenant compte d'une récolte céréalière de 31,2 millions de quintaux (MQx) au titre de la campagne 2023/2024, et d'un léger ralentissement du rythme d'accroissement du PIB non agricole de 3,6% à 3,5%. La croissance devrait s'accélérer à 3,9% en 2025 et en 2026, reflétant une progression de 5,7% et 3,6% respectivement de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à des campagnes céréalières moyennes de 50 MQx. Pour les activités non agricoles, leur rythme s'améliorerait à 3,6% en 2025 puis à 3,9% en 2026.

Dans ces conditions, **l'inflation** ralentirait autour de 1% en 2024 au lieu de 6,1% en 2023, reflétant principalement une baisse plus rapide que prévu des prix des produits alimentaires à prix volatils, ainsi qu'un repli plus accentué qu'attendu des prix des carburants et lubrifiants, en ligne avec l'évolution des cours internationaux du pétrole. Elle devrait s'accélérer à 2,4% en 2025 avant de revenir à 1,8% en 2026. Sa composante sous-jacente ralentirait à 2,1% en 2024, à 2% en 2025 puis à 1,8% en 2026.

**Les incertitudes entourant les perspectives** de l'économie mondiale restent élevées, en lien avec les politiques envisagées par la nouvelle administration américaine, dont l'impact reste tributaire de leur calendrier, de leur ampleur et des réactions qu'elles susciteraient. À cela s'ajoutent la crise immobilière en Chine et l'atonie de l'économie allemande, qui orientent les risques vers une croissance plus faible. Par ailleurs, la persistance du conflit en Ukraine pourrait fragiliser davantage l'activité économique mondiale et perturber les chaînes d'approvisionnement, notamment énergétiques.

Au niveau national, les principaux risques pour l'activité économique sont liés à la récurrence des sécheresses et à l'aggravation du stress hydrique à moyen terme. En revanche, les efforts du Royaume pour stimuler l'investissement renforcent l'optimisme quant à un rythme plus rapide de la croissance à moyen et à long termes. Quant à l'inflation, les risques restent orientés à la hausse. En plus des pressions externes, les sécheresses récurrentes et l'aggravation du stress hydrique pourraient engendrer une augmentation plus importante que prévu des prix des denrées alimentaires, exacerbant ainsi les pressions inflationnistes.

# 1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Les données relatives au troisième trimestre de l'année suggèrent une relative résilience de l'activité économique, avec toutefois des perspectives à la baisse notamment aux Etats-Unis et en Chine. Sur les marchés du travail, malgré la détente des pressions, la situation demeure favorable avec des taux de chômage qui restent à des niveaux historiquement faibles tant aux Etats-Unis que dans la zone euro. S'agissant de l'inflation, après une baisse générale tendancielle depuis le début de l'année, les données du mois de novembre font ressortir une accélération de son rythme dans les principaux pays avancés, en particulier aux Etats-Unis et dans la zone euro. Au niveau des marchés financiers, le mois de novembre a été marqué par la bonne performance de l'indice boursier américain, porté notamment par le résultat des élections présidentielles, alors que les autres principales places boursières, aussi bien dans les marchés avancés qu'émergents, ont enregistré des pertes mensuelles. Quant aux rendements souverains, les taux à long terme ont globalement augmenté en novembre pour les principaux pays avancés, et ont enregistré des évolutions disparates pour ceux émergents avec notamment une baisse pour la Chine. Pour ce qui est des matières premières, le cours du Brent est ressorti en repli en novembre, à la fois en rythmes mensuel et annuel. A l'inverse, les prix des produits agricoles se sont accrus au cours du même mois, tant en glissement mensuel qu'annuel.

## 1.1 Activité économique et emploi

### 1.1.1 Activité économique

Au troisième trimestre 2024, la croissance en glissement annuel a connu une décélération à 2,7% aux États-Unis, après 3% au deuxième trimestre, et une accélération de 0,5% à 0,9% dans la zone euro. Par pays membre, le rythme de l'activité s'est renforcé de 3,2% à 3,4% en Espagne et de 0,9% à 1,2% en France, alors qu'il a ralenti de 0,7% à 0,4% en Italie, l'économie allemande enregistrant, pour sa part, une nouvelle contraction de 0,3%. Pour ce qui est des autres économies avancées, l'activité s'est également accélérée au Royaume-Uni et au Japon, avec des progressions du PIB respectivement de 1% au troisième trimestre, contre 0,7% le trimestre précédent, et de 0,5%, après une contraction de 0,9%.

S'agissant des principaux pays émergents, la croissance a légèrement ralenti en Chine pour s'établir à 4,6% au troisième trimestre, après 4,7% le trimestre précédent. En Inde, quoi qu'en décélération, le rythme de l'activité demeure vigoureux, avec une croissance de 5,4% contre 6,7% un trimestre auparavant. Ailleurs, le PIB a

progressé de 3,3% au deuxième trimestre à 4% au troisième trimestre au Brésil, tandis qu'il a ralenti de 2,4% à 2,1% sur la même période en Turquie. En Russie, les données relatives au deuxième trimestre font ressortir une décélération de 5,4% à 4,1%.

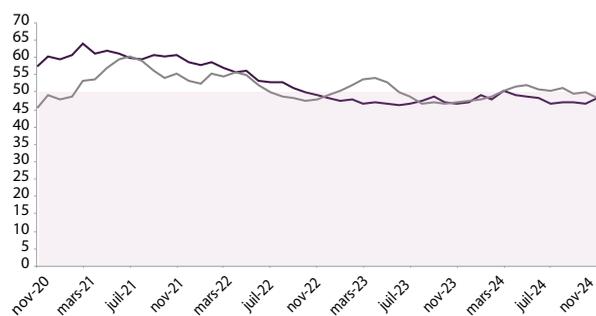
Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel (en %)

	2022		2023			2024			
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Pays avancés									
Etats-Unis	2,3	1,3	2,3	2,8	3,2	3,2	2,9	3,0	2,7
Zone Euro	2,8	1,9	1,4	0,5	0,0	0,1	0,4	0,5	0,9
France	1,4	0,9	1,0	1,3	0,9	1,3	1,4	0,9	1,2
Allemagne	1,4	0,2	0,2	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2	-0,3
Italie	3,6	2,4	2,3	0,5	0,1	0,3	0,3	0,7	0,4
Espagne	6,1	4,6	3,9	2,4	2,2	2,3	2,6	3,2	3,4
Royaume-Uni	2,7	1,5	0,9	0,5	0,3	-0,3	0,3	0,7	1,0
Japon	1,3	0,5	2,3	1,7	1,1	0,9	-0,9	-0,9	0,5
Pays émergents									
Chine	3,9	2,9	4,5	6,3	4,9	5,2	5,3	4,7	4,6
Inde	5,5	4,3	6,2	8,2	8,1	8,6	7,8	6,7	5,4
Brésil	4,3	2,7	4,2	3,5	2,0	2,0	2,5	3,3	4,0
Turquie	4,1	3,3	4,5	4,6	6,5	4,6	5,3	2,4	2,1
Russie	-2,8	-1,8	-1,6	5,1	5,7	4,9	5,4	4,1	N.D

Source : Thomson Reuters Eikon et Eurostat.

Concernant les indicateurs avancés de l'activité, l'indice PMI composite de la zone euro s'est replié de 50 en octobre à 48,3 en novembre. A l'inverse, l'ISM manufacturier américain a progressé de 46,5 à 48,4 sur la même période.

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



— ISM manufacturier des Etats-Unis — PMI composite de la zone euro

Source : Thomson Reuters Eikon.

### 1.1.2 Marché de l'emploi

Sur les marchés du travail, les données de novembre indiquent une forte hausse des créations d'emploi aux Etats-Unis, à 227 mille au lieu de 36 mille un mois auparavant, et une augmentation du taux de chômage à 4,2%. Dans la zone euro, ce taux est ressorti stable en octobre à 6,3%. Il est resté quasi inchangé à 3,4% en Allemagne, à 7,6% en France et à 11,2% en Espagne et s'est replié à 5,8% en Italie. Quant au Royaume-Uni, les données relatives au mois de septembre font état d'une hausse à 4,3%.

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

(en %)	2022	2023	2024		
			Sep.	Oct.	Nov.
Etats-Unis	3,6	3,6	4,1	4,1	4,2
Zone euro	6,8	6,6	6,3	6,3	N.D
France	7,3	7,3	7,5	7,6	N.D
Allemagne	3,2	3,1	3,4	3,4	N.D
Italie	8,1	7,7	6,0	5,8	N.D
Espagne	13,0	12,2	11,2	11,2	N.D
Royaume-Uni	3,9	4,0	4,3	N.D	N.D

Sources : Eurostat et BLS.

## 1.2 Conditions monétaires et financières

### 1.2.1 Décisions de politiques monétaires

A l'issue de sa réunion des 6 et 7 novembre, la FED a décidé de réduire de 25 points de base la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4,5%-4,75%], soit la seconde baisse consécutive après celle de 50 pb en septembre, dans un contexte caractérisé par une activité continuant de croître à un rythme soutenu, un taux de chômage en augmentation tout en restant faible, et une inflation se rapprochant davantage de l'objectif de 2% mais restant quelque peu élevée. La FED a également indiqué qu'elle continuera de réduire ses avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires.

En outre, la BCE a décidé à l'issue de sa réunion du 12 décembre d'abaisser les trois taux d'intérêt directeurs de 25 points de base, soit la troisième baisse d'affilée et la quatrième depuis juin, indiquant que le processus de désinflation est en bonne voie et que la plupart des mesures de l'inflation sous-jacente laissent entrevoir une stabilisation durable autour de l'objectif de 2% à moyen terme. Les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont ainsi été ramenés à 3%, 3,15% et 3,40% respectivement. Elle a, en outre, indiqué que son Programme d'achat d'actifs (APP) se contracte à un rythme mesuré et prévisible, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance. Quant au Programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), l'Eurosystème ne réinvestit plus la totalité des remboursements au titre du principal des titres, réduisant le portefeuille de ce programme de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne, et prévoit de mettre un terme aux réinvestissements fin 2024.

La Banque d'Angleterre a décidé lors de sa réunion du 6 novembre de réduire son taux directeur de 25 points de base à 4,75%, soit la seconde baisse depuis celle du mois d'août, soulignant que le processus de désinflation se poursuit, même si les pressions inflationnistes intérieures se résorbent plus lentement. Elle a également réitéré que la politique monétaire devra rester restrictive suffisamment longtemps jusqu'à ce que les risques pesant sur un retour durable de l'inflation à l'objectif de 2% à moyen terme se soient davantage dissipés.

Parallèlement, la Banque du Japon a décidé de maintenir inchangé son taux directeur à 0,25% à la suite de sa réunion des 30 et 31 octobre, soulignant de fortes incertitudes entourant les perspectives de l'économie japonaise après les élections législatives à l'issue desquelles la coalition au pouvoir a perdu sa majorité.

Au sein des principales économies émergentes, la banque centrale de Chine a procédé à une baisse de son principal taux directeur à 3,1% à l'issue de sa réunion du 21 octobre, soit la seconde diminution opérée cette année, avant de le maintenir inchangé le 20 novembre. Elle a également réduit, fin septembre, le taux de réserves obligatoires de 50 pb dans le cadre d'un vaste plan de relance visant à stimuler l'économie du pays. A l'opposé, les banques centrales de la Russie et du Brésil ont décidé en novembre de relever leur taux directeur dans un contexte de recrudescence des pressions inflationnistes. Quant aux banques centrales de l'Inde et de la Turquie, elles ont maintenu leurs taux directeurs inchangés lors de leurs dernières réunions.

### 1.2.2 Marchés financiers

Sur les marchés de change, l'euro a connu au cours du mois de novembre une dépréciation mensuelle de 2,5% face au dollar, alors qu'il est resté quasi-

constant face à la livre sterling et au yen japonais. Ainsi, depuis le début de l'année, l'euro s'est déprécié de 2,6% face au dollar et de 3,3% par rapport à la livre sterling alors qu'il s'est apprécié de 3,9% face au yen japonais.

Quant aux monnaies des principales économies émergentes, elles se sont appréciées par rapport au dollar au cours du mois de novembre avec des gains mensuels de 3,2% pour le real brésilien, de 1,7% pour le renminbi chinois, de 0,4% pour la roupie indienne et de 0,6% pour la lire turque. Depuis janvier, les appréciations face à la devise américaine ressortent à 18,5% pour le real brésilien, à 1,3% pour la roupie indienne, à 1% pour le renminbi chinois et à 18,4% pour la lire turque.

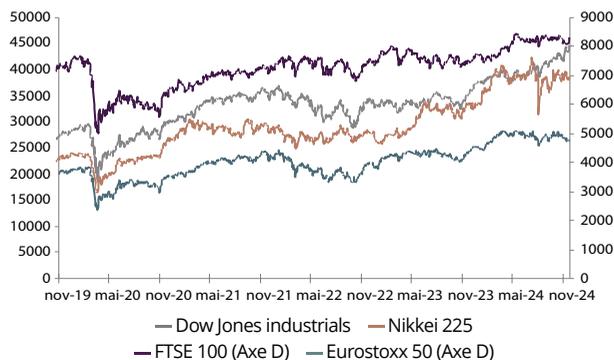
**Graphique 1.2 : Evolution du taux de change euro/dollar**



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés boursiers des principales économies avancées, les cours ont enregistré durant le mois de novembre des baisses mensuelles de 3,1% pour l'Eurostoxx 50, de 1,3% pour le FTSE 100 et de 0,7% pour le Nikkei 225, tandis que le Dow Jones Industrials a affiché une hausse de 3%. Depuis le début de l'année, les performances ressortent positives avec des gains de 6,3% pour l'Eurostoxx, de 7,1% pour le FTSE 100, de 16,6% pour le Nikkei 225 et de 18,4% pour le Dow Jones Industrials.

**Graphique 1.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées**

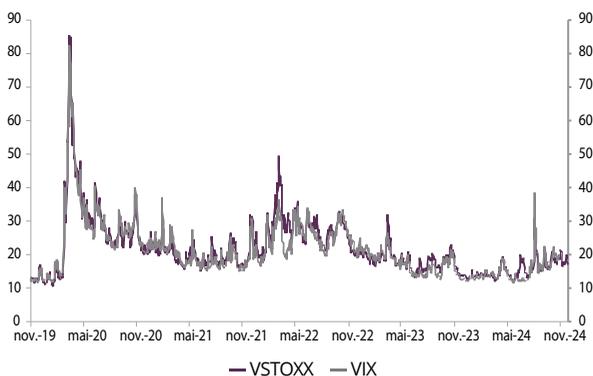


Source : Thomson Reuters Eikon.

Ces évolutions se sont accompagnées d'une baisse de l'aversion au risque sur les marchés financiers en novembre, l'indice VIX passant de 20 en octobre à 16, et le VSTOXX revenant de 19,3 à 18,2. Par rapport à décembre 2023, les deux indices ressortent cependant en hausse puisque le VIX et le VSTOXX s'établissent respectivement à 12,7 et à 13,4.

Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM a connu un recul de 4,2% reflétant la baisse des sous-indices relatifs à la Chine (-5,8%) et à l'Inde (-4,9%). Entre janvier et novembre, il a enregistré une progression de 11,4%, liée notamment à celle des indices chinois (+19,2%) et indiens (+16,5%).

**Graphique 1.4 : Evolution du VIX et du VSTOXX**

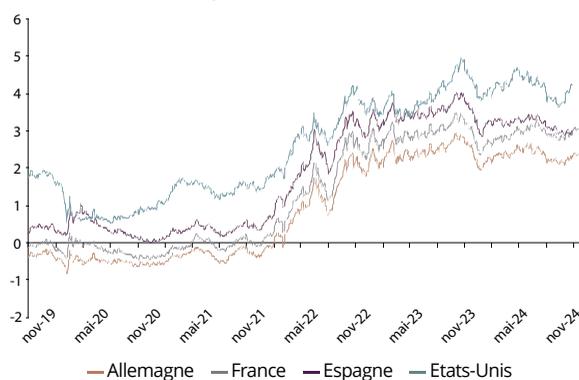


Source : Thomson Reuters Eikon.

Concernant les marchés obligataires souverains, les rendements pour les principales économies avancées sont ressortis globalement en hausse en novembre en glissement mensuel. Ainsi, le taux à 10 ans a augmenté de 26 pb pour les Etats-Unis à 4,4% (+31 pb depuis le début de l'année), de 7 pb à 2,3% pour l'Allemagne (+12 pb), de 9 pb à 3% pour la France (+37 pb), de 9 pb à 3,1% pour Espagne (-11 pb), et de 7 pb à 3,5% pour l'Italie (-20 pb).

Au sein des principales économies émergentes, ce taux a baissé de 5 pb à 2,1% pour la Chine (-43 pb par rapport à janvier) alors qu'il est resté stable à 6,8% pour l'Inde (-37 pb) et à 12,9% pour le Brésil (+227 pb), et a augmenté de 38 pb à 23,1% pour la Turquie (+340 pb).

**Graphique 1.5 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans**

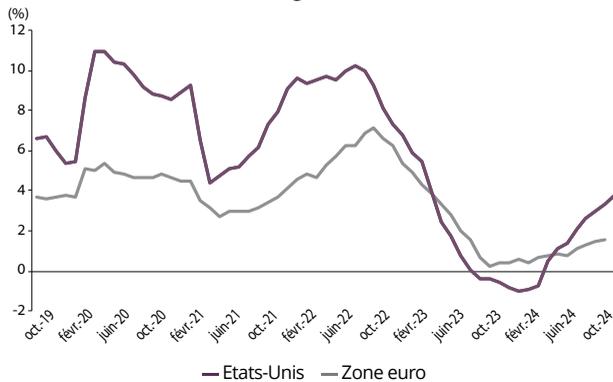


Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés monétaires, le Libor dollar à 3 mois est resté stable en novembre à 4,8%, tandis que l'Euribor de même maturité a diminué de 16 pb par rapport à octobre pour s'établir à 3%. Entre janvier et novembre, ces deux taux ont connu des baisses respectivement de 73 pb et de 93 pb, dans un contexte d'assouplissement de la politique monétaire de la FED et de la BCE.

S'agissant du crédit bancaire, sa croissance s'est de nouveau accélérée en octobre aux Etats-Unis et dans la zone euro, à un rythme annuel de 3,7% et de 1,6% respectivement.

**Graphique 1.6 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)**



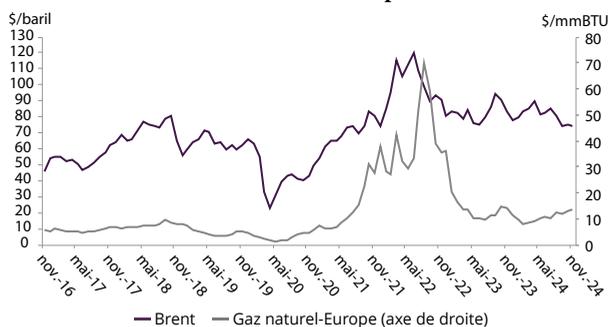
Source : Thomson Reuters Eikon.

### 1.3 Prix des matières premières et inflation

#### 1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur le marché des matières premières, après deux baisses mensuelles successives suivies d'une légère hausse en octobre, le cours du Brent a enregistré un nouveau recul de 1,7% en novembre, s'établissant en moyenne à 74,4 \$/bbl, niveau en repli de 10,6% en glissement annuel. En revanche, le prix du gaz naturel européen a enregistré une hausse mensuelle de 7,8% en novembre à 13,93 \$/mmbtu tout en restant en repli de 3,9% en glissement annuel.

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

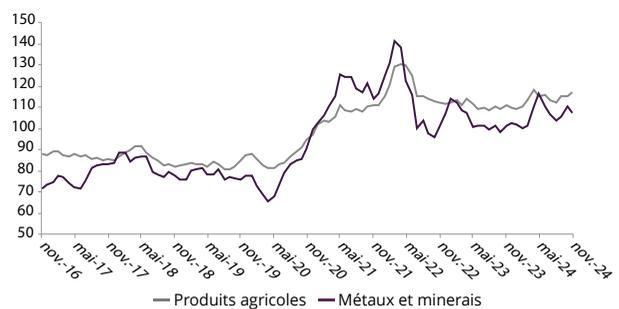


Source : Banque Mondiale.

#### 1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Hors énergie, les prix sont restés quasi-stables en novembre, reflétant à la fois la hausse de 1,8% des cours des produits agricoles et le fléchissement de 3,1% de ceux des métaux et minerais. Par rapport au même mois de l'année dernière, ces prix ressortent en accroissement de 4,1% globalement, avec des progressions de 5,4% pour les produits agricoles et de 5,9% pour les métaux et minerais.

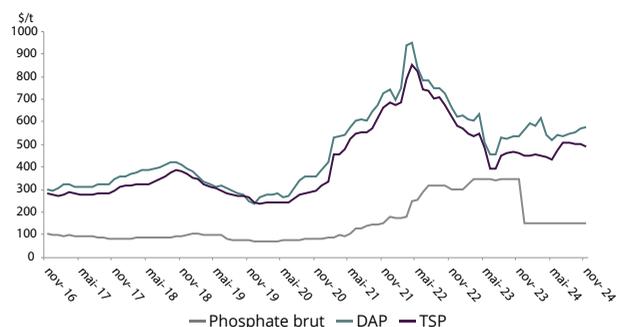
**Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie (2010=100)**



Source : Banque Mondiale.

Pour ce qui est du phosphate et dérivés, les cours ont enregistré en novembre une légère hausse mensuelle de 0,2% à 574,5 \$/t pour le DAP, une contraction de 2,5% à 491 \$/t pour le TSP et une stagnation à 152,5 \$/t pour le phosphate brut. En glissement annuel, les prix ressortent en baisse de 56,1% pour le phosphate brut et en progressions de 7,3% pour le DAP et de 6,1% pour le TSP.

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



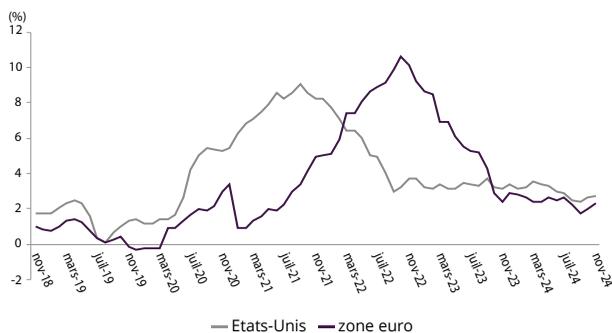
Source : Banque Mondiale.

### 1.3.3 Inflation

Pour ce qui est de l'inflation, elle a enregistré en novembre une accélération à 2,3% dans la zone euro, reflétant notamment celles de 1,8% à 2,4% en Espagne, de 1,6% à 1,7% en France et de 1% à 1,6% en Italie, alors qu'elle a stagné à 2,4% en Allemagne. De même, aux Etats-Unis l'inflation a marqué une légère augmentation passant de 2,6% en octobre à 2,7% en novembre. Ailleurs, les données d'octobre indiquent un affermissement de 1,7% à 2,3% au Royaume-Uni, tandis qu'au Japon, le rythme de progression des prix à la consommation a décéléré de 2,5% à 2,2%.

Quant aux principales économies émergentes, les données du mois de novembre font ressortir une poursuite de la décélération de l'inflation en Chine pour le troisième mois consécutif, revenant de 0,3% en octobre à 0,2%. Le ralentissement de l'inflation a été observé également en Inde, où elle est revenue de 6,2% à 5,5% en novembre. En revanche, l'inflation s'est accélérée au cours de la même période de 8,5% à 8,9% en Russie et de 4,8% à 4,9% au Brésil.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

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

	2022	2023	2024		
			Sept.	Oct.	Nov.
Etats-Unis	8,0	4,1	2,4	2,6	2,7
Zone Euro	8,4	5,5	1,7	2,0	2,3
Allemagne	8,6	6,1	1,8	2,4	2,4
France	5,9	5,7	1,4	1,6	1,7
Espagne	8,3	3,4	1,7	1,8	2,4
Italie	8,7	6,0	0,7	1,0	1,6
Royaume-Uni	9,0	7,4	1,7	2,3	-
Japon	2,5	3,3	2,5	2,2	-

Sources : Thomson Reuters Eikon, Eurostat & FMI.

## 2. Comptes extérieurs

Les données du commerce extérieur relatives aux dix premiers mois de l'année 2024 indiquent une accélération de la progression des échanges de biens, une poursuite de la dynamique des recettes de voyages et des transferts des MRE et une bonne performance des recettes d'IDE comparativement à l'année précédente. Ainsi, les exportations de biens ont connu une augmentation de 6,2% contre 5,8% pour les importations. Le déficit commercial s'est, en conséquence, alourdi de 5,2% à 249,8 milliards de dirhams et le taux de couverture s'est amélioré à 59,9% après 59,7% à fin octobre 2023. En parallèle, les recettes de voyages continuent de se renforcer atteignant 96,9 milliards de dirhams, en amélioration de 9,3%, et les transferts des MRE ont progressé de 3,9% à 100,3 milliards. Pour ce qui est des principales opérations financières, les recettes d'IDE se sont accrues de 23,7% à 33,3 milliards, alors que les dépenses d'investissements directs marocains à l'étranger ont poursuivi leur tendance baissière avec une contraction de 7,8% à 19,9 milliards. Dans ces conditions, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est établi, à fin octobre 2024, à 360,7 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 5 jours d'importations de biens et services.

### 2.1 Balance commerciale

#### 2.1.1 Exportations

L'amélioration des exportations reflète principalement celle des ventes du secteur automobile qui se sont élevées à 131,4 milliards de dirhams, en hausse de 8% par rapport à la même période de 2023. Cette évolution intègre notamment des progressions de 6,9% à 58,1 milliards pour le segment de la « construction » et de 7,9% à 45,4 milliards pour celui du « câblage ». De même, sous l'effet d'une augmentation des quantités expédiées, les ventes de phosphates et dérivés ont marqué une amélioration de 12,5% à 68,3 milliards, avec des accroissements de 36,8% à 7,7 milliards pour le phosphate brut, de 10,2% à 11,3 milliards pour l'acide phosphorique et de 10% à 49,4 milliards pour les engrais naturels et chimiques. En parallèle, les exportations du secteur aéronautique ont poursuivi leur dynamique entamée depuis le début de l'année, avec une expansion de 17,3% à 21,9 milliards, soutenue par celle de 26,9% du segment de l'assemblage à 14,3 milliards. Quant aux expéditions de produits agricoles et agro-alimentaires, elles ont enregistré une amélioration de 2,9% à 69,8 milliards, reflétant en particulier une progression de 5,4%

des ventes de produits agricoles à 30,8 milliards. Les exportations du secteur de l'« électronique et électricité » se sont, pour leur part, accrues de 2,4% à 15,2 milliards, avec des hausses de 21,1% pour les « appareils pour coupure ou connexion des circuits », et de 4,6% pour le segment « fils et câbles ». En revanche, les exportations du secteur du « textile et cuir » ont enregistré une quasi-stagnation à 39,3 milliards, recouvrant une hausse de 0,7% pour les « vêtements confectionnés » et une diminution de 7,4% pour la branche des « chaussures ».

**Graphique 2.1 : Exportations du secteur automobile à fin octobre**

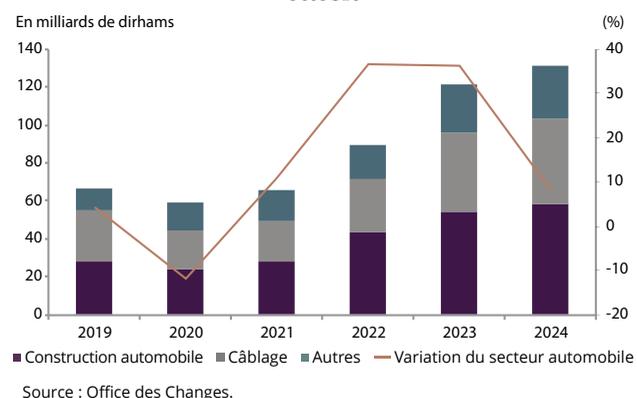


Tableau 2.1 : Exportations par secteur  
(en millions de dirhams)

Secteurs/Segments	Janvier - Octobre		Variations	
	2024	2023	en valeur	en %
Exportations	373 545	351 663	21 882	6,2
<b>Automobile</b>	<b>131 352</b>	<b>121 593</b>	<b>9 759</b>	<b>8,0</b>
Construction	58 061	54 300	3 761	6,9
Câblage	45 399	42 073	3 326	7,9
Intérieur véhicules et sièges	7 706	6 375	1 331	20,9
<b>Phosphates et dérivés</b>	<b>68 339</b>	<b>60 734</b>	<b>7 605</b>	<b>12,5</b>
Engrais naturels et chimiques	49 369	44 873	4 496	10,0
Phosphates	7 651	5 593	2 058	36,8
Acide phosphorique	11 318	10 267	1 051	10,2
<b>Aéronautique</b>	<b>21 864</b>	<b>18 640</b>	<b>3 224</b>	<b>17,3</b>
Assemblage	14 261	11 242	3 019	26,9
Système d'interconnexion de câblage électrique	7 512	7 325	187	2,6
<b>Agriculture et Agro-alimentaire</b>	<b>69 762</b>	<b>67 790</b>	<b>1 972</b>	<b>2,9</b>
Agriculture, sylviculture et chasse	30 759	29 190	1 569	5,4
Industrie alimentaire	36 452	36 146	306	0,8
Pêche, aquaculture	1 446	1 596	-150	-9,4
<b>Electronique et Electricité</b>	<b>15 205</b>	<b>14 848</b>	<b>357</b>	<b>2,4</b>
Appareils pr coupure ou connexion des circuits électr. et résistances	1 667	1 377	290	21,1
Fils et câbles	4 614	4 410	204	4,6
Composants électroniques	6 483	6 603	-120	-1,8
<b>Autres extractions minières</b>	<b>4 623</b>	<b>4 450</b>	<b>173</b>	<b>3,9</b>
Fluorine spath fluor	322	234	88	37,6
Marbres; granit; gypse et autres pierres	352	299	53	17,7
Minerai de plomb	697	673	24	3,6
<b>Textile et Cuir</b>	<b>39 265</b>	<b>39 475</b>	<b>-210</b>	<b>-0,5</b>
Chaussures	2 506	2 707	-201	-7,4
Textile technique	454	489	-35	-7,2
Vêtements confectionnés	25 687	25 507	180	0,7
<b>Autres industries</b>	<b>23 137</b>	<b>24 133</b>	<b>-996</b>	<b>-4,1</b>
Métallurgie et travail des métaux	6 394	7 022	-628	-8,9
Industrie du plastique et du caoutchouc	1 274	1 350	-76	-5,6
Industrie pharmaceutique	1 218	1 290	-72	-5,6

Source : Office des Changes.

## 2.1.2 Importations

L'accroissement des importations a concerné l'ensemble des groupements, à l'exception des produits bruts et énergétiques. En effet, les acquisitions de biens d'équipement se sont renforcées de 11,6% à 145,5 milliards, tirées essentiellement par des progressions de 38,1% des achats de « voitures utilitaires » et de 15,8% de ceux des « appareils pour coupure ou connexion des circuits électriques ». En parallèle, les acquisitions de demi-produits ont connu une hausse de 9,1% à 134,8 milliards, en relation notamment avec les importations de « produits chimiques » qui se sont accrues de 23,1% à 13,5 milliards et celles de « demi-produits en fer ou en aciers non alliés » qui ont doublé pour se situer à 4,1 milliards.

Quant aux importations de biens de consommation, elles se sont améliorées de 8,6% à 144,9 milliards de dirhams, reflétant des hausses de près de 8,8% des achats de voitures de tourisme ainsi que de leurs parties et pièces et de 18,1% de ceux de « médicaments et autres produits pharmaceutiques ». Dans le même sens, les approvisionnements en produits alimentaires ont augmenté de 3% à 75,5 milliards, en relation essentiellement avec un rebond de 76,1% des achats d'animaux vivants à 4,1 milliards, alors que les approvisionnements en blé se sont repliés de 8,4% à 15 milliards.

A l'inverse, la facture énergétique s'est allégée de 5,5% à 95,1 milliards de dirhams, en lien avec des reculs de 25% des importations de « houilles, coques et combustibles solides similaires » et de 14,3% de ceux de « gaz de pétrole et autres hydrocarbures », sous l'effet des diminutions de leurs prix à l'import de 18,5% et 15,9% respectivement. En revanche, les achats de « gas-oils et fuel-oils » ont enregistré une

progression de 1,4%, tirés par celle de 11,7% des quantités importées. En parallèle, les acquisitions de produits bruts ont baissé de 1,4% à 26,9 milliards, en relation notamment avec un recul de celles des huiles de soja et de tournesol.

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

Principaux produits	Janvier - Octobre		Variations	
	2024	2023	En valeur	En %
<b>Importations</b>	<b>623 379</b>	<b>589 153</b>	<b>34 226</b>	<b>5,8</b>
<b>Biens d'équipement</b>	<b>145 514</b>	<b>130 415</b>	<b>15 099</b>	<b>11,6</b>
Voitures utilitaires	8 884	6 432	2 452	38,1
Appareils pour coup. ou connex. des circuits électr.	13 769	11 892	1 877	15,8
Machines pour le travail du caoutchouc ou des plastiques	2 289	851	1 438	-
<b>Demi produits</b>	<b>134 816</b>	<b>123 613</b>	<b>11 203</b>	<b>9,1</b>
Produits chimiques	13 530	10 992	2 538	23,1
Demi-produits en fer ou en aciers non alliés	4 145	2 120	2 025	95,5
Matières plastiques et ouvrages divers en plastique	17 850	16 662	1 188	7,1
<b>Produits finis de consommation</b>	<b>144 872</b>	<b>133 444</b>	<b>11 428</b>	<b>8,6</b>
Parties et pièces pour voitures de tourisme	28 288	25 998	2 290	8,8
Médicaments et autres produits pharmaceutiques	8 861	7 504	1 357	18,1
Voitures de tourisme	19 985	18 386	1 599	8,7
<b>Produits alimentaires</b>	<b>75 468</b>	<b>73 279</b>	<b>2 189</b>	<b>3,0</b>
Animaux vivants	4 084	2 319	1 765	76,1
Fruits frais ou secs, congelés ou en saumure	3 547	2 732	815	29,8
Blé	14 974	16 344	-1 371	-8,4
Tourteaux	5 930	7 613	-1 683	-22,1
<b>Produits bruts</b>	<b>26 942</b>	<b>27 333</b>	<b>-391</b>	<b>-1,4</b>
Huile de soja brute ou raffinée	4 500	5 610	-1 110	-19,8
Huile de tournesol brute ou raffinée	762	1 075	-313	-29,1
Soufres bruts et non raffinés	7 193	6 594	599	9,1
<b>Produits énergétiques</b>	<b>95 071</b>	<b>100 576</b>	<b>-5 505</b>	<b>-5,5</b>
Houilles, cokes et combustibles solides similaires	10 761	14 339	-3 578	-25,0
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	17 257	20 125	-2 868	-14,3
Gas-oils et fuel-oils	47 867	47 202	665	1,4

Source : Office des Changes.

## 2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

Concernant la balance des services, son solde excédentaire a diminué de 1,2% à 111,3 milliards de dirhams, résultat d'un accroissement de 16,6% des importations, plus important que celui de 7,3% des exportations.

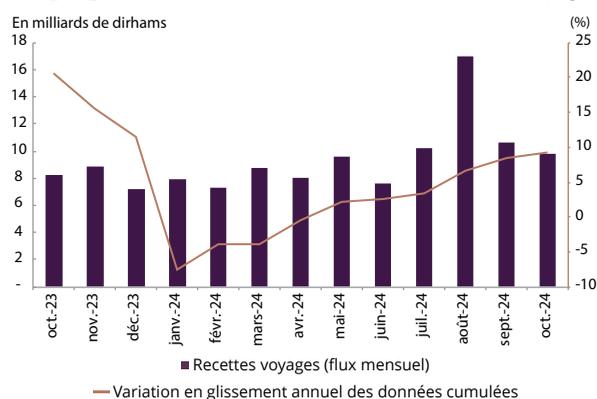
Tableau 2.3 : Balance des services (en millions de dirhams)

	Janvier - Octobre		Variation	
	2024	2023	en valeur	en %
Importations	119 164	102 160	17 004	16,6
Exportations	230 425	214 801	15 624	7,3
Solde	111 261	112 641	-1 380	-1,2

Source : Office des Changes.

En particulier, les recettes de voyages ont affiché un flux mensuel élevé de près de 9,8 milliards, en hausse de 18,9% par rapport à octobre 2023. Elles ont ainsi cumulé 96,9 milliards à fin octobre 2024, en amélioration de 9,3% par rapport à la même période un an auparavant, alors que les dépenses au même titre se sont accrues de 20% à 24,7 milliards.

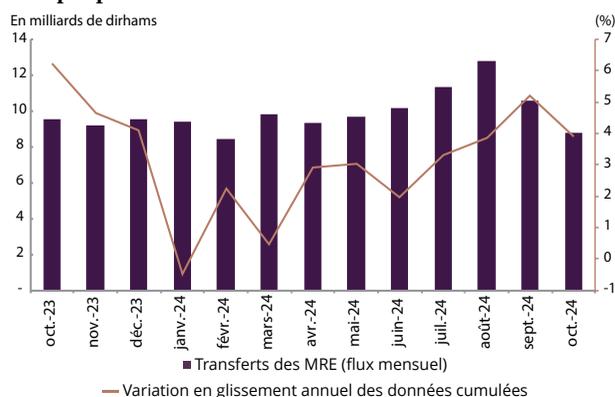
Graphique 2.2 : Evolution mensuelle des recettes de voyages



Source : Office des Changes.

Quant aux transferts des MRE, ils ont poursuivi leur dynamique avec une progression de 3,9% à 100,3 milliards de dirhams.

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



Source : Office des Changes.

## 2.3 Compte financier

En ce qui concerne les principales opérations financières, le flux net d'IDE s'est établi à 19,5 milliards contre 12,1 milliards à fin octobre 2023, résultat d'une hausse de 23,7% des recettes à 33,3 milliards, alors que les dépenses au même titre ont reculé de 7,1% à 13,8 milliards. Quant aux investissements directs marocains à l'étranger, leur flux net s'est replié de 10,6%, reflétant une diminution de 7,8% des dépenses au même titre.

A fin octobre 2024, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est renforcé à 360,7 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 5 mois et 5 jours d'importations de biens et services.

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

	Janvier - Octobre		Variation	
	2024	2023	en valeur	en %
<b>Investissements directs étrangers</b>	19 496	12 068	7 428	61,6
Recettes	33 318	26 945	6 373	23,7
Dépenses	13 822	14 877	-1 055	-7,1
<b>Investissements directs marocains à l'étranger</b>	7 240	8 096	-856	-10,6
Dépenses	19 934	21 632	-1 698	-7,8
Recettes	12 694	13 536	-842	-6,2

Source : Office des Changes.

### 3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du troisième trimestre 2024, les conditions monétaires ont été caractérisées par une baisse de 22 points de base du taux débiteur moyen global et une appréciation du taux de change effectif réel de 0,9%. Concernant le crédit bancaire au secteur non financier, il s'est accru de 3,3% en glissement annuel après 1,2% un trimestre auparavant, reflétant essentiellement l'amélioration du rythme de progression des prêts aux entreprises privées. S'agissant des autres contreparties de la masse monétaire, les créances nettes sur l'administration centrale ont connu un accroissement de 8,4%, après 6,1%, et les avoirs officiels de réserves ont augmenté de 3,6% au lieu de 5,8%. Au total, la masse monétaire a progressé de 6,7% après 4,6% au deuxième trimestre.

Sur le marché immobilier, l'indice des prix des actifs est resté quasi-stable au deuxième trimestre 2024. Cette stagnation recouvre un accroissement de 0,5% des prix des terrains, une stagnation de ceux des biens résidentiels et une baisse de 0,3% pour les actifs à usage professionnel. Pour sa part, le nombre de transactions s'est replié de 8,2%, avec des diminutions de 6,7% pour les biens résidentiels, de 10,2% pour les terrains et de 15,9% pour les biens à usage professionnel.

Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI s'est apprécié en glissement trimestriel de 8,1% au troisième trimestre 2024 et le volume des transactions est revenu, d'un trimestre à l'autre, de 28,3 milliards de dirhams à 14,8 milliards. Dans ce contexte, la capitalisation boursière est ressortie en accroissement de 18,5% depuis le début de l'année à 741,9 milliards de dirhams.

#### 3.1 Conditions monétaires

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

Le besoin en liquidité des banques s'est accentué à 131,6 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire au cours du troisième trimestre 2024, contre 113,8 milliards un trimestre auparavant, en lien notamment avec la progression de la monnaie fiduciaire.

Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté ses injections à 145,4 milliards de dirhams, après 128,2 milliards, dont 61,2 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 50,2 milliards à travers les opérations de pensions livrées et 34,1 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 64,2 jours à 47,9 jours et le taux interbancaire est demeuré aligné sur le taux directeur à 2,75%.

Les dernières données disponibles indiquent une nouvelle accentuation du besoin de liquidité bancaire à 138,8 milliards en moyenne en octobre et novembre 2024.

**Graphique 3.1 : Taux interbancaire (données quotidiennes)**



Sur le marché des bons du Trésor, les taux ont connu de nouvelles diminutions au troisième trimestre aussi bien sur le marché primaire que

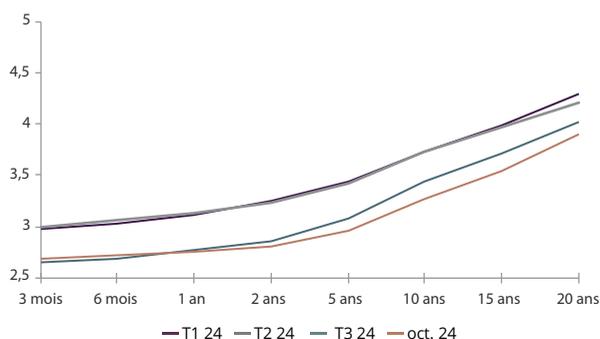
secondaire. Durant le mois d'octobre, les taux ont poursuivi leurs baisses sur le marché primaire, tandis que sur le marché secondaire, ils sont restés quasi-stables pour les maturités courtes et ont connu un léger repli pour celles moyennes et de long terme.

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

	2023			2024			
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	Oct.
26 semaines	3,15	3,07	2,98	2,86	2,85	2,66	2,58
2 ans	3,79	3,49	3,38	3,25	3,24	2,82	2,76
5 ans	4,16	3,82	3,72	3,42	3,43	3,07	2,97
10 ans	4,55	4,20	4,14	3,79	3,75	3,42	3,26
15 ans	4,93	4,64	4,51	4,05	4,03	3,69	3,55

\*Moyenne observée en juillet et août 2024.

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



\*Moyenne observée en juillet et août 2024.

Concernant les taux des émissions des certificats de dépôt, ils ont enregistré un léger repli au troisième trimestre. Pour ce qui est des taux créditeurs, ceux appliqués aux dépôts à 6 mois ont connu, en moyenne, une hausse trimestrielle de 21 points de base (pb) à 2,77%, tandis que ceux des dépôts à un an ont accusé une baisse de 47 pb à 2,60%. S'agissant du taux minimum de rémunération des comptes sur carnet, il a été fixé pour le deuxième semestre de l'année 2024 à 2,48%, en repli de 25 pb par rapport au semestre précédent. Dans ces conditions, le coût de financement des banques<sup>1</sup> a baissé de 5 points d'un trimestre à l'autre.

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

Les dernières données disponibles relatives au mois d'octobre indiquent une baisse des taux créditeurs, par rapport au troisième trimestre, de 9 pb à 2,68% pour les dépôts à 6 mois et une hausse de 29 pb à 2,89% pour ceux à 12 mois.

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

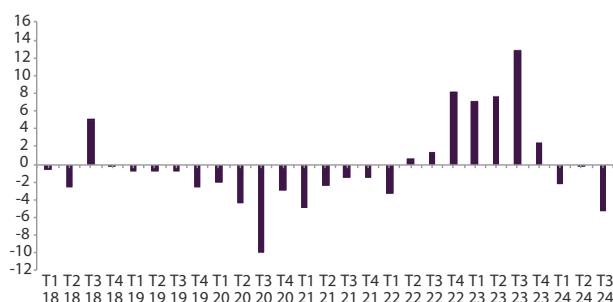


Tableau 3.2 : Taux créditeurs (en %)

	2023		2024			
	T3	T4	T1	T2	T3	Octobre
6 mois	2,51	2,47	2,54	2,56	2,77	2,68
12 mois	2,63	2,86	2,86	3,06	2,60	2,89

S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au troisième trimestre 2024 indiquent une baisse de 22 pb du taux moyen global à 5,21%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les crédits aux entreprises ont diminué de 25 pb à 5,12%, avec un recul de 32 pb à 5,06% pour les facilités de trésorerie, une quasi-stabilité à 5,68% pour les prêts à la promotion immobilière, et une hausse de 25 pb à 5,24% pour les crédits à l'équipement. Par taille d'entreprises, les taux appliqués aux grandes entreprises ont accusé un repli de 20 pb à 5,14% alors que ceux des TPME ont augmenté de 6 pb à 5,74%. S'agissant des taux assortissant les crédits aux particuliers, ils ont connu une quasi-stabilité à 5,91%, recouvrant une diminution de 3 pb à 4,76% pour les prêts à l'habitat et une hausse de 3 pb à 7,06% pour ceux à la consommation.

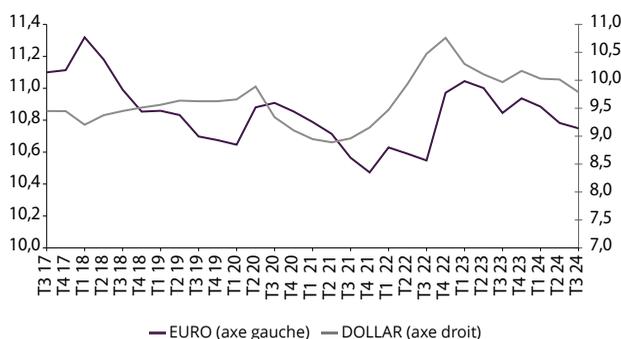
Tableau 3.3 : Taux débiteurs (en %)

	2023			2024		
	T2	T3	T4	T1	T2	T3
Taux global	5,26	5,36	5,36	5,40	5,43	5,21
Particuliers	5,93	5,94	5,94	6,09	5,89	5,91
Crédits immobiliers	4,64	4,74	4,83	4,81	4,79	4,76
Crédits à la consommation	7,27	7,25	7,18	7,22	7,03	7,06
Entreprises	5,22	5,32	5,30	5,26	5,37	5,12
Crédits de trésorerie	5,28	5,31	5,35	5,30	5,38	5,06
Crédits à l'équipement	4,72	5,09	4,90	5,11	4,99	5,24
Crédits immobiliers	5,43	5,71	5,49	5,19	5,69	5,68

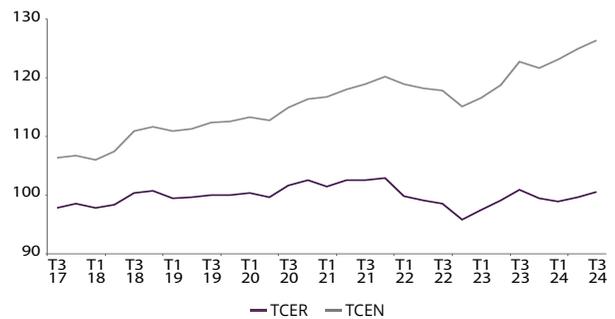
### 3.1.2 Marché des changes

Au cours du troisième trimestre de 2024, l'euro s'est apprécié de 2% par rapport au dollar américain. Dans ce contexte, la valeur du dirham a connu des appréciations de 0,31% vis-à-vis de l'euro et de 2,30% face au dollar américain. De même, comparativement aux devises des principaux pays émergents, le dirham s'est apprécié de 9,03% par rapport au réal brésilien, de 5,95% face à la livre turque et de 1,21% contre le yuan chinois. En conséquence, et tenant compte du différentiel d'inflation par rapport aux partenaires et concurrents commerciaux du Maroc, le taux de change effectif s'est apprécié de 1,11% en termes nominaux et de 0,90% 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)



En ce qui concerne le volume des transactions, le montant mensuel moyen des échanges de devises contre dirhams sur le marché interbancaire a marqué une baisse annuelle de 32,4% au troisième trimestre à 42,5 milliards de dirhams. Concernant les opérations au comptant des banques avec leur clientèle, elles ont enregistré des augmentations annuelles de 12,3% à 35,6 milliards de dirhams pour les ventes et de 16,3% à 36,8 milliards pour les achats. S'agissant des opérations à terme, les achats se sont accrus de 11,7% à 17,7 milliards et les ventes ont reculé de 13,2% à 2,2 milliards.

### 3.1.3 Situation monétaire<sup>2</sup>

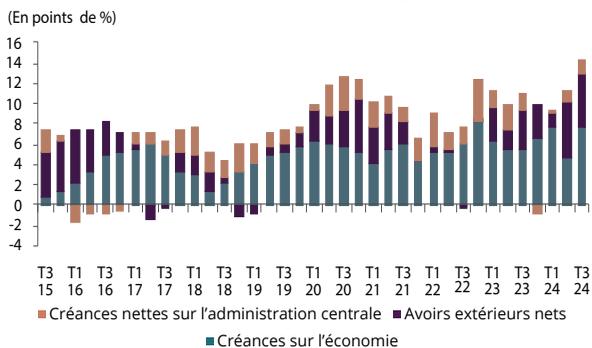
L'agrégat M3 s'est accru de 6,7% au troisième trimestre 2024 après 4,6% un trimestre auparavant. Cette évolution traduit l'accélération du rythme de progression des dépôts à vue auprès des banques de 7,5% à 10,2%, en lien notamment avec la hausse de ceux des ménages de 8,3% après 7,3%. De même, les dépôts à termes ont augmenté de 1,5% après avoir enregistré un repli de 4,6%, traduisant l'accroissement de ceux des entreprises privées de 24,7% après un recul de 26,3%.

Dans le même sens, la progression de la circulation fiduciaire est passée de 8,4% à 10,1%, les titres des OPCVM monétaires ont connu une atténuation de leur repli de 17,1% à 16,4% et les dépôts en devises se sont accrus de 8% après une augmentation de 6,7%.

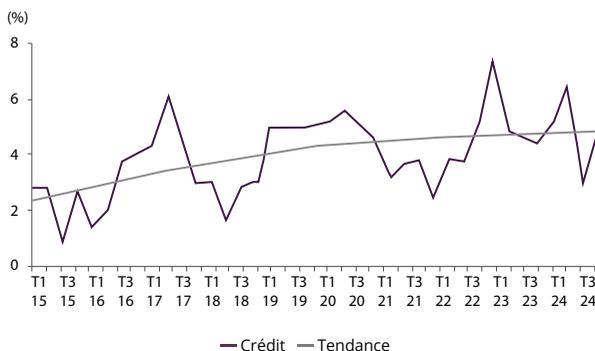
<sup>2</sup> Les données trimestrielles représentent les encours en fin de période.

Par principales contreparties, l'accélération de la masse monétaire est le résultat d'une amélioration du crédit bancaire de 4,9% après 3,2% un trimestre auparavant, d'une hausse des créances nettes sur l'administration centrale de 8,4% après 6,1%, et d'une décélération du rythme de progression des avoirs officiels de réserve de 5,8% à 3,6%.

**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)**



Le rythme d'accroissement du crédit au secteur non financier s'est accéléré, d'un trimestre à l'autre, de 1,2% à 3,3%, résultat d'une hausse des prêts aux entreprises privées de 2% après une diminution de 0,7%, d'une augmentation de 14,9% de ceux aux entreprises publiques après 5,5% et d'une quasi-stabilité de la progression des concours octroyés aux ménages à 1,1%.

L'évolution du crédit aux entreprises privées reflète notamment une hausse de 1,6% des facilités de trésorerie contre un repli de 7,1% au trimestre

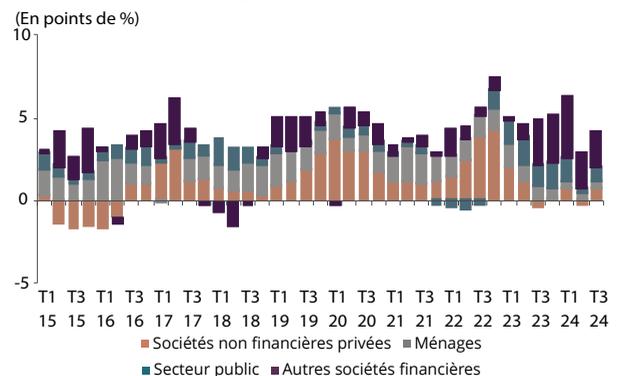
précédent, et des accélérations de 1,1% à 5,9% pour les prêts à la promotion immobilière et de 8,4% à 9,4% pour ceux à l'équipement.

Quant aux concours aux entreprises publiques, l'amélioration de leur rythme de 5,5% à 14,9% traduit essentiellement celle des facilités de trésorerie de 35,2% à 57%, tandis que les prêts à l'équipement ont accusé une baisse de 8,3% après celle de 7,3%.

Concernant les crédits aux ménages, leur évolution est le résultat d'une quasi-stabilité du rythme de progression des concours aux particuliers à 1,9%, avec une accélération de 0,6% à 1,2% pour les crédits à la consommation et une stagnation à 1,3% pour ceux à l'habitat, et d'une accentuation de la baisse des prêts aux entrepreneurs individuels de 6,2% à 7,2%

Par branche d'activité, les données relatives au troisième trimestre indiquent des améliorations des crédits accordés aux entreprises des secteurs des « Bâtiment et travaux publics » et des « Industries extractives » de 22,4% et 20,7% respectivement. A l'inverse, les concours aux branches du « Commerce, réparations automobiles et d'articles domestiques » et des « Industries manufacturières diverses » ont marqué des replis respectifs de 5,9% et 7,6%.

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



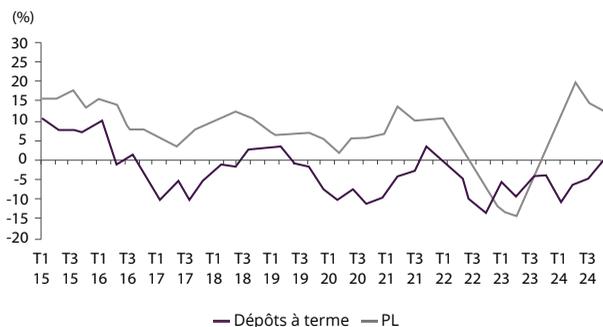
S'agissant des créances en souffrance, elles se sont accrues de 3,4% et leur ratio à l'encours du crédit bancaire s'est établi à 8,6%. Elles ont progressé de 1% pour les entreprises non financières privées et de 6,9% pour les ménages avec des ratios respectifs de 12,6% et 10,7%.

Pour ce qui est des crédits accordés au secteur non financier par les sociétés financières autres que les banques, ils ont progressé de 0,6% au troisième trimestre. Cette évolution est le résultat des accroissements de 6,9% des prêts octroyés par les sociétés de financement et de 3,9% de ceux consentis par les associations de microcrédit, ainsi que d'une baisse de 41,9% de ceux des banques offshore.

Les dernières données disponibles relatives au mois d'octobre indiquent une croissance annuelle du crédit bancaire de 3,6%, reflétant des hausses de 2,4% des prêts accordés au secteur non financier et de 11,3% des prêts destinés aux sociétés financières.

Concernant les agrégats de placements liquides, ils se sont accrues de 13% après 14,7% un trimestre auparavant avec des ralentissements des rythmes d'accroissement des bons du Trésor de 7,4% à 5,6%, des titres des OPCVM obligataires de 27,4% à 23,9%. En revanche, les titres des OPCVM actions et diversifiés ont marqué un accroissement de 25% après 18,9%.

**Graphique 3.9 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme**



## 3.2 Prix des actifs

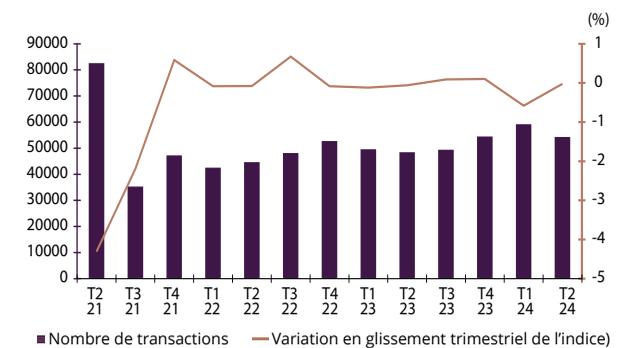
### 3.2.1 Actifs immobiliers

Au deuxième trimestre de 2024, l'indice des prix des actifs immobiliers est resté stable. Cette évolution recouvre une progression de 0,5% des prix des terrains, une stagnation de ceux des biens résidentiels et une baisse de 0,3% pour les actifs à usage professionnel. En parallèle, le nombre de transactions s'est replié de 8,2%, avec des diminutions de 6,7% pour les biens résidentiels, de 10,2% pour les terrains et de 15,9% pour les biens à usage professionnel.

Dans les principales villes, les prix sont restés quasi-stables à Fès et Rabat, et ont enregistré des hausses dans quatre villes, avec des taux allant de 0,1% à Oujda à 1,4% à Agadir. En revanche, des baisses variant de 0,4% à Meknès à 1% à Tanger ont été observées dans les quatre villes restantes.

S'agissant des ventes, hormis Oujda qui a connu une hausse de 18,8%, toutes les autres principales villes ont affiché des baisses avec des taux variant de 2,9% à El Jadida à 22,7% à Meknès.

**Graphique 3.10 : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières**



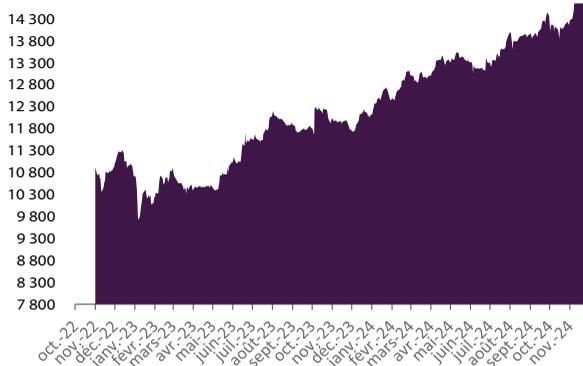
Sources : BAM et ANCFCC.

## 3.2.2 Actifs financiers

### 3.2.2.1 Actions

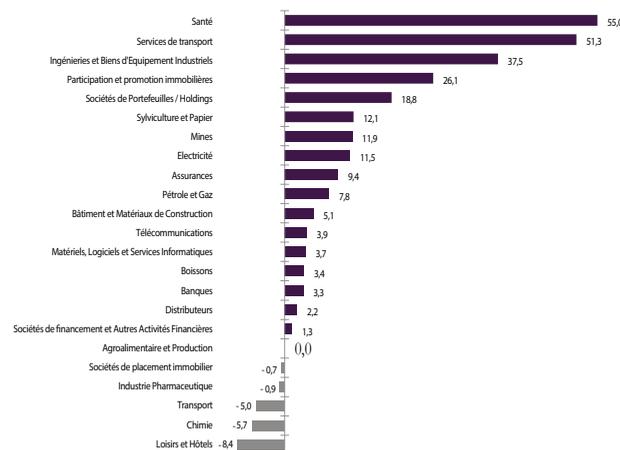
Au cours du troisième trimestre de 2024, le MASI s'est apprécié de 8,1%. Cette évolution reflète principalement les progressions des indices sectoriels des « services de transport » de 51,3%, de la « participation et promotion immobilière » de 26,1% et des banques de 3,3%. A l'inverse ceux relatifs aux secteurs de la « chimie » et des « loisirs et hôtels » ont diminué de 5,7% et 8,4% respectivement.

Graphique 3.11 : Evolution de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

Graphique 3.12 : Evolution des indices sectoriels au troisième trimestre 2024 (en %)



Source : Bourse de Casablanca.

Pour ce qui est du volume des échanges, il s'est établi à 14,8 milliards de dirhams contre 28,3 milliards le trimestre précédent, en liaison avec la diminution des échanges sur le marché des blocs de 8,5 milliards à 234,4 millions, et à moindre mesure, avec le repli de ceux sur le marché central actions à 12,7 milliards après 16,5 milliards. Dans ce contexte, la capitalisation boursière s'est accrue depuis le début de l'année de 18,5% à 741,9 milliards de dirhams.

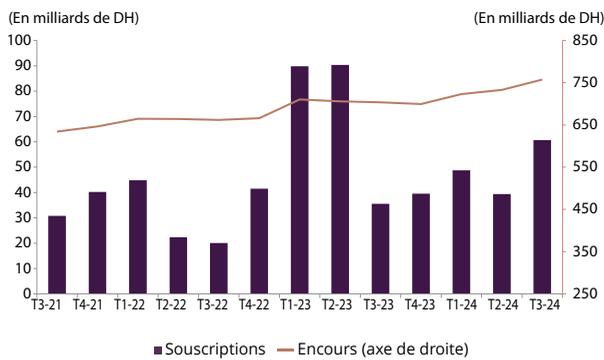
Les dernières données disponibles font ressortir une baisse mensuelle du MASI de 1,4% en octobre et une hausse de 4,7% en novembre, soit une performance depuis le début de l'année de 22,7%. Cet accroissement mensuel reflète les hausses des indices des secteurs de « services de transport » de 18%, des « bâtiments et matériaux de construction » de 8,5% et des banques de 5,8%. En revanche, ceux des secteurs de l'électricité et des télécommunications ont diminué de 10,2% et 3,2% respectivement. S'agissant du volume des transactions, il a atteint 9,1 milliards de dirhams en novembre contre 6,4 milliards en octobre. Dans ce contexte la capitalisation boursière a atteint 756,5 milliards, en accroissement de 20,8% depuis décembre 2023.

### 3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les émissions du Trésor sur le marché intérieur se sont élevées au troisième trimestre 2024 à 60,6 milliards de dirhams contre 39,4 milliards le trimestre précédent. Ces levées ont porté à hauteur de 61% sur des maturités longues, de 30% sur celles moyennes et de 9% sur celles courtes. Tenant compte des remboursements d'un montant de 36,1 milliards, l'encours des bons du Trésor a atteint 757,4 milliards, en hausse de 8,3% d'un trimestre à l'autre.

Les dernières données disponibles font ressortir une baisse des émissions de bons du Trésor en octobre à 9 milliards contre 13,6 milliards de dirhams en septembre. Celles-ci ont porté à hauteur de 49% sur des maturités moyennes, de 47% sur celles longues et de 4% sur celles courtes. Compte tenu des remboursements d'un montant de 9,1 milliards, l'encours des bons du Trésor a atteint 757,3 milliards à fin octobre, en accroissement de 8,3% depuis décembre 2023.

**Graphique 3.13 : Evolution des levées des bons du Trésor (en milliards de dirhams)**



Source : BAM.

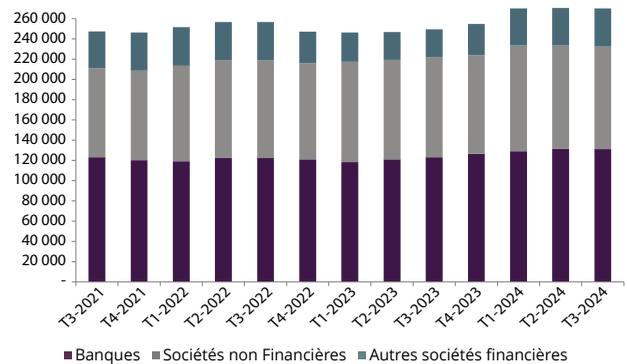
### 3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions ont diminué au troisième trimestre 2024 de 7,4% à 23,3 milliards de dirhams. Les banques ont levé un montant de 13 milliards contre 19,6 milliards le trimestre précédent et les sociétés non financières, 7,1 milliards après 1,9 milliards.

Par instrument, les émissions des titres de créances négociables ont augmenté de 5,4% à 19,5 milliards dont 11,5 milliards sous forme de certificats de dépôts, 3,2 milliards de bons de sociétés de financement et 4,8 milliards de billets de trésorerie. Pour leur part, les émissions des obligations se sont chiffrées à 3,9 milliards réalisées à hauteur de 61,1% par les sociétés non financières.

Les dernières données disponibles montrent un accroissement des émissions de dette privée à 8,4 milliards en octobre 2024, après 4,4 milliards en septembre. Compte tenu des remboursements, l'encours de ces titres a atteint 276,4 milliards de dirhams, en hausse de 8% depuis le début de l'année.

**Graphique 3.14 : 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 troisième trimestre 2024, les souscriptions aux titres d'OPCVM ont diminué de 5,4% à 284 milliards et les rachats de 6,3% à 267,2 milliards, soit une collecte nette de 16,7 milliards de dirhams. S'agissant des indices de performance, ils ont connu une progression trimestrielle pour l'ensemble des fonds, avec des taux allant de 0,8% pour les OPCVM monétaires à 11% pour ceux actions.

Les données du mois de novembre<sup>3</sup> indiquent une augmentation de 18,5% de l'actif net des OPCVM depuis le début de l'année à 663,3 milliards de dirhams, incluant des hausses des encours allant de 6,6% pour les fonds obligataires à court terme à 63,4% pour les OPCVM contractuels.

<sup>3</sup> Données arrêtées au 8 novembre 2024.

## 4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Au titre des dix premiers mois de 2024, l'exécution budgétaire s'est soldée par un déficit, hors produit de cession des participations de l'Etat, de 49 milliards de dirhams, en creusement de 11,6 milliards comparativement à la même période de 2023. Les recettes ordinaires ont connu une amélioration de 13,6% à 320,4 milliards, résultat des progressions de 12,5% des rentrées fiscales et de 21,6% de celles non fiscales. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 6,8% à 288,1 milliards, sous l'effet des augmentations de 8,8% des charges de biens et services et de 4,8% de celles en intérêts de la dette, alors que celles de compensation ont diminué de 13,2%. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 32,2 milliards au lieu de 12 milliards à fin octobre 2023. De leur côté, les dépenses d'investissement ont affiché une hausse de 9,9% à 79,4 milliards, portant ainsi celles globales à 367,5 milliards, en accroissement de 7,4%. Pour ce qui est du solde des comptes spéciaux du Trésor, il est ressorti négatif à 1,8 milliard après un solde positif de 22,8 milliards à la même période de 2023.

Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 5 milliards de dirhams, le déficit de caisse s'est accru à 54 milliards, au lieu de 47,7 milliards un an auparavant. Outre l'encaissement de recettes de cession des participations de l'Etat de 1,7 milliard, ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 46,8 milliards et par un flux net extérieur positif de 5,5 milliards. Ainsi, l'encours de la dette publique directe aurait progressé de 5,8% à fin octobre 2024 par rapport à son niveau à fin décembre 2023. S'agissant des conditions de financement du Trésor, elles se sont améliorées comparativement à la même période en 2023.

### 4.1 Recettes ordinaires

L'exécution budgétaire à fin octobre 2024 fait ressortir un accroissement de 13,6% à 320,4 milliards des recettes ordinaires, avec des progressions de 12,5% à 275 milliards des rentrées fiscales, tirées principalement par les performances de l'ensemble des impôts et taxes, et de 21,6% à 41,4 milliards de celles non fiscales.

Les recettes des impôts directs se sont améliorées de 13,5% à 108,9 milliards de dirhams, recouvrant des augmentations de 12,8% à 57,1 milliards du produit de l'IS et de 13,8% à 48,3 milliards des rentrées de l'IR. Cette évolution incorpore des hausses de 2 milliards des recettes générées par l'IR sur les salaires, de 0,7 milliard pour l'IR retenu à la source sur les produits de placements à revenu fixe et sur les profits de cession de valeurs mobilières ainsi que de 0,5 milliard pour l'IR sur les profits fonciers. Quant au raffermissement de l'IS,

il résulte principalement des accroissements de 3 milliards des recettes au titre des trois premiers acomptes, de 2,3 milliards de celles du complément de régularisation et de 0,9 milliard de l'IS retenu à la source sur les produits de placements à revenu fixe et sur les rémunérations allouées à des tiers.

Pour ce qui est des recettes des impôts indirects, elles ont drainé 133,5 milliards, en progression de 12,3%, traduisant celles de 12,4% à 104,3 milliards des rentrées de la TVA et de 11,8% à 29,1 milliards de celles de la TIC. L'évolution de cette dernière taxe reflète en particulier un renforcement de 12,6% à 15 milliards des TIC sur les produits énergétiques. L'amélioration de la TVA résulte des rebonds de 12,1% à 69,7 milliards des rentrées de celle à l'importation et de 13,2% à 34,7 milliards des recettes de celle à l'intérieur.

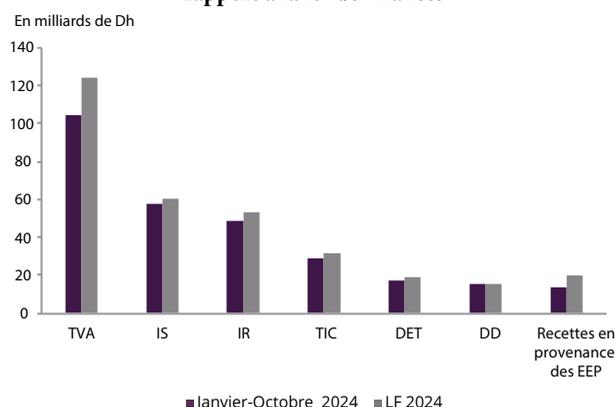
Tableau 4.1 : Recettes ordinaires  
(en milliards de dirhams)\*

	Jan.- Oct. 2023	Jan.- Oct. 2024	Var. en %	LF 2024	Réalisation par rapport à la LF (en %)
Recettes ordinaires	281,9	320,4	13,6	371,7	86,2
Recettes fiscales	244,5	275,0	12,5	308,0	89,3
- Impôts directs	95,9	108,9	13,5	116,9	93,1
Dont IS	50,6	57,1	12,8	59,9	95,4
IR	42,5	48,3	13,8	52,7	91,6
- Impôts indirects	118,9	133,5	12,3	156,1	85,5
TVA*	92,8	104,3	12,4	124,2	84,0
TIC	26,1	29,1	11,8	31,9	91,3
- Droits de douane	13,2	15,2	15,1	15,7	96,4
- Enregistrement et timbre	16,5	17,5	6,0	19,3	90,9
Recettes non fiscales	34,0	41,4	21,6	60,3	68,7
- Recettes en provenance des EEP	12,1	13,6	12,6	19,5	69,7
- Autres recettes	22,0	27,8	26,5	40,8	68,2
Mécanismes de financement spécifiques	11,9	17,4	46,2	35,0	49,7
Recettes des CST	3,4	3,9	17,2	3,5	113,8

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

De leur côté, les rentrées des droits de douane se sont raffermies de 15,1% à 15,2 milliards et des droits d'enregistrement et de timbre de 6% à 17,5 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
- IS : Impôt sur les sociétés
- IR : Impôt sur le revenu
- TIC : Taxe intérieure de consommation
- DET : Droits d'enregistrement et de timbre
- DD : Droits de douane
- EEP : Etablissements et entreprises publics

Quant aux recettes non fiscales, leur évolution reflète des encaissements de 27,8 milliards au titre de la rubrique des autres recettes, contre 22 milliards à fin octobre 2023, incluant 17,4 milliards au titre des rentrées des mécanismes de financement innovants. Celles provenant des établissements et entreprises publics (EEP) ont totalisé 13,6 milliards, au lieu de 12,1 milliards, versées principalement par l'OCF à hauteur de 5,8 milliards, contre 7,4 milliards à fin octobre 2023, par l'Agence de la Conservation Foncière pour un montant de 3,3 milliards, au lieu de 2,5 milliards, et par Bank Al-Maghrib à hauteur de 2,8 milliards, après 791 millions.

## 4.2 Dépenses

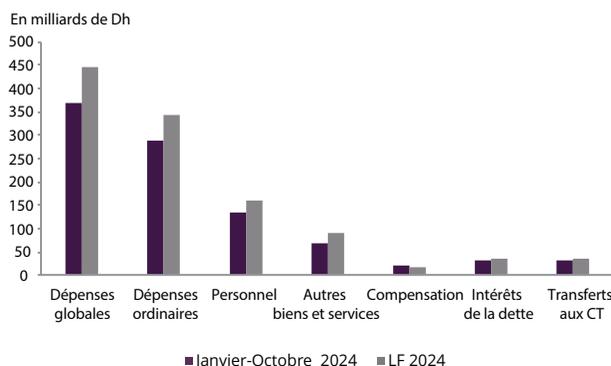
Les dépenses globales se sont alourdies de 7,4% à 367,5 milliards à fin octobre 2024, avec des accroissements de 6,8% à 288,1 milliards de celles ordinaires et de 9,9% à 79,4 milliards de celles d'investissement. Les dépenses de biens et services se sont élevées à 204,5 milliards, en augmentation de 8,8%, résultat de celles de 7,6% à 135,2 milliards de la masse salariale et de 11,4% à 69,2 milliards des dépenses au titre des autres biens et services. Celles-ci tiennent compte des transferts d'un montant de 33,3 milliards aux EEP et de 10,8 milliards aux comptes spéciaux du Trésor, en hausse de 0,8 milliard et 2 milliards respectivement. Concernant l'évolution de la masse salariale, la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel s'est accrue de 7,4% à 114,1 milliards, traduisant des progressions de 5,9% de la composante structurelle et de 29,6% des rappels.

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

	Jan.- Oct. 2023	Jan.- Oct. 2024	Var. en %	LF 2024	Exécution par rapport à la LF (en %)
Dépenses globales	342,2	367,5	7,4	444,7	82,6
Dépenses ordinaires	269,9	288,1	6,8	344,3	83,7
Biens et services	187,8	204,5	8,8	252,8	80,9
Personnel	125,7	135,2	7,6	161,6	83,7
Autres biens et services	62,1	69,2	11,4	91,2	75,9
Intérêts de la dette	29,6	31,0	4,8	37,2	83,2
Compensation	24,7	21,4	-13,2	17,0	126,2
Transferts aux CT	27,8	31,3	12,4	37,2	84,0
Investissement	72,2	79,4	9,9	100,4	79,1

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

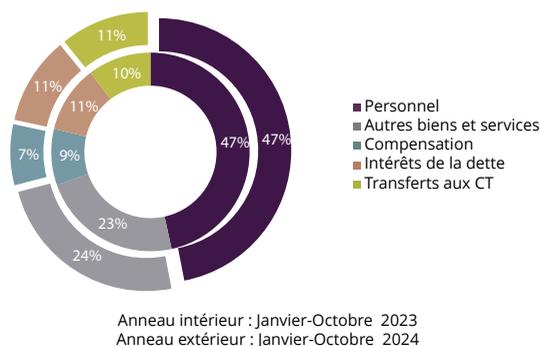
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

S'agissant des charges en intérêts de la dette, elles ont augmenté de 4,8% à 31 milliards, recouvrant une appréciation de 32,1% à 8,9 milliards de celles sur la dette extérieure et un repli de 3,4% à 22 milliards de celles sur la dette intérieure.

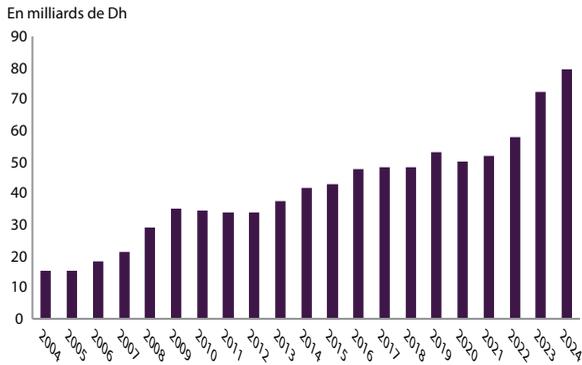
Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires



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

Pour leur part, les charges de compensation ont reculé de 13,2% à 21,4 milliards, soit un taux d'exécution de 126,2% par rapport à la LF. Cette évolution reflète des baisses de 1,6 milliard à 12,4 milliards de la charge allouée au gaz butane et de 1,6 milliard à 1,9 milliard de celle de la farine nationale de blé tendre, alors que la subvention du sucre a augmenté de 0,3 milliard à 5,3 milliards. Le soutien accordé aux professionnels du secteur du transport routier s'est élevé à 1,7 milliard de dirhams contre 2 milliards un an auparavant. Il est à noter que la décompensation partielle du gaz butane a été opérée à partir du 20 mai 2024 et a porté sur une réduction des subventions de 2,5 dirhams pour la bonbonne de 3 kg et de 10 dirhams pour celle de 12 kg.

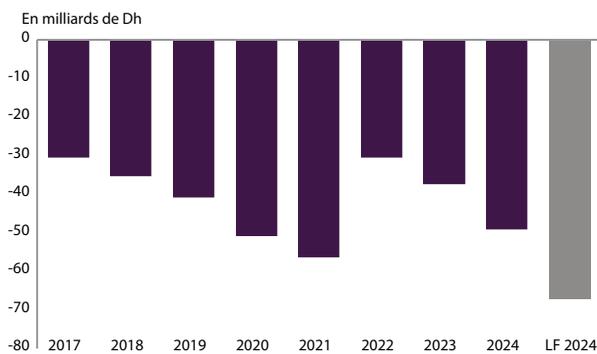
De leur côté, les dépenses d'investissement ont progressé de 9,9% à 79,4 milliards, soit un taux d'exécution de 79,1% par rapport aux prévisions d'émissions de la LF. Elles incorporent un accroissement de 9,2% à 45,2 milliards des dépenses des Ministères.

**Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin octobre**


Source : MEF (DTFE).

### 4.3 Déficit et financement du Trésor

Tenant compte de l'évolution des recettes et des dépenses ainsi que du solde des comptes spéciaux du Trésor, la situation des charges et ressources du Trésor s'est soldée par un creusement du déficit budgétaire, passant d'une année à l'autre de 37,5 milliards à 49 milliards. Par ailleurs, le Trésor a réduit de 5 milliards, contre 10,2 milliards, son stock des opérations en instance ramenant ainsi le déficit de caisse à 54 milliards, au lieu de 47,7 milliards à fin octobre 2023.

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


Source : MEF (DTFE).

Outre l'encaissement de recettes de cession des participations de l'Etat de 1,7 milliard<sup>1</sup>, le besoin de financement du Trésor a été couvert par des ressources intérieures nettes de 46,8 milliards et par un flux net extérieur positif de 5,5 milliards de dirhams. Celui-ci recouvre des tirages bruts à hauteur de 24,9 milliards, contre 39,3 milliards un an auparavant, dont 13,5 milliards tirés auprès de la Banque mondiale et 3,3 milliards du FMI.

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

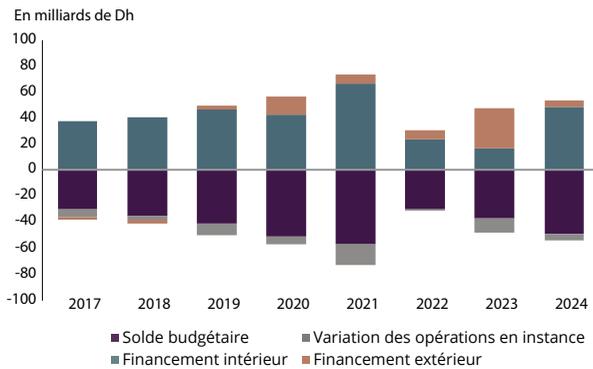
	Jan.-Oct. 2023	Jan.-Oct. 2024	LF 2024
Solde ordinaire	12,0	32,2	27,5
Solde des CST	22,8	-1,8	6,0
Solde primaire	-7,9	-18,1	-29,7
<b>Solde budgétaire</b>	<b>-37,5</b>	<b>-49,0</b>	<b>-67,0</b>
Variation des opérations en instance	-10,2	-5,0	0,0
<b>Besoin de financement</b>	<b>-47,7</b>	<b>-54,0</b>	<b>-67,0</b>
Financement intérieur	16,7	46,8	10,8
Financement extérieur	31,0	5,5	51,1
Cession des participations de l'Etat	0,0	1,7	5,0

Sources : MEF (DTFE).

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a permis de mobiliser un montant net de 57,9 milliards après 40,6 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont porté notamment sur les bons à 30 ans pour un montant de 27,4 milliards, ceux à 15 ans à hauteur de 18,1 milliards, les bons à 10 ans pour un montant de 12,3 milliards, ceux à 20 ans pour 11,5 milliards, les bons à 2 ans pour 5,6 milliards et ceux à 13 semaines pour 843 millions. En parallèle, les remboursements nets ont été réalisés sur les bons à 52 semaines pour un montant de 15,9 milliards, sur ceux à 26 semaines pour 1,5 milliard et sur ceux à 5 ans pour 446 millions.

<sup>1</sup> Ce montant correspond au produit de la cession des parts de l'Etat dans l'hôtel Mamounia à l'OCP.

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



Source : MEF (DTFE).

\* Les recettes des cessions de participations de l'Etat, limitées et discontinues 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 octobre indiquent une diminution des taux moyens pondérés par rapport à la même période en 2023. Pour les maturités moyennes et courtes, les baisses ont atteint 74 pb à 3,25% pour les bons à 5 ans, 61 pb à 3,08% pour ceux de 2 ans, 52 pb à 2,84% pour les bons à 52 semaines, 39 pb à 2,76% pour ceux de 26 semaines et 27 pb à 2,72% pour les bons à 13 semaines. De même, pour les maturités longues, les taux ont reculé de 87 pb pour les bons de 20 ans et ceux de 15 ans à 4,18% et 3,9% respectivement, de 72 pb à 3,63% pour les bons de 10 ans et de 70 pb à 4,77% pour ceux de 30 ans.

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

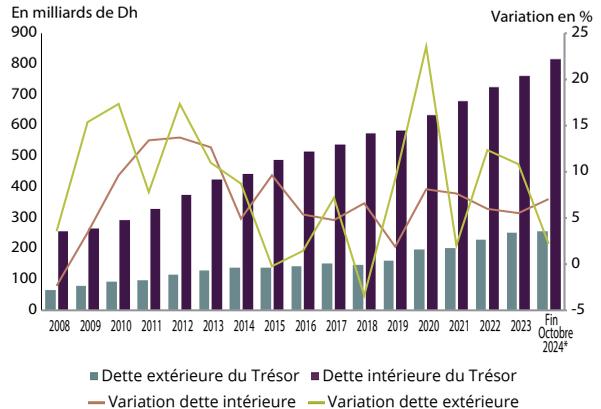
	2019	2020	2021	2022	2023	Fin octobre 2024*
Dette extérieure du Trésor	161,6	199,7	203,8	228,9	253,6	259,1
Var en %	9,2	23,6	2,0	12,3	10,8	2,2
Dette intérieure du Trésor	585,7	632,9	681,5	722,9	763,0	816,7
Var en %	1,9	8,1	7,7	6,1	5,6	7,0
Encours de la dette directe	747,3	832,6	885,3	951,8	1016,7	1075,9
Var en %	3,4	11,4	6,3	7,5	6,8	5,8

Source : MEF (DTFE).

\* Pour la dette à fin octobre 2024, elle est estimée sur la base des flux de financement générateurs de dettes.

Dans ces conditions, la dette publique directe se serait accrue de 5,8% à fin octobre 2024 comparativement à son niveau à fin décembre 2023, avec des hausses de 7% de sa composante intérieure et de 2,2% de celle extérieure.

**Graphique 4.7 : Endettement du Trésor**



Sources : Données MEF (DTFE)

\* Estimations BAM.

## 5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Au deuxième trimestre 2024, la croissance économique s'est établie à 2,4% après 2,5% au même trimestre un an auparavant. Cette évolution reflète une baisse de 4,5%, après une hausse de 1,5%, de la valeur ajoutée agricole et une accélération de 2,5% à 3,2% du rythme de progression de celle des activités non agricoles. La croissance a été portée, du côté de la demande, par sa composante intérieure dont la contribution a atteint 5,2 points de pourcentage, la participation des échanges extérieurs de biens et services étant ressortie négative de 2,9 points.

Au second semestre, la croissance devrait ralentir à 2,8% en moyenne après 3,6% à la même période de 2023. La valeur ajoutée non agricole s'améliorerait de 3,5%, au lieu de 3,7%, à la faveur essentiellement du dynamisme des activités liées au tourisme et des secteurs non marchands, tandis que celle du secteur agricole devrait diminuer de 4,4% contre une augmentation de 0,9% un an auparavant. Sur l'ensemble de l'année, la croissance décélèrerait à 2,6% après 3,4% en 2023.

Sur le marché du travail, l'économie nationale a créé, entre le troisième trimestre 2023 et la même période de 2024, 213 mille emplois. A l'exception de l'agriculture qui a accusé une nouvelle perte de 124 mille postes, les autres secteurs ont enregistré des créations s'élevant à 258 mille dans les services, à 57 mille dans le BTP et à 23 mille dans l'industrie y compris l'artisanat. Tenant compte d'une entrée nette de 271 mille actifs, le taux d'activité s'est accru de 0,4 point à 43,6% et le taux de chômage a augmenté de 0,1 point à 13,6% au niveau national, résultat d'une hausse de 0,4 point à 7,4% dans les campagnes et d'une stabilisation à 17% en milieu urbain.

### 5.1 Demande intérieure

#### 5.1.1 Consommation

Au deuxième trimestre de 2024, la consommation des ménages s'est améliorée de 3,1%, après 0,6% un an auparavant, et sa contribution à la croissance est passée de 0,4 point à 1,7 point de pourcentage.

Les perspectives pour le second semestre de 2024 laissent présager une poursuite de cette évolution avec un rythme supérieur à sa tendance de long terme, soit 3%. Cette progression serait soutenue par la modération de l'inflation, les transferts MRE et la hausse des revenus non agricoles.

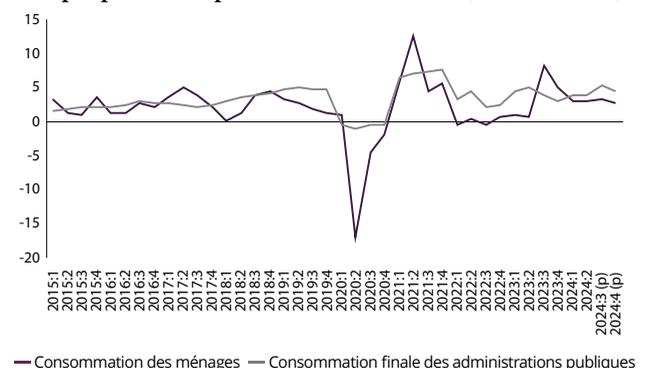
Sur l'ensemble de l'année 2024, la consommation des ménages devrait s'accroître de 3% après 3,7% en 2023.

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, son rythme aurait ralenti de 4,9% à 3,8% au deuxième trimestre et sa participation à la croissance est ressortie à 0,7 point.

Au second semestre de 2024, il devrait s'accélérer à 4,8% après 3,5% à la même période une année auparavant, reflétant l'augmentation des transferts aux collectivités territoriales et des dépenses de personnel.

Au total, il devrait s'établir à 4,3% en moyenne en 2024 après 4,1% en 2023.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

## 5.1.2 Investissement

Au deuxième trimestre de 2024, l'investissement a enregistré un rebond de 8,9% contre une contraction de 4,2%, et sa contribution à la croissance s'est élevée à +2,7 points de pourcentage au lieu d'une participation négative de 1,4 point.

Au deuxième semestre de 2024, il devrait maintenir cette dynamique avec une progression de 5,5%. Cette amélioration est corroborée notamment par les accroissements de 22,4% des importations des biens d'équipements et de 18,9% des ventes de ciments, ainsi que par l'augmentation du taux d'utilisation des capacités à 77,1%.

Par ailleurs, selon les résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib au titre du troisième trimestre 2024, le climat des affaires a été qualifié de « normal » par 72% des entreprises et de « défavorable » par 19% d'entre elles.

Sur l'ensemble de l'année 2024, le rythme de l'investissement se serait accéléré, passant à 6,1% après 1,5% en 2023.

## 5.2 Demande extérieure

Au deuxième trimestre de 2024, les exportations nettes de biens et services en volume ont contribué négativement à la croissance à hauteur de 2,9 points au lieu d'une participation positive de 2,5 points une année auparavant. Le rythme d'accroissement s'est accéléré de 0,2% à 12,9% pour les importations et de 5,5% à 7,8% pour les exportations.

Au second semestre de cette année, la progression des exportations devrait passer de 6,3% à 8,7%, bénéficiant d'une relative amélioration de la demande étrangère notamment des phosphates et dérivées. Parallèlement, celle des importations devrait revenir de 10,5% à 10,2%.

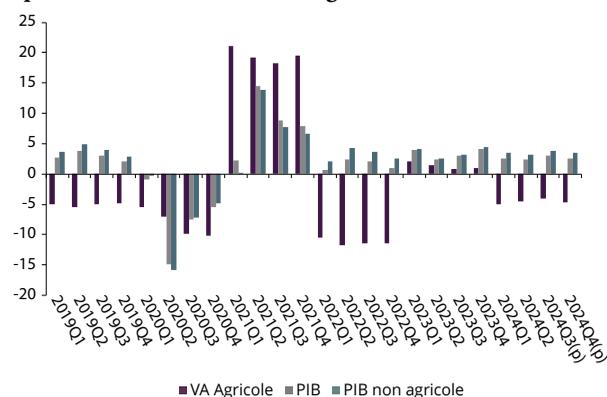
Sur l'ensemble de l'année 2024, les échanges extérieurs, en volume, devraient de nouveau contribuer négativement à la croissance à hauteur de 2,1 points au lieu de -0,2 point. Le rythme des exportations de biens et services devrait ralentir de 8,8% à 8,1% et celui des importations devrait s'accélérer de 7,4% à 10,7%.

## 5.3 Offre globale

Au deuxième trimestre 2024, le PIB s'est accru de 2,4% après 2,5% un an auparavant. Cette évolution recouvre une contraction de 4,5%, après une hausse de 1,5%, de la valeur ajoutée agricole et une amélioration de 3,2%, au lieu de 2,5%, de celle non agricole.

Au second semestre, la croissance devrait décélérer à 2,8%, en moyenne, après 3,6% un an auparavant. La valeur ajoutée agricole baisserait de 4,4%, contre une augmentation de 0,9%, et celle des activités non agricoles devraient croître de 3,5% au lieu de 3,7%.

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

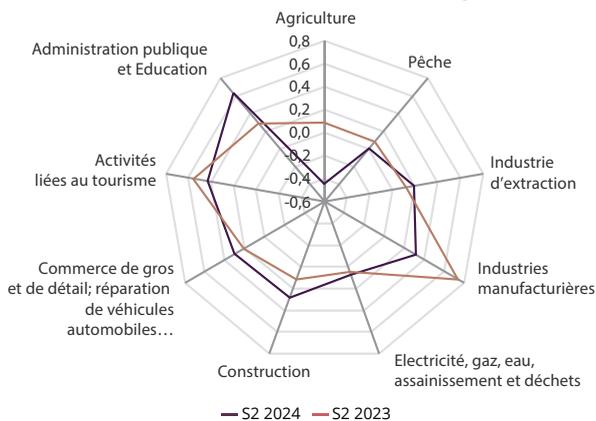


Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Pour le secteur secondaire, la valeur ajoutée devrait afficher une hausse de 3,6%, en moyenne, au second semestre après 4%, reflétant notamment une progression de 2,3% dans les industries de

transformation et de 5% dans la construction.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Au niveau du secteur tertiaire, l'activité connaîtrait une amélioration de 3,5% en moyenne, au lieu de 3,4% la même période de l'année précédente. En particulier, la valeur ajoutée devrait croître de 2,9%, au lieu de 1,8%, pour le commerce et de 7,5%, après 10,4%, pour les activités d'hébergement et de restauration. De même, elle connaîtrait une amélioration dans les branches « Administration publique et défense, sécurité sociale obligatoire » et « Education, santé humaine et activités d'action sociale » en lien avec les revalorisations salariales décidées dans le cadre du dialogue social.

Au total, la croissance s'établirait à 2,6% en moyenne sur l'ensemble de l'année, après 3,4% en 2023.

## 5.4 Marché du travail et capacités de production

### 5.4.1 Activité et emploi

Entre le troisième trimestre 2023 et la même période de 2024, la situation du marché du travail a été caractérisée par une hausse de 2,2% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus pour se situer à 12,3 millions de personnes. Cette évolution recouvre un accroissement de 3,5% dans les villes et une stabilité dans les campagnes.

Compte tenu de l'évolution de la population en âge d'activité, le taux d'activité a augmenté de 0,4 point à 43,6% au niveau national et de 0,6 point à 42,5% en milieu urbain, alors qu'il a diminué de 0,1 point à 45,7% en zones rurales.

En parallèle, l'économie nationale a créé, entre le troisième trimestre 2023 et la même période de 2024, 213 mille emplois, exclusivement en milieu urbain, après une perte de 297 mille un an auparavant. Dans ces conditions, la population occupée s'est accrue de 2% à près de 10,7 millions de personnes et le taux d'emploi de 0,2 point à 37,6%. A l'exception de l'agriculture qui a accusé un nouveau recul de 124 mille postes, les autres secteurs ont connu des créations s'élevant à 258 mille dans les services, à 57 mille dans le BTP et à 23 mille dans l'industrie y compris l'artisanat.

### 5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population au chômage a affiché une hausse, en glissement annuel, de 3,6% à près de 1,7 million de personnes. Tenant compte de l'évolution de la population active, le taux de chômage s'est accru de 13,5% à 13,6% globalement et de 7 % à 7,4% dans les campagnes, alors qu'il a stagné à 17% dans les villes. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux a poursuivi sa progression, avec une hausse de 1,3 point à 39,5% au niveau national, de 1,4 point à 24,7% en zones rurales et de 0,6 point à 50,3% en milieu urbain.

Parallèlement, la situation sur le marché du travail a été marquée par un accroissement du sous-emploi<sup>1</sup> avec un taux passant de 9,6% à 10%.

### 5.4.3 Productivité et salaires

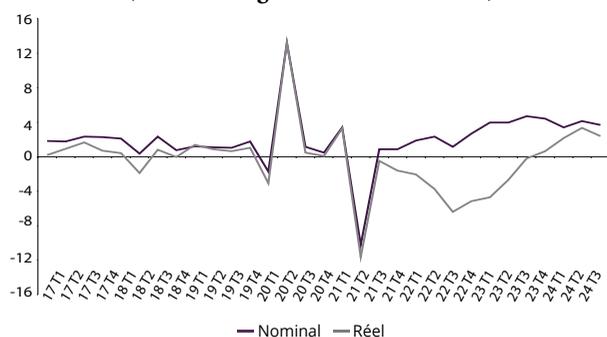
Dans les activités non agricoles, la productivité apparente du travail, appréhendée par le ratio de la valeur ajoutée à l'emploi, se serait repliée

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

au troisième trimestre 2024 de 0,5% après une amélioration de 3,1% un an auparavant. Cette évolution traduirait une progression de 3,8%, au lieu de 3,1%, de la valeur ajoutée et une hausse de 4,4%, après une stagnation, des effectifs employés.

Pour sa part, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS en rapportant la masse salariale aux effectifs employés, a affiché au troisième trimestre des hausses de 3,7%, au lieu de 4,7% un an auparavant, en termes nominaux, et de 2,4%, après un recul de 0,2%, en termes réels.

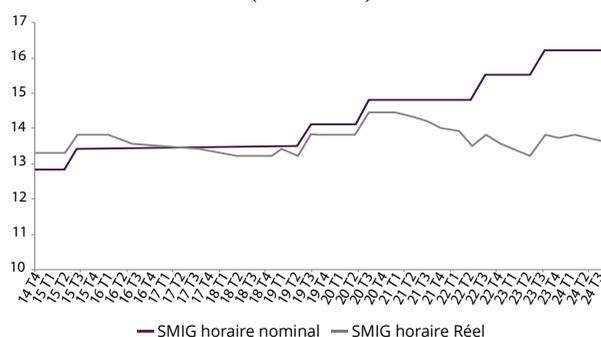
**Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)**



Sources : Données CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il s'est établi à 16,29 dirhams au troisième trimestre 2024, soit le même niveau observé à la même période de l'année dernière. Tenant compte d'une progression de 1,3% de l'indice des prix à la consommation, il ressort en repli de 1,3% en termes réels.

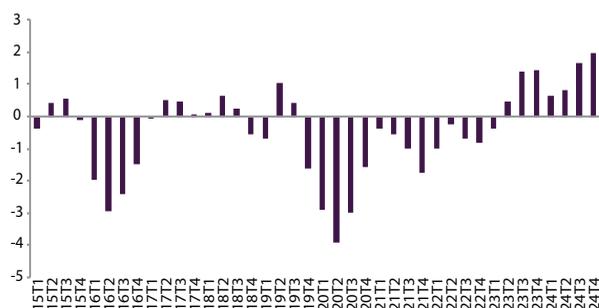
**Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)**



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 au deuxième semestre 2024.

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



Source : Estimation BAM.

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

	T3 2023	T3 2024
Taux d'activité (en %)	43,2	43,6
Urbain	41,9	42,5
Rural	45,8	45,7
Taux de chômage (en %)	13,5	13,6
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	38,2	39,5
Urbain	17,0	17,0
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	49,7	50,3
Rural	7,0	7,4
Créations d'emplois (en milliers)	-297	213
Urbain	-29	231
Rural	-269	-17
Secteurs		
- Agriculture, forêt et pêche	-297	-124
- Industrie y compris l'artisanat	14	23
- BTP	-2	57
- Services	-15	258
Productivité apparente non agricole (variation en %)	3,1	-0,5
Indice des salaires moyens (variation en %)		
Nominal	4,7	3,7
Réel	-0,2	2,4

Source HCP, CNSS et calculs BAM.

## 6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

En ligne avec les prévisions publiées dans le RPM de septembre dernier, l'inflation s'est inscrite en accélération, passant de 0,8% au deuxième trimestre à 1,3% au troisième trimestre. Elle a ensuite décéléré à 0,7% en octobre, ramenant sa moyenne au titre des dix premiers mois de l'année à 1,1%. Ce ralentissement reflète principalement l'accentuation du recul des prix des produits alimentaires à prix volatils de -1,1% à -3,5% et de ceux des carburants et lubrifiants de -2,8% à -15,2%. En revanche, l'inflation sous-jacente s'est légèrement accélérée, mais demeure toutefois à un niveau modéré, s'établissant à 2,2% en octobre au lieu de 2,1% en moyenne entre juillet et septembre.

Au quatrième trimestre 2024, l'inflation baisserait à 0,8% et sa moyenne au titre de l'ensemble de l'année se situerait à 1%. Sa composante sous-jacente devrait, pour sa part, augmenter à 2,3% et terminerai l'année sur un taux moyen de 2,2%.

### 6.1 Evolution de l'inflation

Après s'être établie à 1,3% en moyenne au troisième trimestre, l'inflation est revenue à 0,7% en octobre et sa moyenne au titre des dix premiers mois s'est établie à 1,1%. Cette décélération a concerné les prix des produits alimentaires à prix volatils et ceux des carburants et lubrifiants. Quant à l'inflation sous-jacente, elle a connu une légère accélération, passant de 2,1% à 2,2%.

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

En octobre, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont affiché un repli mensuel de 2,7%, tiré principalement par des diminutions des prix de 8,6% pour les « volaille et lapin », de 5,8% pour les « fruits frais » et de 1,1% pour les « œufs » qui ont plus que compensé le renchérissement de 2,2% des « légumes frais ».

En glissement annuel, les prix de ces produits ont connu une accentuation de leur recul à -3,5% en octobre après -1,1% en moyenne entre juillet et septembre. Par conséquent, ils continuent de contribuer négativement à l'inflation, à hauteur de -0,5 point de pourcentage contre -0,2 point.

Tableau 6.1 : Inflation et ses composantes

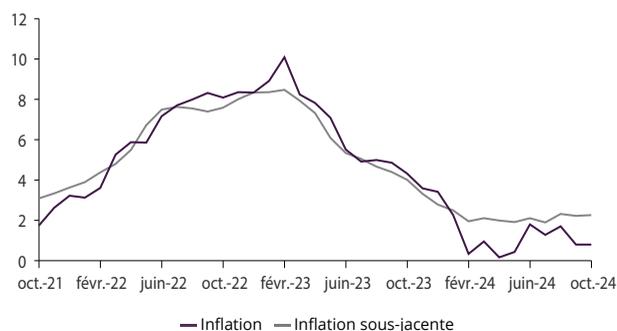
(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	août 24	sept. 24	oct. 24	août 24	sept. 24	oct. 24
Inflation	0,8	0,0	-0,3	1,7	0,8	0,7
- Produits alimentaires à prix volatils	5,1	-0,8	-2,7	1,2	-2,2	-3,5
- Produits réglementés	0,0	0,0	0,0	1,9	1,9	1,9
- Carburants et lubrifiants	-1,8	-3,2	-3,1	-2,4	-10,8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

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

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

Sources : Données HCP et calculs BAM.

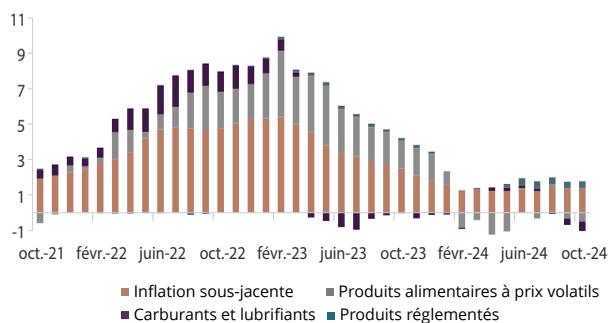
**Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente (en %, en glissement annuel)**



Sources : HCP et calculs BAM.

Quant aux tarifs réglementés, ils continuent de refléter l'effet du relèvement en mai dernier des prix du gaz butane, ressortant ainsi en hausse annuelle, de 1,9%, en octobre, soit un rythme inchangé par rapport à celui enregistré au troisième trimestre. Leur contribution à l'inflation s'est établie, au même titre qu'au trimestre précédent, à 0,4 point de pourcentage.

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

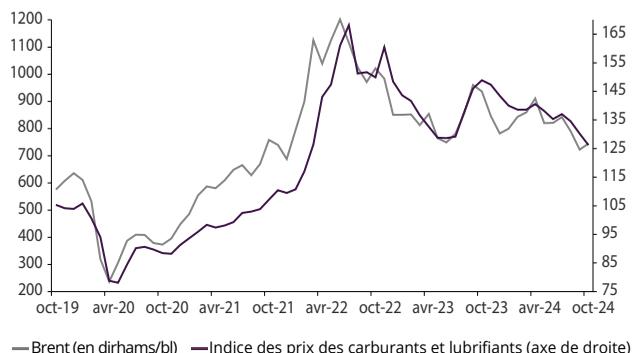


Sources : Données HCP et calculs BAM.

Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants ont vu leur repli s'accroître passant de -2,8% au troisième trimestre à -15,2% en octobre, dans un contexte marqué par une diminution des cours internationaux des produits pétroliers. Le cours du Brent, en particulier, a reculé de 80,2\$/bl en moyenne entre juillet et septembre à 75,7\$/bl en octobre, soit une baisse de 5,6%.

En termes de contribution à l'inflation, les prix de ces produits ont participé à hauteur de -0,5 point de pourcentage en octobre au lieu de -0,1 point le trimestre précédent.

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



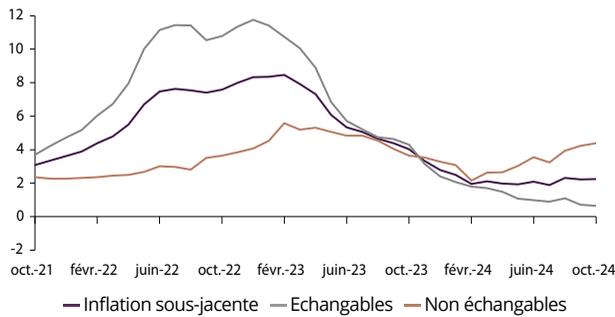
Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

### 6.1.2. Inflation sous-jacente

Après s'être maintenue à un niveau modéré autour de 2,1% au cours des trois premiers trimestres de l'année, l'inflation sous-jacente s'est légèrement accélérée à 2,2% en octobre. Cette évolution reflète essentiellement l'accroissement du rythme de progression de sa composante non alimentaire de 1,6% à 1,7% avec en particulier l'augmentation des prix de 3,8%, après 2,2%, pour le « transport<sup>1</sup> », de 2,4%, contre 2,1%, pour les « biens et services divers » et de 3,6%, au lieu de 3,4%, pour les « restaurants et hôtels ».

La hausse du rythme d'accroissement des prix a concerné également, mais dans une moindre mesure, la composante alimentaire de l'inflation sous-jacente qui a été tirée en particulier par l'accroissement des prix des « viandes fraîches » de 12,4% à 15,6%.

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

**Graphique 6.4 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables (variation en %, en glissement annuel)**

Sources : Données HCP et calculs BAM.

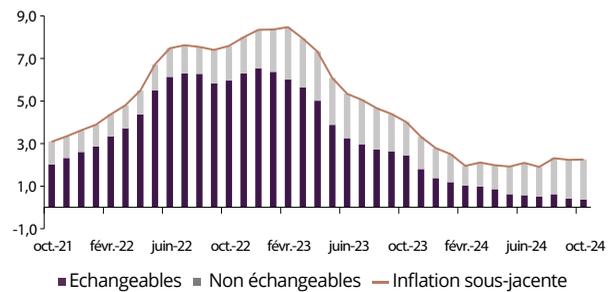
La répartition des produits inclus dans le panier de l'indicateur de l'inflation sous-jacente en produits échangeables et non échangeables montre que l'accélération de la tendance fondamentale des prix en octobre reflète exclusivement celle de sa composante non échangeable.

**Tableau 6.2 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables**

	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	août 24	sept. 24	oct. 24	août 24	sept. 24	oct. 24
Biens échangeables	0,2	0,0	0,3	1,1	0,7	0,6
Biens non échangeables	0,3	0,7	0,3	3,9	4,2	4,4
Inflation sous-jacente	0,2	0,4	0,3	2,3	2,2	2,2

Sources : Données HCP et calculs BAM.

Les prix de cette dernière ont, en effet, progressé de 4,4% en octobre au lieu de 3,8% en moyenne au troisième trimestre, traduisant essentiellement une hausse de 15,6% après celle de 12,4% des prix des « viandes fraîches ». Abstraction faite des prix de ces derniers, ceux des autres biens et services non échangeables auraient connu une stabilisation de leur rythme d'accroissement entre le troisième trimestre et octobre à 1,9%.

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

Sources : HCP et calculs BAM.

A l'opposé, les prix des biens et services échangeables ont vu leur hausse s'atténuer à 0,6% en octobre après 0,9% au troisième trimestre en lien avec la poursuite du reflux de l'inflation dans la zone euro, principal partenaire commercial du Maroc, de 2,2% en moyenne au troisième trimestre 2024 à 2% en octobre, ainsi qu'avec une appréciation de 1,1% du taux de change effectif<sup>2</sup> du dirham entre octobre et le troisième trimestre.

## 6.2. Perspectives à court terme de l'inflation

Au quatrième trimestre 2024, l'inflation devrait revenir à 0,8% après 1,3% le trimestre précédent, ramenant sa moyenne au titre de l'ensemble de l'année à 1%. Cette légère décélération serait liée exclusivement à l'accentuation prévue de la baisse des prix des carburants et lubrifiants de 2,8% à 12,4%, traduisant l'évolution des cours internationaux des produits pétroliers.

En revanche, et tenant compte de la réalisation du mois d'octobre, des données disponibles relatives aux prix au niveau des marchés de gros ainsi que de leur profil saisonnier, les prix des produits alimentaires à prix volatils enregistreraient un repli,

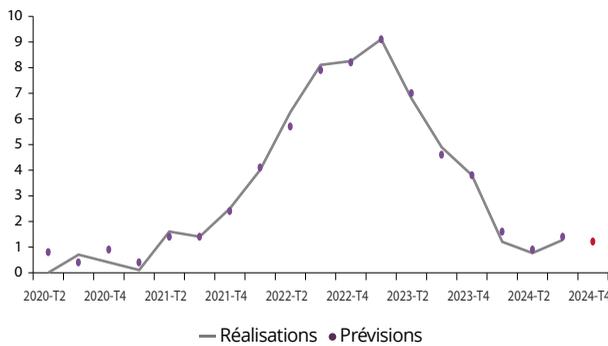
<sup>2</sup> Il s'agit du taux de change calculé par le FMI.

en comparaison annuelle, de 0,6% au quatrième trimestre après celui de 1,1% en moyenne au troisième trimestre.

De surcroît, l'indicateur de l'inflation sous-jacente devrait s'accélérer à 2,3% au lieu de 2,1% observé un trimestre auparavant.

Pour leur part, en l'absence de décisions gouvernementales y afférentes, les tarifs réglementés évolueraient à un rythme quasi-inchangé par rapport à celui observé au troisième trimestre, soit 2%.

**Graphique 6.6 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation (en %)**

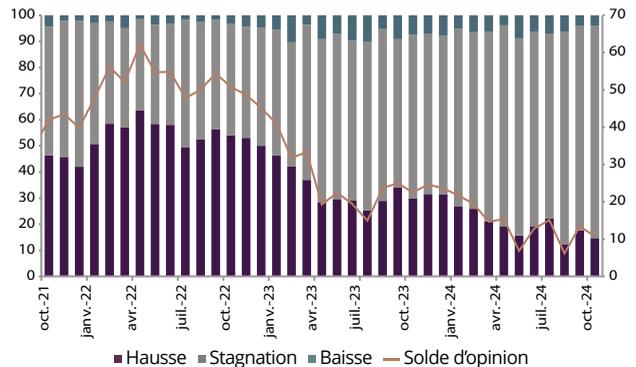


Source : Données HCP et prévisions BAM.

### 6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib auprès des industriels pour le mois d'octobre 2024 montrent que 81% des enquêtés s'attendent à une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 15% anticipent une hausse, tandis que 4% d'entre eux tablent sur une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à 11%.

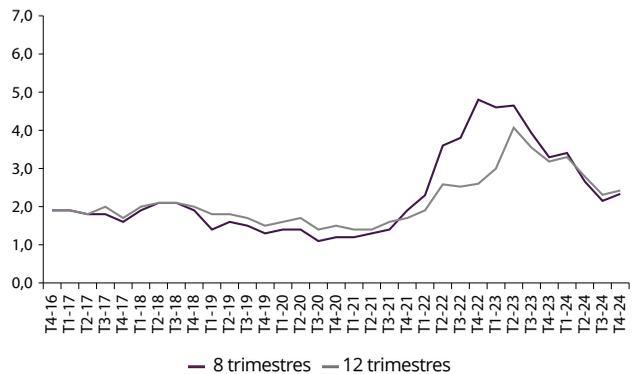
**Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises (en %)**



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib sur les anticipations d'inflation, conduite auprès des experts du secteur financier au titre du quatrième trimestre 2024, font ressortir une quasi-stabilité des attentes de ces derniers. En effet, ils tablent sur une inflation moyenne de 2,3% à l'horizon des huit prochains trimestres au lieu de 2,2% un trimestre auparavant. De même, sur l'horizon des 12 prochains trimestres, leur anticipation s'établit à 2,4% au lieu de 2,3%.

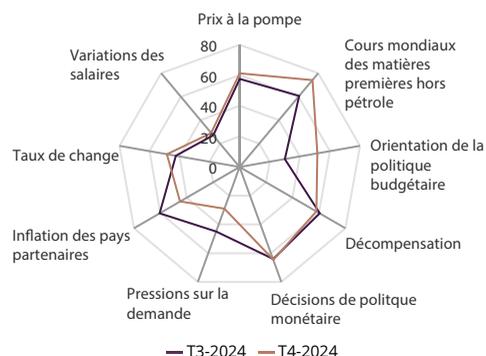
**Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres (en%)**



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

Les répondants estiment que l'évolution de l'inflation au cours des huit prochains trimestres dépendrait essentiellement des cours mondiaux des matières premières hors pétrole, des décisions de la politique monétaire, des prix à la pompe et de la poursuite de la décompensation.

**Graphique 6.9 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier**



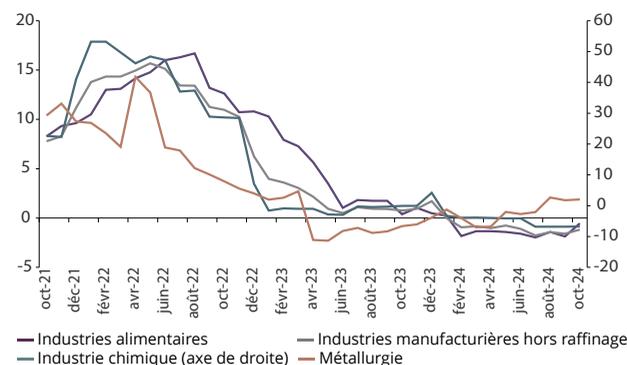
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

## 6.4 Prix à la production

Les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole ont enregistré une progression mensuelle de 0,2% en octobre. Cette augmentation a été portée principalement par la hausse des prix à la production de 0,4% pour les « industries alimentaires » et l'« industrie d'habillement » ainsi que de 0,1% pour la branche de « fabrication de textiles ».

En comparaison annuelle, les prix à la production hors raffinage ont vu leur repli s'atténuer passant de -1,6% en septembre à -1,2% en octobre et à -1,1% en moyenne sur les dix premiers mois de l'année.

**Graphique 6.10 : Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle (en %, en glissement annuel)**



Source : HCP.

## 7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

---

### Synthèse

---

L'économie mondiale a démontré une relative résilience, mais ses perspectives restent incertaines et globalement orientées vers la décélération. Sa croissance devrait ainsi revenir de 3,2% cette année à 2,9% en 2025 puis à 2,8% en 2026. Au niveau des économies avancées, elle devrait terminer l'année à 2,7% aux Etats-Unis, portée par la robustesse de la consommation privée, avant de revenir à 1,6% en 2025 et à 1,7% en 2026. Dans la zone euro, elle resterait faible à 0,8% en 2024, avant de s'accélérer à 1,3% en 2025 et en 2026. Au Royaume-Uni, le PIB devrait s'accroître de 0,9% en termes réels cette année, de 1,4% en 2025 et de 1,2% en 2026, tandis qu'au Japon, l'économie enregistrerait une contraction de 0,3%, avant une croissance de 1% et 0,6% respectivement.

S'agissant des principales économies émergentes, la croissance ralentirait en Chine à 4,8% cette année, à 4,7% en 2025 puis à 4,3% en 2026, pâtissant notamment de difficultés structurelles et de l'impact attendu de la politique commerciale de la nouvelle administration américaine. En revanche, l'économie indienne resterait vigoureuse à moyen terme, avec des taux de croissance proche de 7%, bénéficiant de la dynamique des investissements publics dans l'infrastructure. Au Brésil, la croissance s'établirait à 3,3% cette année, portée notamment par une demande intérieure robuste et une politique budgétaire expansionniste, avant de reculer à 2,1% en 2025 puis à 0,9% en 2026. En Russie, l'économie s'accroîtrait de 3,9% en 2024, tirée par une forte demande intérieure, puis se ralentirait à 1% en 2025 et à 0,6% en 2026, en raison de la dissipation de l'effet de l'impulsion budgétaire et du resserrement des conditions monétaires.

Sur les marchés des matières premières, le cours du Brent maintiendrait sa tendance baissière sur l'horizon de prévision, ressortant à 79,8 dollars cette année, à 74,5 dollars en 2025 puis à 69,1 dollars en 2026. Concernant le charbon, son prix poursuivrait sa baisse en 2024, avant de se redresser en 2025 et en 2026. Pour ce qui est du gaz naturel, les projections d'octobre de la Banque mondiale pour le marché européen indiquent une contraction des prix en 2024 avant une légère appréciation en 2025 et en 2026.

S'agissant des phosphate et dérivés marocains, le CRU<sup>1</sup> table sur une baisse des cours du brut sur l'horizon de prévision, alors que ceux du DAP et du TSP ressortiraient quasi-stables cette année, avant de s'inscrire en hausse pour atteindre 613 USD/t et 486 USD/t respectivement en 2026. Pour les denrées alimentaires, après le repli de 13,8% enregistré en 2023, l'indice FAO devrait enregistrer un recul de 2,1% en 2024, suivi des hausses de 4,5% en 2025 et de 1,2% en 2026.

Les pressions inflationnistes continueraient globalement de s'atténuer sur l'horizon de prévision, notamment aux Etats-Unis et dans la zone euro, avec toutefois des risques à la hausse à moyen terme attribuables aux politiques envisagées par la nouvelle administration américaine.

Dans ce contexte, la Fed a décidé, à l'issue de sa réunion des 6 et 7 novembre, de réduire de 25 points de base la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4,5%-4,75%]. De même, la BCE a décidé le 12 décembre de réduire le taux d'intérêt de la facilité de dépôt de 25 points de base à 3%. Quant à la Banque d'Angleterre, elle a abaissé son taux directeur de 25 points de base à 4,75% le 7 novembre.

<sup>1</sup> Commodities Research Unit

Au niveau national, l'année 2024 est marquée par une nette reprise des échanges extérieurs de biens, avec des hausses de 5,5% des exportations et de 4,6% des importations, et par la poursuite de la bonne performance des recettes de voyages et des transferts des MRE. Le déficit du compte courant devrait ainsi terminer l'année à 1% du PIB, après 0,6% en 2023. Par ailleurs, les recettes d'IDE augmenteraient à l'équivalent de 2,7% du PIB contre 2,4% en 2023.

A moyen terme, les échanges commerciaux devraient continuer de s'améliorer. Ainsi, portées par la dynamique prévue des secteurs automobile et des phosphates, les exportations devraient s'améliorer de 7,5% en 2025 puis de 8,9% en 2026. Pour leur part, et sous l'effet notamment de la hausse des achats de biens d'équipement, les importations afficheraient des accroissements de 7,9% et 6% respectivement pour 2025 et 2026. En parallèle, les recettes de voyages devraient s'accroître de 6,6% en 2025 et 4,9% en 2026 à 127,7 milliards. Quant aux transferts des MRE, ils devraient augmenter de près de 3% annuellement pour s'établir à 127,8 milliards au terme de 2026. Ces évolutions engendreraient un alourdissement du déficit du compte courant à 1,8% du PIB en 2025 avant de revenir à 1,5% en 2026. Les recettes d'IDE se situeraient, pour leur part, à l'équivalent de 3% du PIB en 2025 et de 3,3% en 2026.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve se renforceraient à 375,6 milliards de dirhams à fin 2024, à 387,8 milliards à fin 2025 puis à 400,2 milliards à fin 2026, représentant des couvertures de 5 mois et 8 jours, 5 mois et 3 jours puis 5 mois et 8 jours d'importations de biens et services respectivement.

S'agissant des conditions monétaires, après le ralentissement enregistré en 2023, la progression du crédit bancaire au secteur non financier devrait s'accélérer à 3,8% en 2024, à 4,2% en 2025 et à 5,5% en 2026. Pour sa part, le taux de change effectif réel poursuivrait son appréciation en 2024 et en 2025 avant de se déprécier en 2026.

Au niveau des finances publiques, le déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'Etat, devrait se situer à 4,5% du PIB en 2024 et 4,2% du PIB en 2025, avant de revenir à 3,9% du PIB en 2026. Ces prévisions tiennent compte notamment des données de la loi des finances de 2025 et de la programmation budgétaire triennale (PBT) de 2025-2027.

Pour ce qui est de la croissance économique, après une accélération à 3,4% en 2023, elle afficherait un ralentissement à 2,6% cette année, recouvrant une baisse de 4,6% de la valeur ajoutée agricole et une augmentation de 3,5% de celle des activités non agricoles. A moyen terme, la croissance se consoliderait à 3,9% en 2025 et en 2026, reflétant la poursuite de l'amélioration du rythme des activités non agricoles et un retour à des campagnes céréalières moyennes de 50 MQx. Du côté de la demande, cette évolution serait portée principalement par sa composante intérieure, tandis que la contribution négative à la croissance des exportations nettes, en volume, devrait s'atténuer.

Dans ce contexte, après les taux enregistrés de 6,6% en 2022 et de 6,1% en 2023, l'inflation devrait marquer une nette décélération, revenant à 1% en 2024 avant de s'établir à 2,4% en 2025 et à 1,8% en 2026. Sa composante sous-jacente ralentirait de 5,6% en 2023 à 2,1% en 2024, à 2% en 2025 puis à 1,8% en 2026.

## 7.1 Hypothèses sous-jacentes

---

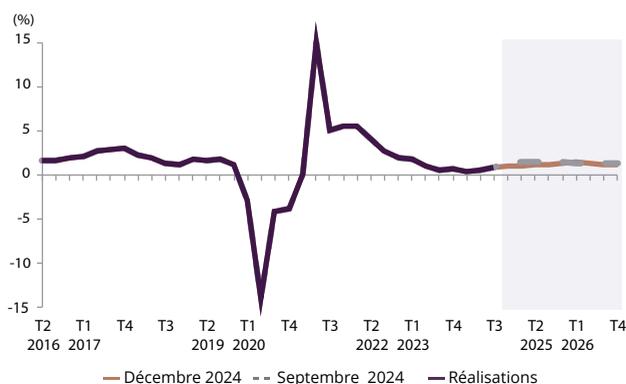
### Décélération de l'activité économique mondiale sur l'horizon de prévision

L'économie mondiale a démontré une relative résilience, mais ses perspectives restent incertaines et globalement orientées vers la décélération. Sa croissance devrait ainsi revenir de 3,2% cette année à 2,9% en 2025 puis à 2,8% en 2026.

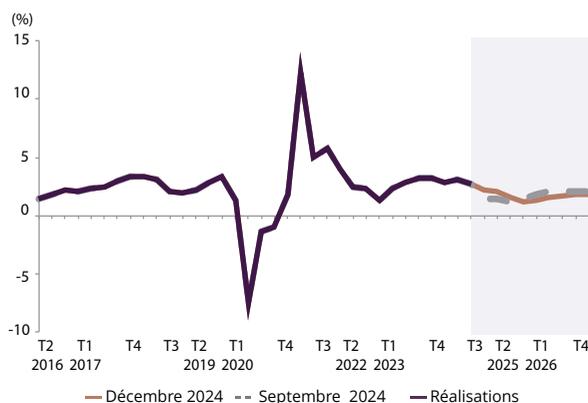
Aux Etats-Unis, la croissance atteindrait 2,7% en 2024 grâce à la robustesse de la consommation privée, avant de s'établir à 1,6% en 2025 et à 1,7% en 2026, les incertitudes liées aux politiques commerciales et budgétaires de la prochaine administration pesant sur ces perspectives. Concernant la zone euro, la croissance devrait se limiter à 0,8% en 2024, freinée principalement par les difficultés persistantes du secteur manufacturier et une faible demande intérieure. Elle devrait s'accélérer à 1,3% en 2025 et se maintenir à ce rythme en 2026, soutenue notamment par l'affaiblissement de l'euro qui favoriserait les exportations, ainsi que la reprise de la consommation privée. Au Royaume-Uni, la croissance s'améliorerait à 0,9% cette année stimulée notamment par la dynamique de la consommation publique et privée, puis se situerait à 1,4% en 2025 et à 1,2% en 2026, sous l'effet d'une politique budgétaire expansionniste. Quant au Japon, l'économie enregistrerait une contraction de 0,3% en 2024 attribuable principalement à la baisse des exportations, avant de croître de 1% en 2025 puis de ralentir à nouveau à 0,6% en 2026 reflétant les difficultés structurelles, notamment une faible productivité, une population vieillissante et un niveau d'endettement élevé.

Au sein des principales économies émergentes, malgré les mesures monétaires et budgétaires visant à stimuler l'économie, la croissance en Chine ralentirait à 4,8% cette année, en raison notamment d'une faible demande intérieure. Les perspectives à moyen terme demeurent entravées par les défis structurels du pays tels que les difficultés persistantes du secteur immobilier, l'endettement et les problèmes démographiques, conjugués à l'impact attendu des tensions commerciales avec les États-Unis, avec des croissances de 4,7% en 2025 et de 4,3% en 2026. En Inde, quoiqu'en décélération, l'activité resterait vigoureuse avec une croissance de 6,9% en 2024, de 7% en 2025 et de 6,6% en 2026 et ce, à la faveur du dynamisme des investissements publics dans l'infrastructure. Quant au Brésil, l'économie devrait enregistrer une croissance de 3,3% cette année, soutenue par une demande intérieure robuste et une politique budgétaire expansionniste, avant de revenir à 2,1% en 2025 puis à 0,9% en 2026, à mesure que l'impulsion budgétaire s'estompe et que les taux d'intérêt élevés pèsent sur l'économie. En Russie, la croissance demeurerait robuste atteignant 3,9% en 2024, tirée par une forte demande intérieure. Elle devrait toutefois ralentir à 1% en 2025 et à 0,2% en 2026, en raison notamment de la dissipation de l'effet de l'impulsion budgétaire et du resserrement des conditions monétaires.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : GPMN, novembre 2024.

## Orientation baissière des prix du pétrole et tendance globale au ralentissement de l'inflation sur fond d'incertitudes

Sur le marché des matières premières, le prix du Brent maintiendrait sa tendance baissière, ressortant à 79,8 dollars cette année, à 74,5 dollars en 2025 puis à 69,1 dollars en 2026, à la faveur en particulier d'une offre abondante dans les pays non-membres de l'OPEP+, notamment les Etats-Unis. Concernant le charbon, son cours poursuivrait son recul entamé en 2023, avec un cours moyen à 112,7 dollars la tonne en 2024, en raison de la réduction de la demande et de la hausse de la production d'énergies renouvelables. Il devrait ensuite se redresser à 120,2 dollars/t en 2025 et à 121,7 dollars/t en 2026. De même, le prix du gaz naturel sur le marché européen devrait, selon les projections de la Banque mondiale d'octobre 2024, ressortir en recul cette année pour se situer à 10,8 dollars/mmbtu, avant de s'établir autour d'une moyenne de 11 dollars entre 2025 et 2026.

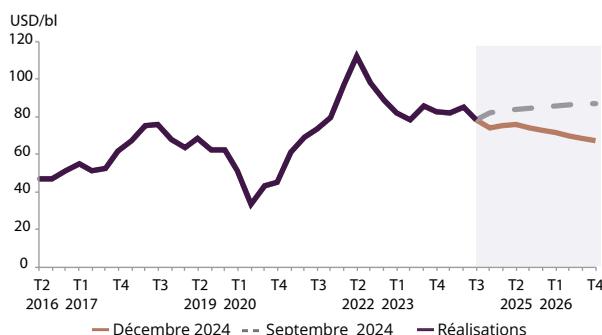
Concernant les phosphates et dérivés, la baisse des cours des dérivés du phosphate en 2023, imputable notamment au recul des prix des intrants, devrait se poursuivre en 2024, avant une reprise en 2025. En revanche, le cours de la roche poursuivrait sa tendance baissière. Dans ces conditions, selon le CRU, les prix des dérivés d'origine marocaine devraient rester quasi-stables cette année à 586 USD/t pour le DAP et à 443 USD/t pour le TSP. Les prix devraient ensuite augmenter, pour atteindre 599 USD/t en 2025 et 613 USD/t en 2026 pour le DAP, et 469 USD/t puis 486 USD/t pour le TSP. Quant au phosphate brut Maroc, son prix diminuerait de 265 USD/t en 2023 à 223 USD/t en 2024, à 196 USD/t en 2025 puis à 187 USD/t en 2026.

Pour ce qui est des prix des denrées alimentaires, après la contraction de 13,8% observée en 2023, l'indice FAO devrait enregistrer un recul de 2,1% en 2024, avant de s'orienter à la hausse avec des augmentations de 4,5% en 2025 et de 1,2% en 2026. S'agissant du blé dur américain en particulier, son cours devrait enregistrer, selon les projections d'octobre 2024 de la Banque mondiale, des contractions de 20,7% cette année et de 1,9% en 2025, avant de progresser de 1,1% en 2026.

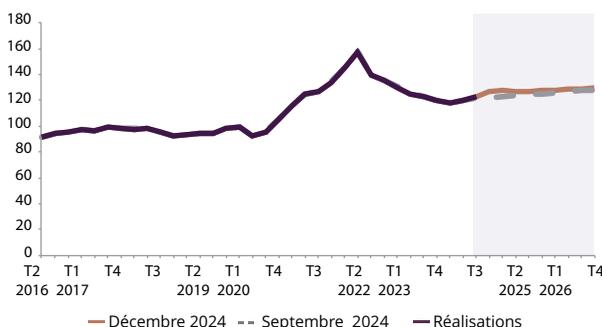
Dans ces conditions, l'inflation mondiale poursuivrait sa tendance baissière pour ressortir à 3,7% cette année et à 3,2% en 2025, puis se maintiendrait à ce niveau en 2026 en lien avec les tensions commerciales devant résulter de la politique de la nouvelle administration américaine. Dans la zone euro, elle reviendrait à 2,3% cette année puis à 2% en 2025, principalement grâce à la baisse des prix de l'énergie, avant de s'accélérer légèrement à 2,2% en 2026 en lien avec la dépréciation prévue de l'euro et les perturbations

des chaînes d'approvisionnement mondiales. De même, aux Etats-Unis, elle devrait se modérer de 4,1% en 2023 à 2,9% en 2024 et à 2,6% en 2025, avant d'accélérer à 2,9% en 2026, la combinaison d'une hausse des tarifs douaniers, d'une politique budgétaire expansionniste et des perturbations sur le marché du travail devant exercer des pressions inflationnistes sur l'économie américaine. En Chine, l'inflation resterait faible à 0,4% en 2024 avant de s'accélérer à 1% en 2025 et à 1,8% en 2026, reflétant notamment la hausse prévue des prix des produits alimentaires.

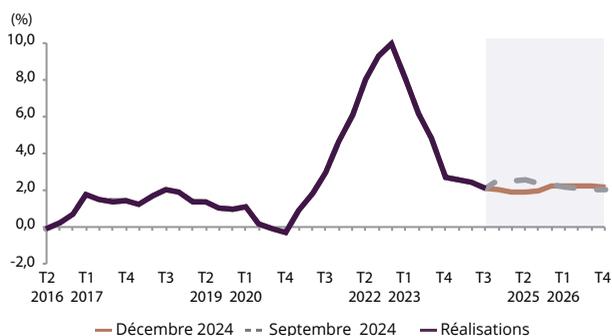
**Graphique 7.3 : Prix du Brent**



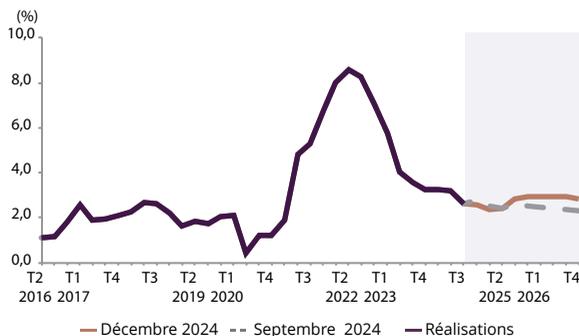
**Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2017=100)**



**Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro**



**Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis**



Source : GPMN, novembre 2024.

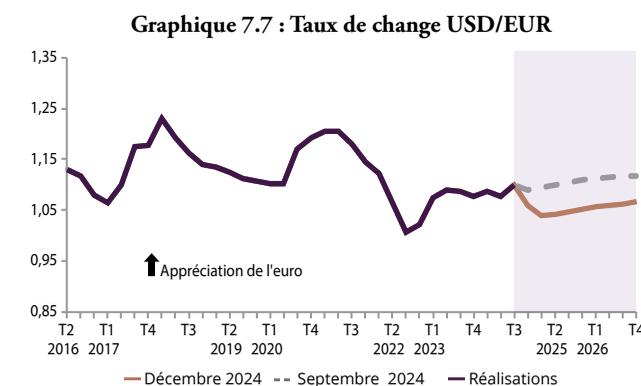
## Poursuite de l'assouplissement monétaire de la Fed et de la BCE

La Fed a décidé, à l'issue de sa réunion des 6 et 7 novembre, de réduire de 25 points de base la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4,5%-4,75%], dans un contexte caractérisé par une croissance soutenue, une augmentation du taux de chômage et une inflation se rapprochant davantage de l'objectif de 2% mais restant quelque peu élevée. En parallèle, la Fed continuera à réduire les avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires.

Pour sa part, à l'issue de sa réunion du 12 décembre, la BCE a décidé d'abaisser ses trois taux d'intérêt directeurs de 25 points de base, soit la quatrième baisse depuis juin, considérant que le processus de désinflation dans la zone euro est en bonne voie. Les taux d'intérêt de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal ont ainsi été ramenés respectivement à 3%, 3,15% et 3,40%. La BCE a, en outre, indiqué que son Programme d'achat d'actifs (APP) se contracte à un rythme mesuré et prévisible, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance. Quant au Programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), l'Eurosystème ne réinvestit plus la totalité des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance, réduisant le portefeuille de ce programme de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne, et prévoit de mettre un terme aux réinvestissements fin 2024.

La Banque d'Angleterre a quant à elle décidé, lors de sa réunion du 7 novembre, de réduire son taux directeur de 25 points de base à 4,75%, soulignant que la tendance désinflationniste se poursuit, à la faveur de la modération des chocs extérieurs antérieurs, bien que les pressions inflationnistes d'origine interne se résorbent plus lentement.

Au niveau du marché de change international, l'euro ressortirait stable cette année face au billet vert à 1,08 dollar en moyenne, avant de se déprécier de 3,3% à 1,04 dollar en 2025, puis de s'apprécier de 1,6% à 1,06 dollar en 2026. Ces fluctuations traduisent les incertitudes entourant les politiques monétaires et les conditions économiques globales.



Production céréalière de 31,2 MQx pour la campagne agricole 2023/2024 et hypothèse de récoltes moyennes de 50 MQx pour 2024/2025 et 2025/2026

La récolte des trois principales céréales pour la campagne 2023/2024 s'est établie, selon le Département de l'Agriculture, à 31,2 millions de quintaux (MQx), en baisse de 43,3% par rapport à la campagne précédente et de 44,5% comparativement à la moyenne des cinq dernières années. Pour les autres cultures végétales, la production s'est contractée de 24,5% pour les cultures sucrières et de 3,4% pour celles oléagineuses. A l'inverse, elle s'est améliorée de plus de 50% pour l'arboriculture et de 5% pour le maraîchage. S'agissant du secteur de l'élevage, il continue de pâtir de la succession des années de sécheresse. Dans ces conditions, le recul de la valeur ajoutée agricole prévu pour 2024 devrait s'atténuer à 4,6% au lieu de 6,9% retenu durant l'exercice de septembre.

Pour les campagnes 2024/2025 et 2025/2026, et sous l'hypothèse de récoltes céréalières moyennes de 50 MQx<sup>2</sup> et de l'évolution tendancielle des autres cultures, la valeur ajoutée agricole progresserait de 5,7% en 2025, au lieu de 8,6% retenu dans l'exercice de septembre, et de 3,6% en 2026.

## 7.2 Projections macroéconomiques

Poursuite de la dynamique des échanges extérieurs de biens, des recettes de voyages et des transferts des MRE à moyen terme

Tenant compte des nouvelles hypothèses relatives à l'environnement international, de l'actualisation des prévisions macroéconomiques ainsi que des réalisations à fin octobre 2024, le déficit du compte courant devrait terminer l'année à 1% du PIB, après 0,6% en 2023, et devrait s'établir à 1,8% en 2025 avant de revenir à 1,5% en 2026.

<sup>2</sup> Cette hypothèse est basée sur la moyenne des cinq dernières récoltes observées.

En 2024, les exportations connaîtraient une augmentation de 5,5%, tirées essentiellement par des accroissements de 8,3% des ventes du secteur automobile et de 8,5% de celles des phosphates et dérivés sous l'effet de la hausse prévue des quantités expédiées. S'agissant des importations, elles progresseraient de 4,6%, en relation principalement avec des hausses des achats de biens d'équipement et de demi-produits. La facture énergétique devrait, en revanche, s'alléger de 6,9%. En parallèle, les recettes de voyages devraient s'accroître de 9,1% à 114,2 milliards de dirhams et les transferts des MRE devraient augmenter de 4,3% à 120,2 milliards. Concernant les recettes des IDE, elles augmenteraient à 40,7 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 2,7% du PIB après 2,4% en 2023.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve devraient se renforcer à 375,6 milliards de dirhams à fin 2024, soit l'équivalent de 5 mois et 8 jours d'importations de biens et services.

A moyen terme, les exportations progresseraient de 7,5% en 2025 et de 8,9% en 2026, tirées essentiellement par des hausses respectives de 8,4% et 15,5% des ventes du secteur automobile à 200,9 milliards au terme de 2026, reflétant l'expédition de près de 650 mille voitures à moyen terme. De même, les ventes de phosphates et dérivés devraient s'accroître de 12,2% en 2025 puis de 6,3% en 2026 à 99,3 milliards de dirhams. Quant aux importations, elles augmenteraient de 7,9% en 2025 et de 6% en 2026, reflétant en particulier la progression des acquisitions de biens d'équipement de 15,6% et 14,2% respectivement. Les achats de produits finis de consommation devraient également s'accroître de 7,2% puis de 3,4% et ceux de demi-produits de près de 6% à moyen terme. La facture énergétique devrait, pour sa part, se stabiliser en 2025 avant de s'alléger de 4,1% en 2026 pour atteindre 108,9 milliards de dirhams. S'agissant des recettes de voyages, elles connaîtraient des hausses de 6,6% en 2025 et de 4,9% en 2026 à 127,7 milliards. Quant aux transferts des MRE, ils devraient se renforcer de près de 3% à moyen terme pour s'établir à 127,8 milliards en 2026. S'agissant des recettes d'IDE, les projections tablent sur un niveau équivalent à 3% du PIB en 2025 et 3,3% en 2026.

Tenant compte notamment des tirages extérieurs prévus par le Trésor d'un montant annuel de 46,6 milliards et des remboursements qui s'établiraient à 18,5 milliards en 2025 et 17 milliards en 2026, les AOR devraient atteindre 387,8 milliards en 2025 et 400,2 milliards à fin 2026, représentant l'équivalent de 5 mois et 3 jours et 5 mois et 8 jours d'importations de biens et services respectivement.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

Variation (en %), sauf indication contraire	Réalizations						Prévisions			Ecart (déc./sept.)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2024	2025
Exportations de biens (FAB)	10,7	3,3	-7,5	25,2	30,1	0,4	5,5	7,5	8,9	0,7	-1,7
Importations de biens (CAF)	9,9	2,0	-13,9	25,0	39,5	-2,9	4,6	7,9	6,0	-0,5	-1,3
Recettes voyages	1,2	7,8	-53,7	-5,1	171,5	11,5	9,1	6,6	4,9	1,9	2,0
Transferts des MRE	-1,5	0,1	4,8	40,1	16,0	4,1	4,3	3,0	3,3	1,8	-0,1
Solde du compte courant (en % PIB)	-4,9	-3,4	-1,2	-2,3	-3,6	-0,6	-1,0	-1,8	-1,5	0,4	0,6
Avoirs officiels de réserve en mois d'importations de biens et services	5,4	6,9	7,1	5,3	5,4	5,4	5,3	5,1	5,3	-0,1	-0,4

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

## Accélération de la progression du crédit au secteur non financier sur l'horizon de prévision

Le déficit de liquidité bancaire devrait se creuser pour ressortir à 137,3 milliards de dirhams à fin 2024, à 164,6 milliards en 2025 et à 192,3 milliards en 2026 en lien essentiellement avec la progression de la circulation fiduciaire. Après un accroissement de 10,7% en 2023, celle-ci devrait croître de 8,8% en 2024, de 8,3% en 2025 et de 7,8% en 2026. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte des réalisations, des projections de l'activité économique et des anticipations du système bancaire, il s'accélérerait à 3,8% en 2024, à 4,2% en 2025 et à 5,5% en 2026. Dans ces conditions, et en ligne avec l'évolution prévue des autres contreparties de la masse monétaire, l'agrégat M3 devrait augmenter de 6,6% en 2024, de 3,9% en 2025 et de 3,8% en 2026.

Pour sa part, le taux de change effectif réel devrait poursuivre son appréciation, avec des hausses de 0,5% en 2024 et de 0,3% en 2025, en raison principalement de l'appréciation de sa valeur en termes nominaux. En 2026, une dépréciation de 0,6% est attendue, résultat essentiellement d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations					Prévisions			Ecart (déc./sept.)	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2024	2025
Crédit bancaire au secteur non financier	5,5	4,2	2,9	7,9	2,7	3,8	4,2	5,5	0,5	-0,6
M3	3,8	8,4	5,1	8,0	3,9	6,6	3,9	3,8	2,4	-0,4
Besoin de liquidité, en MMDH	-64,6	-74,6	-64,4	-86,6	-111,4	-137,3	-164,6	-192,3	-16,9	-18,0

## Le déficit budgétaire devrait connaître un ajustement à moyen terme

Après s'être établi à 4,4% du PIB en 2023, le déficit budgétaire, hors produit de cession des participations de l'Etat, devrait passer à 4,5% du PIB en 2024, avant de revenir à 4,2% du PIB en 2025, en révision à la hausse de 0,3 point du PIB par rapport à l'exercice de septembre, puis à 3,9% du PIB en 2026. Ces projections se basent sur les données de la loi de finances 2025, de la programmation budgétaire triennale (PBT) 2025-2027, de l'exécution budgétaire à fin octobre 2024 ainsi que sur les prévisions macroéconomiques de BAM de décembre.

En 2024, les recettes fiscales se renforceraient de 9,3% par rapport à 2023, reflétant des améliorations de 14,8% de celles des impôts indirects et de 4,7% de celles des impôts directs. Les rentrées non fiscales, quant à elles, enregistreraient un rebond de 19,9%, à la faveur essentiellement des recettes issues des mécanismes de financement innovants et des produits en provenance des entreprises et établissements publics (EEP). En regard, les dépenses ordinaires devraient s'alourdir de 7,1%, avec en particulier un accroissement de 8,4% des dépenses de biens et services. La masse salariale augmenterait de 8,2% et les dépenses des autres biens et services de 8,6%. Pour leur part, les dépenses de compensation devraient reculer de 15,3% et celles d'investissement de 1,3% à 109,3 milliards.

En 2025, le produit fiscal s'améliorerait de 12,4% globalement, de 12,8% pour les impôts directs et de 11,7% pour les impôts indirects. Les recettes non fiscales régresseraient de 0,9%, avec notamment une augmentation de 0,2% de celles en provenance des EEP et une stabilité de celles des mécanismes de financement innovants à 35 milliards. En parallèle, les dépenses ordinaires devraient s'alourdir de 14,7%,

tirées principalement par les progressions de 17% des dépenses de biens et services et de 26,5% des charges en intérêts de la dette. La masse salariale s'apprécierait de 9,8% et les dépenses au titre des autres biens et services de 30,6%. Pour leur part, les dépenses d'investissement se replieraient de 3,4%, soit un ratio au PIB de 6,5% et celles de compensation de 32,4%.

En 2026, les recettes fiscales se raffermiraient de 4,7%, reflétant un accroissement de 4,1% des impôts directs, avec des améliorations de 4,6% de l'IS et de 3,4% de l'IR, ainsi qu'une hausse de 5,3% des rentrées des impôts indirects. S'agissant des recettes non fiscales, elles devraient diminuer de 1,2%, avec un fléchissement de 4,4% des recettes provenant des EEP et le maintien des rentrées des mécanismes de financement innovants inchangées à 35 milliards. En regard, les dépenses ordinaires augmenteraient de 3,9%, en liaison notamment avec les alourdissements de 5,3% des dépenses de biens et services. La masse salariale s'accroîtrait de 6,1% et les dépenses au titre des autres biens et services de 4,1%. Les charges en intérêts de la dette progresseraient de 0,6%, alors que celles de compensation poursuivraient leur tendance baissière sous l'effet de la décompensation partielle, pour se situer à 14,1 milliards. Pour leur part, les dépenses d'investissement se stabiliseraient à 105,3 milliards, soit l'équivalent de 6,2% du PIB.

### Consolidation de la croissance économique à moyen terme

Après une accélération à 3,4% en 2023, la croissance économique devrait décélérer à 2,6% cette année, en révision à la baisse de 0,2 point de pourcentage (pp) comparativement aux projections de septembre, en raison des réalisations au titre du premier semestre. Cette évolution résulterait d'une contraction de 4,6% après une hausse de 1,4% de la valeur ajoutée agricole et d'un léger ralentissement du PIB non agricole de 3,6% à 3,5%. Du côté de la demande, sa composante intérieure se consoliderait, à la faveur notamment d'une dynamique soutenue de l'investissement et de la poursuite de la consolidation de la consommation des ménages. En revanche, les exportations nettes en volume devraient y participer négativement, en liaison avec un rebond plus important des importations de biens et services que celui des exportations.

A moyen terme, la croissance devrait s'accélérer à 3,9% en 2025 et en 2026, reflétant une progression de 5,7% et 3,6% respectivement de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à des campagnes agricoles céréalières moyennes de 50 millions de quintaux. Pour les activités non agricoles, leur rythme s'améliorerait à 3,6% en 2025 et à 3,9% en 2026. Du côté de la demande, cette évolution serait portée par la poursuite de l'amélioration de sa composante intérieure, soutenue notamment par les retombées positives attendues des différents chantiers engagés, tandis que la contribution négative des exportations nettes devrait s'atténuer.

Tableau 7.3 : Croissance économique

Variation en %	Réalizations					Prévisions			Écarts (déc./sept.)	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2024	2025
Croissance nationale	2,9	-7,2	8,2	1,5	3,4	2,6	3,9	3,9	-0,2	-0,5
VA agricole	-5,0	-8,1	19,5	-11,3	1,4	-4,6	5,7	3,6	2,3	-2,9
VA non agricole	3,8	-7,1	6,9	3,2	3,6	3,5	3,6	3,9	-0,4	-0,3

Sources : Données du HCP et prévisions BAM.

**Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T3 2024 - T4 2026), en glissement annuel \***



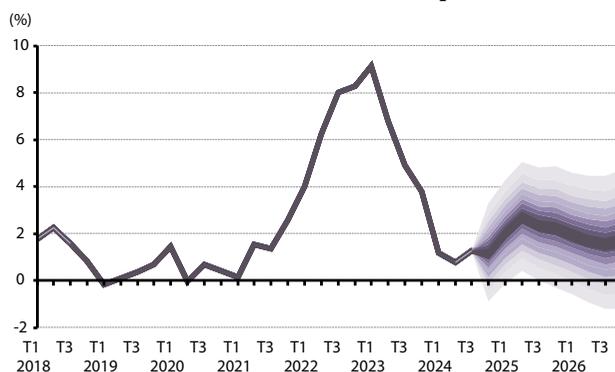
\* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

## Ralentissement rapide de l'inflation en 2024 et niveau modéré à moyen terme

Après les taux élevés enregistrés en 2022 et en 2023, soient 6,6% et 6,1% respectivement, l'inflation ralentirait à 1% en 2024, en révision à la baisse de 0,3 point de pourcentage comparativement aux prévisions de septembre. Cet ajustement résulte principalement d'une baisse plus marquée que prévu des prix des produits alimentaires à prix volatils, en lien principalement avec les récents reculs observés, ainsi que d'un repli plus accentué qu'attendu des prix des carburants et lubrifiants, en ligne avec l'évolution des cours internationaux du pétrole. Pour sa part, l'inflation sous-jacente ralentirait à 2,1% en 2024, contre 5,6% en 2023, tandis que les tarifs réglementés connaîtraient une légère hausse.

Sur le reste de l'horizon de prévision, l'inflation devrait s'accélérer à 2,4% en 2025 avant de revenir à 1,8% en 2026. Sa composante sous-jacente décélèrerait légèrement à 2% en 2025 puis à 1,8% en 2026. Pour les autres composantes, les prix des produits réglementés afficheraient des hausses en 2025 et en 2026, tenant compte essentiellement du processus de décompensation graduel du gaz butane. À l'inverse, ceux des carburants et lubrifiants connaîtraient des baisses, en ligne avec les perspectives d'évolution du prix du Brent à l'international. Quant aux produits alimentaires à prix volatils, une légère hausse est attendue en 2025.

**Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T4 2024 - T4 2026)\***



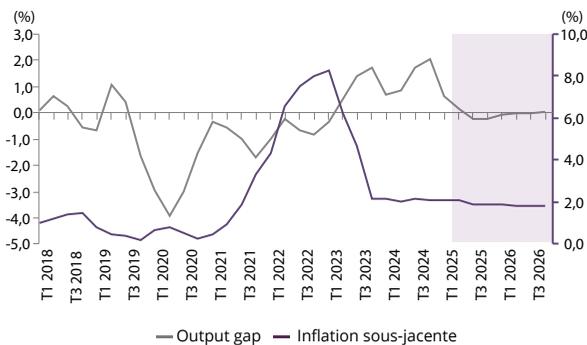
\* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente

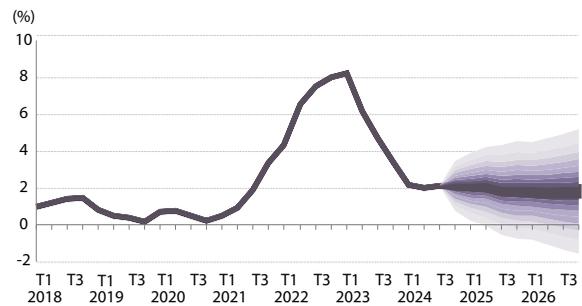
	Réalizations					Prévisions				Ecart (déc./sept.)	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	T4-2024 - T3-2026	2024	2025
Inflation	0,2	0,7	1,4	6,6	6,1	1,0	2,4	1,8	2,0	-0,3	-0,1
Inflation sous-jacente	0,5	0,5	1,7	6,6	5,6	2,1	2,0	1,8	1,9	0,0	-0,1

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

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



Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T4 2024 - T4 2026)\*



\* 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 incertitudes entourant les perspectives de l'économie mondiale restent élevées, alimentées par les politiques envisagées par la nouvelle administration américaine, dont l'impact reste difficile à anticiper en raison des incertitudes sur leur calendrier, leur ampleur et les réactions qu'elles susciteraient. À cela s'ajoutent la crise immobilière en Chine et l'atonie de l'économie allemande, qui orientent les risques vers une croissance plus faible. Par ailleurs, la persistance du conflit en Ukraine pourrait fragiliser davantage l'activité économique mondiale et perturber les chaînes d'approvisionnement, notamment énergétiques.

Au niveau national, les principaux risques pour l'activité économique sont liés à la récurrence des sécheresses et à l'aggravation du stress hydrique à moyen terme. En revanche, les efforts du Royaume pour stimuler l'investissement renforcent l'optimisme quant à un rythme plus rapide de la croissance à moyen et à long termes. Quant à l'inflation, les risques restent orientés à la hausse. En plus des pressions externes, les sécheresses récurrentes et l'aggravation du stress hydrique pourraient engendrer une augmentation significative des prix des denrées alimentaires, exacerbant ainsi les pressions inflationnistes.

## 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.....	18
Graphique 1.2 : Evolution du taux de change euro/dollar .....	19
Graphique 1.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	20
Graphique 1.4 : Evolution du VIX et du VSTOXX.....	20
Graphique 1.5 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans .....	20
Graphique 1.6 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	21
Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent et du Gaz naturel-Europe .....	21
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie .....	21
Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés .....	21
Graphique 1.10 : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	22
Graphique 2.1 : Exportations du secteur automobile à fin octobre.....	23
Graphique 2.2 : Evolution mensuelle des recettes de voyages .....	25
Graphique 2.3 : Evolution mensuelle des transferts des MRE.....	26
Graphique 3.1 : Taux interbancaire .....	27
Graphique 3.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire .....	28
Graphique 3.3 : Coût de financement des banques .....	28
Graphique 3.4 : Taux de change du dirham.....	29
Graphique 3.5 : Taux de change effectifs nominal et réel .....	29
Graphique 3.6 : Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire en glissement annuel .....	30
Graphique 3.7 : Crédit bancaire .....	30
Graphique 3.8 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit .....	30
Graphique 3.9 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme .....	31
Graphique 3.10 : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières .....	31
Graphique 3.11 : Evolution de l'indice MASI .....	32
Graphique 3.12 : Evolution des indices sectoriels au troisième trimestre 2024 .....	32
Graphique 3.13 : Evolution des levées des bons du Trésor .....	33
Graphique 3.14 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur.....	33
Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances .....	35
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances .....	36
Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires .....	36
Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin octobre.....	37
Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin octobre .....	37
Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin octobre .....	38
Graphique 4.7 : Endettement du Trésor .....	38
Graphique 5.1 : Dépenses de consommation .....	39
Graphique 5.2 : PIB par composante .....	40
Graphique 5.3 : Contribution des branches d'activité à la croissance .....	41
Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé .....	42
Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels .....	42

Graphique 5.6 : Output-gap global .....	42
Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente.....	44
Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation .....	44
Graphique 6.3 : Cours du Brent et indice des prix des carburants et lubrifiants .....	44
Graphique 6.4 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables .....	45
Graphique 6.5 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente.....	45
Graphique 6.6 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation .....	46
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises .....	46
Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres .....	46
Graphique 6.9 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier .....	47
Graphique 6.10 : Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle .....	47
Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro .....	51
Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis .....	51
Graphique 7.3 : Prix du Brent.....	52
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires .....	52
Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro .....	52
Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis .....	52
Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR.....	53
Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision, en glissement annuel .....	57
Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision .....	57
Graphique 7.10 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap .....	58
Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision .....	58

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel .....	17
Tableau 1.2: Evolution du taux de chômage .....	18
Tableau 1.3 : Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés, en glissement annuel .....	22
Tableau 2.1 : Exportations par secteur.....	24
Tableau 2.2 : Importations par groupement d'utilisation de produits .....	25
Tableau 2.3 : Balance des services .....	25
Tableau 2.4 : Investissements directs.....	26
Tableau 3.1 : Taux des bons du Trésor sur le marché primaire .....	28
Tableau 3.2 : Taux créditeurs .....	28
Tableau 3.3 : Taux débiteurs .....	29
Tableau 4.1 : Recettes ordinaires .....	35
Tableau 4.2 : Exécution des dépenses publiques .....	36
Tableau 4.3 : Financement du déficit .....	37
Tableau 4.4 : Endettement du Trésor .....	38



Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail .....	42
Tableau 6.1 : Inflation et ses composantes.....	43
Tableau 6.2 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables.....	45
Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements .....	54
Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire .....	55
Tableau 7.3 : Croissance économique .....	56
Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente.....	58