



# RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 71 / 2024

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR  
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB  
DU 25 JUIN 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	10
1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX	16
1.1 Activité économique et emploi	16
1.2 Conditions monétaires et financières	17
1.3 Prix des matières premières et inflation	19
2. COMPTES EXTÉRIEURS	23
2.1 Balance commerciale	23
2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes	25
2.3 Compte financier	26
3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS	27
3.1 Conditions monétaires	27
3.2 Prix des actifs	31
4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE	35
4.1 Recettes ordinaires	35
4.2 Dépenses	36
4.3 Déficit et financement du Trésor	38
5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL	40
5.1 Demande intérieure	40
5.2 Demande extérieure	41
5.3 Offre globale	41
5.4 Marché du travail et capacités de production	41
6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION	44
6.1 Evolution de l'inflation	44
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation	47
6.3 Anticipations de l'inflation	47
6.4 Prix à la production	48
7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME	49
Synthèse	49
7.1 Hypothèses sous-jacentes	51
7.2 Projections macroéconomiques	54
7.3 Balance des risques	59
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	60
LISTE DES GRAPHIQUES	62
LISTE DES TABLEAUX	63
LISTE DES ENCADRÉS	64

بنك المغرب  
بنك المغرب خير

# PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

Le Wali, Président

Le Directeur Général

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

Mme Mouna CHERKAOUI

M. Mohammed DAIRI

Mme Najat EL MEKKAOUI

M. Larabi JAÏDI

M. Mustapha MOUSSAOUI

M. Fathallah OUALALOU

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

بنك المغرب  
بنك المغرب

# COMMUNIQUÉ DE PRESSE

## REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 25 juin 2024

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 25 juin sa deuxième réunion trimestrielle de l'année 2024.
2. Lors de cette rencontre, il a d'abord examiné et approuvé le rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière du pays ainsi que sur les activités de la Banque au titre de l'exercice 2023. Il a analysé par la suite l'évolution de la conjoncture nationale et internationale, ainsi que les projections macroéconomiques à moyen terme de Bank Al-Maghrib.
3. Sur le plan international, le Conseil a noté la relative résilience de l'activité économique et la baisse des pressions inflationnistes qui devrait se poursuivre, bien qu'à un rythme moins rapide que prévu en mars dernier. Ces perspectives restent toutefois entourées d'un niveau élevé d'incertitudes, en lien notamment avec la persistance des tensions géopolitiques et des conflits en Ukraine et au Moyen-Orient.
4. Au niveau interne, les comptes nationaux annuels publiés par le HCP au titre de 2023 indiquent, comparativement aux données trimestrielles relatives à la même année, un rythme plus rapide des activités non agricoles ainsi qu'une nette amélioration de la consommation des ménages. En prenant en compte les indicateurs infra-annuels disponibles, ces informations laissent présager une trajectoire relativement plus élevée pour la croissance non agricole qui devrait être soutenue à moyen terme particulièrement par l'élan attendu de l'investissement public et privé.
5. S'agissant de l'inflation domestique, après des taux de 6,6% en 2022 et de 6,1% en 2023, elle est revenue à des taux faibles ces derniers mois, principalement tirée par l'atténuation des pressions d'origine externe et la baisse des prix des produits alimentaires à prix volatils. Tenant compte de ces réalisations et de la reprise du processus de décompensation, elle devrait terminer l'année en cours sur un taux moyen de 1,5% et s'élever en 2025 à 2,7%. Sa composante sous-jacente, qui traduit la tendance fondamentale des prix, est ressortie à 2,1% en moyenne sur les cinq premiers mois de l'année et devrait rester proche de ce niveau d'ici fin 2025.
6. Le Conseil a également pris note du bon ancrage des anticipations d'inflation telles qu'elles ressortent de l'enquête trimestrielle de Bank Al-Maghrib auprès des experts du secteur financier. Celles-ci ont enregistré un repli significatif, revenant au deuxième trimestre de l'année à 2,7% pour l'horizon de 8 trimestres et à 2,8% pour celui de 12 trimestres.
7. Quant à la transmission des précédentes décisions de politique monétaire aux conditions financières, les taux débiteurs des banques sont restés quasi-stables pour le deuxième trimestre consécutif, leur augmentation cumulée entre l'amorce du resserrement monétaire en septembre 2022 et le premier trimestre 2024 se situant ainsi à 116 pb. La hausse des taux a concerné davantage les entreprises que les particuliers et a été moins importante pour les TPME que pour les grandes entreprises.
8. Sur la base de l'ensemble de ces considérations, le Conseil a jugé que le resserrement calibré de la politique monétaire, le suivi régulier de la transmission de ses décisions, ainsi que les mesures mises en place par le Gouvernement pour soutenir le pouvoir d'achat des ménages et certaines activités économiques ont permis des progrès très notables en matière de retour de l'inflation à des niveaux

en ligne avec l'objectif de stabilité des prix et de préservation de la reprise post-covid de l'activité économique. Dans ces conditions, et après avoir maintenu le taux directeur inchangé pendant quatre réunions consécutives, il a décidé de le réduire de 25 points de base à 2,75%.

9. Ceci étant, le Conseil continuera de suivre de près l'évolution de la conjoncture économique et de l'inflation aussi bien au niveau national qu'international.
10. Sur les marchés internationaux des matières premières, soutenu par l'accroissement de la demande mondiale et la prolongation des réductions de production de l'OPEP+, le cours du pétrole devrait s'inscrire en légère hausse, passant de 82,2 dollars le baril de Brent en moyenne en 2023 à 84,7 dollars en 2024 puis à 86 dollars en 2025. Pour ce qui est du phosphate et ses dérivés d'origine marocaine, le prix du DAP reculerait, selon les projections de la Commodities Research Unit, de 591 dollars la tonne en 2023 à 564 dollars en 2024, en lien notamment avec le repli du coût des intrants, mais devrait se situer en 2025 à des niveaux proches de ceux enregistrés en 2023. Quant au phosphate brut, la baisse des prix devrait se poursuivre revenant de 271 dollars la tonne en 2023 à 230 dollars en 2024, puis à 212 dollars en 2025. Concernant les cours des denrées alimentaires, après la contraction de 13,7% observée en 2023, l'indice FAO devrait diminuer de 4,6% en 2024, avant de marquer une progression de 4,3% en 2025.
11. Dans ces conditions, l'inflation devrait poursuivre sa décélération à moyen terme, reculant au niveau mondial de 4,7% en 2023 à 3,5% en 2024 puis à 3,1% en 2025. Elle ralentirait respectivement de 5,4% à 2,5% puis à 2,2% dans la zone euro, et de 4,1% à 3,3% puis à 2,7% aux Etats-Unis.
12. En matière de politique monétaire, les orientations des banques centrales des principales économies avancées et émergentes connaissent une relative divergence, certaines ayant entamé un processus d'assouplissement alors que d'autres continuent de maintenir leurs taux directeurs stables. Ainsi, dans un contexte de décélération de l'inflation, la BCE a décidé lors de sa réunion du 6 juin, d'abaisser ses trois taux directeurs de 25 pb, après les avoir maintenus inchangés pendant 5 réunions consécutives de son Conseil. Pour sa part, la FED, à l'issue de sa réunion des 11 et 12 juin, a gardé inchangée, pour la septième fois consécutive, sa fourchette cible à [5,25%-5,50%] et ce, dans une conjoncture marquée par une situation toujours favorable sur le marché du travail et des progrès jugés modestes dans l'atteinte de l'objectif d'inflation.
13. S'agissant des perspectives de l'économie mondiale, la croissance devrait connaître une décélération, mais moins rapide que prévu en mars dernier. Ainsi, aux Etats-Unis, après la résilience notable affichée en 2023, le PIB augmenterait de 2,1% cette année puis de 1,4% en 2025, reflétant principalement un ralentissement des dépenses de consommation. Dans la zone euro, la croissance s'accélérait tout en restant faible cette année en raison notamment des difficultés du secteur manufacturier en Allemagne et de la consolidation budgétaire. Elle devrait passer ainsi de 0,5% en 2023 à 0,9% en 2024 puis à 1,8% en 2025. Dans les principaux pays émergents, l'économie chinoise continuerait de pâtir des difficultés de son marché immobilier, des niveaux élevés de la dette des collectivités locales ainsi que de la hausse annoncée des droits de douane américains. Sa croissance atteindrait l'objectif de 5% cette année grâce en partie au renforcement de la demande extérieure, mais décélérerait à 4,8% en 2025. L'économie indienne devrait, en revanche, rester vigoureuse à moyen terme à la faveur de l'effort d'investissement public, avec une progression du PIB de 6,8% en 2024 et de 6,6% en 2025.
14. Au niveau national, la croissance économique a connu une accélération de 1,5% en 2022 à 3,4% en 2023, résultat d'une amélioration de 3,5%, après 3,4%, de la valeur ajoutée non agricole, et d'un léger redressement de 1,4%, après une contraction de 11,3%, de celle agricole. A moyen terme, les



activités non agricoles devraient se raffermir à des rythmes de 3,8% en 2024 et de 4,1% en 2025, à la faveur notamment des différents chantiers lancés et programmés, de la poursuite de la dynamique des activités liées au tourisme et de la consolidation de la consommation des ménages en relation avec le repli de l'inflation et les revalorisations salariales. En revanche, la production agricole resterait tributaire des conditions climatiques. Ainsi, tenant compte d'une récolte céréalière estimée par le Département de l'Agriculture à 31,2 millions de quintaux, la valeur ajoutée agricole reculerait de 6,9% cette année, avant de rebondir de 8,6% en 2025 sous l'hypothèse d'un retour à une récolte céréalière moyenne de 55 millions de quintaux. Au total, la croissance de l'économie nationale devrait revenir à 2,8% en 2024 avant de s'accélérer à 4,5% en 2025.

15. Sur le plan des comptes extérieurs, après une quasi-stagnation en 2023, les exportations de biens devraient s'améliorer de 4,4% en 2024 et de 8,9% en 2025, tirées essentiellement par les ventes du secteur automobile et de phosphates et dérivés qui atteindraient respectivement 185,1 milliards et 88,5 milliards de dirhams en 2025. En parallèle, et après un repli de 2,9% en 2023, les importations augmenteraient de 6,1% puis de 9,7%, en lien en particulier avec une progression des acquisitions de biens d'équipement et de consommation, tandis que la facture énergétique connaîtrait un allègement cette année, suivi d'un alourdissement de près de 5% en 2025 à 125,1 milliards de dirhams. Pour leur part, les recettes de voyages poursuivraient leur performance avec des accroissements annuels de 5,8% pour se situer à 117,2 milliards en 2025. De même, les données disponibles laissent présager une poursuite de la tendance haussière des transferts des MRE, avec des améliorations de 1,9% cette année et de 5,3% en 2025 à 123,7 milliards de dirhams. Dans ces conditions, et après une atténuation exceptionnelle à 0,6% du PIB en 2023, le déficit du compte courant avoisinerait 1,7% du PIB en 2024 et 2,7% en 2025. Par ailleurs, les recettes des IDE, après un niveau relativement bas en 2023 équivalent à 2,4% du PIB, se renforceraient à près de 3,1% du PIB en 2024 et en 2025. Au final, et tenant compte des financements extérieurs prévisionnels du Trésor, les avoirs officiels de réserve continueraient de se renforcer pour atteindre 382 milliards de dirhams à fin 2024 et 395,6 milliards à fin 2025, représentant ainsi une couverture avoisinant les 5 mois et demi d'importations de biens et services.
16. Pour ce qui est des conditions monétaires, le besoin de liquidité bancaire devrait s'atténuer légèrement, revenant de 111,4 milliards à fin 2023 à 109,8 milliards de dirhams à fin 2024, avant de se creuser à 133,6 milliards à fin 2025, tiré principalement par l'expansion prévue de la monnaie fiduciaire. Tenant compte de ces évolutions, des prévisions de la croissance non agricole et des anticipations du système bancaire, la progression du crédit au secteur non financier devrait s'accélérer de 2,7% en 2023 à 4,4% en 2024 et à 5,2% en 2025. S'agissant du taux de change effectif réel, considérant le différentiel d'inflation avec les principaux partenaires et concurrents commerciaux et sa hausse en termes nominaux, il devrait poursuivre sa légère appréciation à des taux de 0,5% en 2024 et de 0,2% en 2025 après 0,8% en 2023.
17. Sur le volet des finances publiques, l'exécution budgétaire au titre des cinq premiers mois de 2024 fait ressortir une amélioration de 10,8% des recettes ordinaires portée par l'augmentation des rentrées fiscales. En parallèle, les dépenses globales se sont alourdies de 1,2%, tirées par celles au titre des biens et services, alors que les charges de compensation et les dépenses d'investissement se sont inscrites en baisse. Au regard de ces réalisations, de l'ouverture de crédits supplémentaires au titre du budget général d'un montant de 14 milliards de dirhams, dont près de la moitié consacrée aux revalorisations salariales décidées dans le cadre du dialogue social, ainsi que de l'actualisation de ses projections macroéconomiques, Bank Al-Maghrib table sur une stabilité du déficit budgétaire à 4,4% du PIB cette année et son allègement à 4,1% en 2025.

## APERÇU GÉNÉRAL

En dépit de la persistance des tensions géopolitiques et du durcissement des conditions financières, l'activité économique a continué depuis le début de l'année de faire preuve dans les principaux pays avancés et émergents d'une relative résilience. Les données relatives au premier trimestre de 2024 font ressortir **une croissance économique**, en glissement annuel, de 2,9%, après 3,1% le trimestre précédent, aux Etats-Unis et de 0,4%, contre 0,2%, dans la zone euro. Elle s'est renforcée en particulier de 1,2% à 1,3% en France et de 2,1% à 2,4% en Espagne, et s'est stabilisée à 0,7% en Italie, tandis qu'en Allemagne, elle a accusé une nouvelle contraction de 0,2%. Le PIB a progressé par ailleurs de 0,2%, après une baisse de 0,2% au Royaume, et s'est replié de 0,3%, après une hausse de 1,3%, au Japon.

Dans les principaux pays émergents, la croissance s'est accélérée en Chine à 5,3% au premier trimestre après 5,2% un trimestre auparavant et ce, malgré la crise du secteur immobilier. De même, elle s'est renforcée de 2,1% à 2,5% au Brésil et de 4,9% à 5,4% en Russie, alors qu'elle a décéléré de 8,6% à 7,8% en Inde.

Les données de mai relatives aux **marchés du travail** indiquent une poursuite de la vigueur aux Etats-Unis, avec une création de 272 mille postes au lieu de 165 mille en avril et une progression de 4,1% des salaires, le taux de chômage ayant toutefois légèrement augmenté à 4%. Dans la zone euro, la situation demeure également favorable, avec une diminution du taux de chômage à 6,4% en avril, reflétant des stabilisations à 3,2% en Allemagne et à 11,7% en Espagne, et des replis à 7,3% en France et à 6,9% en Italie.

Sur **les marchés financiers**, les indices boursiers des principales économies avancées se sont orientés globalement à la hausse depuis le début de l'année, avec des gains à fin mai, de 11,4% pour l'Eurostoxx 50, de 5,9% pour le Dow Jones Industrials, de 9,4% pour le FTSE 100 et de 16,3% pour le Nikkei 225. Ces évolutions se sont accompagnées d'une légère augmentation de l'aversion au risque, avec des accroissements de l'indice VIX à 12,9 en mai contre 12,4 en décembre 2023 sur les marchés financiers américains, et de l'indice VSTOXX à 13,5 au mois de mai contre 13,4 en Europe. Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM a enregistré une appréciation de 8,7% à l'issue des 5 premiers mois de l'année, reflétant notamment celles de 12,5% pour la Chine et de 11,9% pour la Turquie.

S'agissant **des rendements souverains**, ils sont ressortis en hausse au terme des cinq premiers mois de 2024 pour les économies avancées. Ainsi, le taux à 10 ans s'est accru de 5 points de base (pb) pour les Etats-Unis et la France à 4,5% et 3% respectivement, de 4 pb à 2,5% pour l'Allemagne, et de 2 pb pour l'Espagne (à 3,3%) et l'Italie (à 3,8%). Dans les principales économies émergentes, ce taux a baissé de 3 pb à 2,3% pour la Chine, et de 1 pb à 7,1% pour l'Inde. En revanche, il a augmenté de 15 pb à 11,8% au Brésil et de 29 pb à 26,2% en Turquie.

Sur les **marchés de change**, au terme des cinq premiers mois de l'année, l'euro s'est déprécié de 0,9% face au dollar et de 0,8% par rapport à la livre sterling, et s'est, en revanche, renforcé de 7,3% vis-à-vis du yen japonais. Les monnaies des principales économies émergentes ont globalement diminué par rapport au dollar sur la même période, avec des replis de 1,3% pour le renminbi chinois, de 4,7% pour le real brésilien et de 9,8% pour la lire turque. La roupie indienne est quant à elle demeurée stable face à la devise américaine.

Concernant **les marchés des matières premières**, après quatre mois consécutifs de hausse, le cours du Brent s'est accru de 8,9% en mai à 82 dollars le baril en moyenne. Cette évolution s'explique notamment par la révision à la baisse par l'Agence internationale de l'énergie (AIE) des prévisions de la demande mondiale de pétrole parallèlement au maintien par l'OPEP+ de la réduction de la production. Il demeure toutefois en progression de 8,3% en glissement annuel. Hors énergie, les prix ressortent en accroissement de 5,1% d'une année à l'autre, reflétant principalement un renchérissement de 16% des métaux et minerais. Pour ce qui est des phosphates et dérivés, leurs prix ont régressé en mai de 4,2% en glissement mensuel à 522 dollars/t pour le DAP, et de 1,7% à 434,9 dollars/t pour le TSP, et sont restés stables à 152,5 dollars/t pour le phosphate brut. En glissement annuel, les cours ressortent en recul de 55,8% pour le phosphate brut et de 10,4% pour le TSP, alors qu'ils ont légèrement augmenté de 2,4% pour le DAP.

Dans ce contexte, et tout en poursuivant sa tendance baissière, **l'inflation** dans la zone euro a légèrement progressé en mai, pour s'établir à 2,6% après s'être stabilisée à 2,4% depuis mars. Cette évolution traduit notamment une accélération entre avril et mai de 2,4% à 2,8% en Allemagne, de 2,4% à 2,7% en France et de 3,4% à 3,8% en Espagne. En revanche, l'inflation aux Etats-Unis a décéléré pour le deuxième mois consécutif, à 3,3% en mai, après 3,4% le mois précédent. Pareillement, l'inflation est revenue au Royaume Uni de 2,3% en avril à 2% en mai, alors qu'au Japon, elle a enregistré une accélération, passant de 2,5% à 2,9%.

Concernant **l'orientation des politiques monétaires**, la **FED** a décidé, à l'issue de sa réunion des 11 et 12 juin, de maintenir inchangée sa fourchette cible à [5,25%-5,50%] pour la 7<sup>ème</sup> fois consécutive et ce, dans un contexte marqué par un rythme soutenu de l'activité économique, de fortes créations d'emplois et un taux de chômage faible. Pour sa part, la **BCE** a décidé à l'issue de sa réunion du 6 juin, d'abaisser ses trois taux d'intérêt directeurs de 25 pb, après les avoir maintenus inchangés pendant 9 mois, dans un contexte de décélération aussi bien de l'inflation globale que de sa composante sous-jacente, et d'une diminution des anticipations d'inflation. Elle a toutefois souligné la persistance des tensions sur les prix d'origine interne liées à la croissance élevée des salaires, en signalant qu'elle maintiendra une approche fondée sur les données, réunion par réunion, pour déterminer de manière appropriée le degré et la durée de l'orientation restrictive de sa politique monétaire.

Au niveau **national**, la croissance économique s'est située à 3,4% en 2023 après 1,5% en 2022, résultat d'une amélioration de 3,5%, après 3,4%, de la valeur ajoutée des activités non agricoles, et d'un léger redressement de 1,4%, après une contraction de 11,3%, de celle agricole. Du côté de la demande, sa composante intérieure a contribué à la croissance à hauteur de 3,6 points de pourcentage alors que celle extérieure a contribué négativement pour 0,2 point.

Au premier trimestre 2024, **le marché du travail a connu** une nouvelle perte de 80 mille postes après 280 mille un an auparavant, avec une baisse de 206 mille dans l'agriculture et une création de 122 mille dans les activités non agricoles dont plus de la moitié dans les services. Le taux d'activité a de nouveau reculé, revenant de 43,1% à 42,6%, et le taux de chômage a augmenté de 12,9% à 13,7%.

S'agissant **des comptes extérieurs**, les données relatives aux quatre premiers mois de l'année font ressortir un allègement du déficit commercial de 1,4%, résultat d'accroissements de 3,5% des exportations

et de 1,6% des importations. Le taux de couverture s'est ainsi amélioré à 62,4%. L'évolution des exportations est essentiellement tirée par la poursuite de la dynamique des expéditions automobiles et aéronautiques, qui se sont renforcées de 12,8% et 17,3% respectivement, ainsi que par une progression des ventes de phosphates et dérivés de 4,7%. A l'inverse, les ventes des secteurs « électronique et électricité » et « textile et cuir » ont accusé des replis respectifs de 9,7% et 6%. Pour ce qui est des importations, leur évolution reflète principalement des hausses de 6,8% des acquisitions de biens d'équipements, de 6,7% des achats de biens de consommation et de 4,6% des approvisionnements en demi-produits, alors que la facture énergétique s'est allégée de 8%. Parallèlement, les recettes de voyage sont demeurées quasiment stables à 31,9 milliards de dirhams, tandis que les dépenses au même titre ont affiché une croissance de 25,2%. Les transferts des MRE ont, pour leur part, poursuivi leur hausse avec une progression de 2,4%. En ce qui concerne les principales opérations financières, les recettes d'IDE ont connu une expansion de 24%, alors que les dépenses d'investissements directs marocains à l'étranger ont diminué de 27,9%. Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserves se sont établis à 358,6 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 9 jours d'importations de biens et services.

Au niveau des **conditions monétaires**, le besoin de liquidité des banques s'est accentué à 111,6 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire au premier trimestre avant de s'atténuer légèrement à 110,2 milliards en moyenne sur les mois d'avril et mai. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté le montant de ses injections à 123,9 milliards puis à 124,1 milliards respectivement. Les conditions monétaires ont été également caractérisées au premier trimestre 2024 par une dépréciation de 0,54% du taux de change effectif réel et une quasi-stabilité d'un trimestre à l'autre des taux débiteurs à 5,40%, maintenant ainsi leur hausse depuis l'amorce du resserrement monétaire en septembre 2022 à 116 pb. S'agissant du crédit bancaire au secteur non financier, il s'est accru de 2,6% au lieu de 2,8% le trimestre précédent, en lien avec le ralentissement du rythme de progression des prêts accordés aux entreprises publiques et aux ménages. Les dernières données relatives au mois d'avril 2024 indiquent une quasi-stabilité du rythme du crédit à 2,7%.

**Sur le plan budgétaire**, la situation des charges et ressources du Trésor au titre des cinq premiers mois de 2024 fait ressortir un allègement du déficit budgétaire à 17,6 milliards de dirhams, favorisé par la bonne performance des recettes fiscales qui ont progressé de 13,9% alors que celles non fiscales ont reculé de 22,9%. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 2,9% à 144 milliards, traduisant essentiellement un accroissement de 3,1% de celles de biens et services, tandis que les charges de compensation et des intérêts de la dette se sont repliées de 9,3% et 0,8% respectivement. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 7,7 milliards, au lieu d'un déficit de 3 milliards un an auparavant. Pour sa part, l'investissement a connu une diminution de 5,3% à 36,1 milliards, portant les dépenses globales à 180,1 milliards, en augmentation de 1,2%. De son côté, le solde positif des comptes spéciaux du Trésor a régressé de 33,2% à 10,8 milliards. Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 5,2 milliards, le déficit de caisse s'est atténué à 22,8 milliards, contre 26,6 milliards à fin mai 2023. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures nettes de 15,1 milliards et par un flux net extérieur positif de 7,8 milliards de dirhams. Ainsi, l'encours de la dette publique directe se serait accru de 4,1% à fin mai 2024 comparativement à son niveau à fin décembre 2023.

Sur la bourse de **Casablanca**, le MASI s'est apprécié de 7,6% au premier trimestre 2024, tiré principalement par les progressions des indices sectoriels de la « participation et promotion immobilière » de 53,2%, des « sociétés de placement immobilier » de 10,2% et des banques de 9,4%. Pour ce qui est du volume des échanges, il est revenu d'un trimestre à l'autre de 31,9 milliards de dirhams à 13,1 milliards, en raison principalement de la forte baisse des échanges sur le marché des blocs où le chiffre d'affaires s'est établi à 270,6 millions après 17,6 milliards. Dans ce contexte, la capitalisation boursière s'est accrue depuis le début de l'année de 7,3% à 671,6 milliards de dirhams.

Sur le **marché immobilier**, l'indice des prix des actifs a affiché une hausse de 0,4% au premier trimestre 2024, recouvrant des accroissements de 2,6% pour les biens à usage professionnel et de 0,2% pour le résidentiel ainsi qu'un repli de 0,1% pour le foncier. Pour sa part, le nombre de transactions s'est contracté de 13,8% globalement, de 17% pour les biens à usage professionnel, de 14,3% pour les biens résidentiels et de 10,4% pour les terrains.

Dans ce contexte, la tendance baissière de **l'inflation** s'est poursuivie, revenant de 1,2% au premier trimestre 2024 à 0,3% en moyenne en avril et mai. Cette décélération est due principalement à l'accentuation du recul des prix des produits alimentaires à prix volatils à -7,6% en moyenne en avril et mai, après celle de -1,2% au premier trimestre 2024. À l'opposé, et en lien avec le démarrage de la décompensation du gaz butane à partir du 20 mai, les tarifs réglementés se sont accrus de 0,5%, en comparaison annuelle, au lieu d'une stagnation au premier trimestre de 2024, tandis que les prix des carburants et lubrifiants ont augmenté de 6,6% contre un repli de 1,1%. Pour sa part, l'inflation sous-jacente est demeurée modérée et en tendance baissière, ressortant à 2% après 2,2%. Pour ce qui est des anticipations d'inflation des experts du secteur financier, celles à l'horizon de 8 trimestres se sont établies à 2,7%, au lieu de 3,4% prévue un trimestre auparavant, et celles à 12 trimestres à 2,8%, après 3,3%.

**En termes de perspectives**, l'économie mondiale devrait connaître une décélération sur l'horizon de prévision, quoiqu'à un rythme moins rapide que prévu en mars. Sa croissance devrait ainsi se situer à 2,8% en 2024 et à 2,7% en 2025, après 3,2% en 2023. Aux Etats-Unis, après la résilience notable affichée en 2023, le PIB augmenterait de 2,1% cette année puis de 1,4% en 2025, reflétant principalement un ralentissement des dépenses de consommation. Dans la zone euro, après un taux de 0,5% en 2023, la hausse du PIB demeure freinée par l'économie allemande qui pâtit notamment des difficultés de son secteur automobile. Elle ressortirait en deçà de 1% en 2024 avant de passer à 1,8% en 2025. Au Royaume-Uni, après une légère récession en 2023, le rythme de l'activité devrait s'améliorer à 0,8% en 2024 puis à 1,5% en 2025, soutenu par un rebond de la consommation.

Dans les principaux pays émergents, la Chine devrait atteindre son objectif de croissance de 5% cette année grâce en partie au renforcement de la demande extérieure, avant de décélérer à 4,8% en 2025, en raison notamment des difficultés persistante du marché immobilier et des niveaux élevés de la dette des collectivités locales ainsi que la hausse des droits de douane américains sur les importations chinoises récemment annoncées. L'économie indienne devrait, quant à elle, rester vigoureuse à moyen terme à la faveur de l'effort d'investissement public, son PIB devant ainsi se raffermir de 6,8% en 2024 et de 6,6% en 2025. Au Brésil, après la « récolte record » en 2023, l'économie devrait enregistrer une progression

limitée à 1,8% cette année et de 1,7% en 2025. En Russie, le PIB a marqué une progression notable au premier trimestre, tirée par une forte demande et les dépenses budgétaires liées à la guerre. La croissance devrait ainsi ressortir à 2,7% en 2024 avant de connaître une quasi-stagnation à 0,3% en 2025, en raison notamment des sanctions internationales.

**Sur les marchés des matières premières**, le prix du Brent devrait augmenter à 84,7 dollars le baril en moyenne en 2024, traduisant un accroissement de la demande mondiale et la prolongation des réductions de production de l'OPEP+. Il devrait poursuivre sa progression en 2025 pour s'établir à 86 dollars le baril. Pour ce qui est du **phosphate et dérivés** marocains, les prix du DAP et du TSP enregistreraient des reculs, revenant de 591 dollars/t en 2023 à 564 dollars/t en 2024 et de 449 dollars/t à 421 dollars/t respectivement. En 2025, cette tendance s'inverserait avec des hausses à 592 dollars/t pour le DAP et à 478 dollars/t pour le TSP. Quant au phosphate brut, son prix passerait de 271 dollars/t en 2023 à 230 dollars/t, puis à 212 dollars/t. Concernant les prix **des denrées alimentaires**, après la contraction de 13,7% observée en 2023, l'indice FAO devrait diminuer de 4,6% en 2024, avant de croître de 4,3% en 2025.

Dans ces conditions, **l'inflation** devrait poursuivre sa décélération à moyen terme pour se situer au niveau mondial à 3,5% en 2024 puis à 3,1% en 2025. Dans la zone euro, elle ralentirait de 5,4% en 2023 à 2,5% en 2024 puis à 2,2% en 2025, et aux Etats-Unis, elle poursuivrait sa tendance baissière, revenant de 4,1% en 2023 à 3,3% en 2024 et à 2,7% en 2025.

**Au niveau national**, les exportations devraient enregistrer une amélioration de 4,4% en 2024, tirée essentiellement par des accroissements de 10,7% des ventes du secteur automobile à 164,1 milliards de dirhams et de 1,9% de celles des phosphates et dérivés à 78,2 milliards, sous l'effet notamment de la hausse prévue<sup>1</sup> des quantités expédiées. Pour ce qui est des importations, elles progresseraient de 6,1% résultat notamment d'une hausse des acquisitions de biens d'équipement, de consommation et de demi-produits, alors que la facture énergétique devrait s'alléger de 2,2% à 119,3 milliards de dirhams. Pour leur part, les recettes voyages devraient poursuivre leur performance avec une progression de 5,8% à 110,8 milliards et les transferts des MRE augmenteraient de 1,9% à 117,5 milliards de dirhams. Le déficit du compte courant devrait ainsi terminer l'année à 1,7% du PIB après 0,6% en 2023. Par ailleurs, les recettes des IDE augmenteraient à 46,6 milliards, soit l'équivalent de 3,1% du PIB en 2024 après 2,4% un an auparavant. En 2025, les exportations devraient enregistrer un accroissement de 8,9%, reflétant essentiellement celui de 13,2% à 88,5 milliards<sup>1</sup> des ventes de phosphates et dérivés et de 12,8% à 185,1 milliards des expéditions du secteur automobile. En parallèle, les importations augmenteraient de 9,7%, traduisant essentiellement des accroissements des acquisitions de biens d'équipement et de produits finis de consommation, ainsi qu'une hausse de 4,9% à 125,1 milliards de la facture énergétique. Pour leur part, les recettes voyages progresseraient de 5,8% à 117,2 milliards de dirhams et les transferts des MRE de 5,3% à 123,7 milliards. Le déficit du compte courant devrait ainsi se creuser à 2,7% du PIB. Concernant les IDE, ils devraient atteindre l'équivalent de 3,2% du PIB.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve devraient se renforcer à 382 milliards de dirhams à fin 2024 et à 395,6 milliards à fin 2025. Leur couverture se situerait ainsi à 5 mois et 8 jours et 5 mois et 13 jours d'importations de biens et services respectivement.

<sup>1</sup> Projections basées sur les prévisions du CRU Phosphate Rock and Fertilizer Premium Service.

S'agissant des **conditions monétaires**, le besoin de liquidité bancaire devrait s'atténuer à 109,8 milliards de dirhams à fin 2024, avant d'atteindre 133,6 milliards à fin 2025. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, il s'accélérerait à 4,4% en 2024 et à 5,2% en 2025, tenant compte de l'évolution prévue de l'activité économique et des anticipations du système bancaire.

Sur le volet **des finances publiques**, le déficit budgétaire devrait se stabiliser à 4,4% du PIB en 2024, soit le même niveau qu'en 2023. Ce résultat découle de l'intégration des crédits supplémentaires ouverts au titre du budget général de 14 milliards, dont 6,5 milliards consacrés à la couverture de l'augmentation des salaires publics décidée dans le cadre du dialogue social, et du relèvement de la prévision des rentrées fiscales, tenant compte des nouvelles projections macroéconomiques de BAM et des réalisations budgétaires à fin avril 2024. En 2025, le déficit budgétaire devrait s'atténuer à 4,1% du PIB, au lieu de 4% prévu en mars, recouvrant outre l'intégration de l'impact de l'accord du dialogue social, une meilleure performance des rentrées fiscales conjuguée à des régressions des charges de compensation et des dépenses d'investissement.

Pour ce qui est de **l'activité économique**, après une accélération à 3,4% en 2023, la croissance de l'économie nationale devrait reculer à 2,8% cette année, avant un rebond à 4,5% en 2025. Cette prévision recouvre une contraction de 6,9% de la valeur ajoutée agricole en 2024, tenant compte d'une récolte céréalière prévisionnelle estimée par le Ministère de l'Agriculture à 31,2 millions de quintaux (MQx), puis une progression de 8,6% en 2025, sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 55 MQx et d'une évolution moyenne des autres cultures. Le rythme d'évolution des activités non agricoles devrait se consolider à 3,9% en 2024 puis à 4,1% en 2025.

Dans ces conditions, **l'inflation** devrait ralentir à 1,5%, reflétant essentiellement une baisse plus rapide que prévu des prix des produits alimentaires à prix volatils et le léger retard de la décompensation du gaz butane, avant de s'accélérer à 2,7% en 2025. Sa composante sous-jacente décélérerait à 2,3% en 2024 et en 2025, après 5,6% en 2023.

Les incertitudes entourant les perspectives à l'international demeurent élevées, surtout que 2024 est une année d'élections dans de nombreux pays, avec une balance des risques orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation. En effet, la persistance du conflit en Ukraine et le risque d'escalade au Moyen-Orient pourraient engendrer une décélération plus prononcée de l'activité économique mondiale et une perturbation des approvisionnements en énergie qui se traduiraient par un accroissement des cours des matières premières.

Au niveau national, les risques sur l'activité sont principalement liés à la récurrence des sécheresses et à l'aggravation du stress hydrique à moyen terme. En revanche, les efforts pour dynamiser l'investissement et les chantiers d'envergure lancés ou envisagés par le Royaume renforcent l'optimisme quant à un rythme plus rapide de l'activité économique à moyen et à long termes. Quant à l'inflation, les risques entourant ses perspectives sont maintenus à la hausse. Outre les risques liés aux pressions d'origine externe, la succession des périodes de sécheresse et l'aggravation du stress hydrique pourraient induire un renchérissement plus important des denrées alimentaires.

# 1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

L'activité économique a continué de faire preuve de résilience au premier trimestre de l'année, tant dans les économies avancées que dans les pays émergents, bien qu'à des rythmes différents. La croissance s'est ainsi accélérée dans la zone euro, au Royaume-Uni et en Chine, tandis qu'elle a ralenti aux Etats-Unis et en Inde. Parallèlement, bien qu'en tendance baissière, l'inflation s'est accélérée au mois de mai dans la zone euro en glissement annuel, et a enregistré une nouvelle légère décélération aux Etats-Unis. Tablant sur une amélioration des perspectives d'inflation, la BCE a décidé lors de sa réunion du 6 juin de réduire de 25 pb ses trois taux d'intérêt directeurs, marquant ainsi la première baisse de ses taux depuis 2019. De son côté, à l'issue de sa réunion des 11 et 12 juin, la FED a maintenu, pour la 7<sup>ème</sup> fois consécutive, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée. Sur les marchés de l'emploi des économies avancées, la situation demeure favorable. S'agissant des marchés financiers, les données à fin mai font ressortir des performances globalement positives des principales places boursières avancées et émergentes. Sur les marchés obligataires souverains, les taux de rendement à long terme ont augmenté pour les principales économies avancées, alors qu'ils ont affiché des évolutions disparates pour les pays émergents. Pour ce qui est des matières premières, après quatre mois consécutifs de hausse, le cours du Brent est ressorti en repli en mai en glissement mensuel. De même, l'indice des prix des produits agricoles a légèrement diminué au cours du même mois, mais reste en hausse en comparaison annuelle.

## 1.1 Activité économique et emploi

### 1.1.1 Activité économique

En dépit d'un contexte international marqué par la persistance des tensions géopolitiques et le durcissement des conditions financières, les principales économies avancées et émergentes continuent globalement d'afficher une relative résilience.

Ainsi, les données relatives au premier trimestre de 2024 font ressortir une croissance à 2,9% aux États-Unis en glissement annuel, après 3,1% un trimestre auparavant. Dans la zone euro, elle s'est accélérée à 0,4%, avec des évolutions disparates entre ses principaux pays membres. Le rythme de l'activité s'est ainsi renforcé de 1,2% à 1,3% en France et de 2,1% à 2,4% en Espagne, et a stagné à 0,7% en Italie, tandis qu'en Allemagne, le PIB a accusé une nouvelle contraction de 0,2%. Pour ce qui est des autres économies avancées, le PIB a progressé au premier trimestre de 0,2% au Royaume-Uni après une contraction de 0,2% au

trimestre précédent. A l'inverse, il s'est contracté de 0,3% au Japon, après une progression de 1,3%.

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

	2022				2023				2024
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Pays avancés									
Etats-Unis	3,6	1,9	1,7	0,7	1,7	2,4	2,9	3,1	2,9
Zone Euro	5,5	4,1	2,5	1,9	1,3	0,6	0,2	0,2	0,4
France	4,7	3,7	1,4	0,7	1,0	1,4	0,9	1,2	1,3
Allemagne	4,0	1,6	1,2	0,8	0,1	0,2	-0,1	-0,2	-0,2
Italie	6,6	5,3	2,8	2,0	2,2	0,6	0,6	0,7	0,7
Espagne	6,8	7,2	5,4	3,8	4,0	2,0	1,9	2,1	2,4
Royaume-Uni	11,4	3,9	2,1	0,6	0,3	0,2	0,2	-0,2	0,2
Japon	0,4	1,3	1,5	0,7	2,5	2,2	1,5	1,3	-0,3
Pays émergents									
Chine	4,8	0,4	3,9	2,9	4,5	6,3	4,9	5,2	5,3
Inde	4,5	12,8	5,5	4,3	6,2	8,2	8,1	8,6	7,8
Brésil	1,5	3,6	4,3	2,7	4,2	3,5	2,0	2,1	2,5
Turquie	7,8	7,6	4,1	3,3	4,0	3,9	6,1	4,0	5,7
Russie	3,7	-3,5	-2,8	-1,8	-1,6	5,1	5,7	4,9	5,4

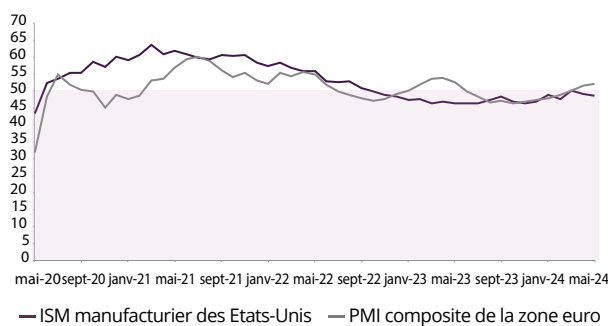
Source : Thomson Reuters Eikon et Eurostat.



S'agissant des principaux pays émergents, malgré la crise du secteur de l'immobilier en Chine, la croissance s'est accélérée à 5,3% en glissement annuel au premier trimestre après 5,2% un trimestre auparavant. De même, elle s'est renforcée de 2,1% à 2,5% au Brésil, de 4% à 5,7% en Turquie et de 4,9% à 5,4% en Russie. En revanche, le rythme de l'activité a décéléré de 8,6% à 7,8% en Inde.

Concernant les évolutions des indicateurs avancés de l'activité, l'indice PMI composite de la zone euro s'est redressé à 52,2 en mai, après 51,7 le mois précédent, son plus haut niveau depuis un an. A l'inverse, l'ISM manufacturier américain est revenu de 49,2 en avril à 48,7 en mai, les nouvelles commandes de biens ayant enregistré leur plus forte baisse depuis près de deux ans.

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



### 1.1.2 Marché de l'emploi

Au niveau des marchés du travail, les données de mai indiquent une poursuite de la vigueur aux Etats-Unis, avec une création de 272 mille postes au lieu de 165 mille en avril et une progression annuelle de 4,1% des salaires, le taux de chômage ayant toutefois légèrement augmenté à 4%. Dans la zone euro, ce taux est ressorti en baisse à 6,4% en avril, soit son plus bas depuis le début de l'euro, avec notamment des stabilisations à 3,2%

en Allemagne et à 11,7% en Espagne, ainsi que des replis à 7,3% en France et à 6,9% en Italie. Au Royaume-Uni, les dernières données relatives au mois d'avril font état d'une légère progression à 4,4%.

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

	2022	2023	2024		
			Mars	Avril	Mai
Etats-Unis	3,6	3,6	3,8	3,9	4,0
Zone euro	6,8	6,6	6,5	6,4	N.D
France	7,3	7,3	7,4	7,3	N.D
Allemagne	3,1	3,1	3,2	3,2	N.D
Italie	8,1	7,7	7,1	6,9	N.D
Espagne	13,0	12,2	11,7	11,7	N.D
Royaume-Uni	3,9	4,0	4,3	4,4	N.D

Sources : Eurostat et BLS.

## 1.2 Conditions monétaires et financières

### 1.2.1 Décisions de politiques monétaires

Concernant les décisions de politiques monétaires, à l'issue de sa réunion du 6 juin, et après les avoir maintenus inchangés pendant 9 mois, la BCE a décidé d'abaisser ses trois taux d'intérêt directeurs de 25 pb, dans un contexte de décélération de l'inflation et de sa composante sous-jacente, et d'une diminution des anticipations d'inflation. Ainsi, le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement a été réduit à 4,25%, celui de la facilité de prêt marginal à 4,50% et celui de la facilité de dépôt à 3,75%. Elle a toutefois souligné la persistance des tensions sur les prix d'origine interne liées à la poursuite de la hausse des salaires. Par ailleurs, elle a 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), le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance sera maintenu au 1<sup>er</sup> semestre, et ce, avant sa réduction progressive au second semestre et son arrêt en fin d'année.

Pour sa part, la FED a décidé, à l'issue de sa réunion des 11 et 12 juin, de maintenir inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [5,25%-5,50%], pour la 7<sup>ème</sup> fois consécutive, dans un contexte caractérisé par des progrès modestes vers l'objectif d'inflation au cours des derniers mois. La FED a également indiqué qu'elle continuera à réduire les avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires. De même, la Banque d'Angleterre a annoncé le 20 juin le maintien de son taux directeur à 5,25%, indiquant que la politique monétaire devra rester restrictive suffisamment longtemps pour ramener durablement l'inflation à l'objectif de 2% à moyen terme.

Au niveau des économies émergentes, les banques centrales de la Chine, de l'Inde, de la Turquie et de la Russie ont maintenu leurs taux directeurs inchangés lors de leurs dernières réunions. En revanche, la Banque centrale du Brésil a décidé le 8 mai de réduire de 25 pb son taux directeur à 10,50%, poursuivant ainsi l'assouplissement de sa politique monétaire entamé depuis l'été 2023.

### 1.2.2 Marchés financiers

Sur les marchés de change, au terme des cinq premiers mois de l'année 2024, l'euro s'est déprécié de 0,9% face au dollar et de 0,8% par rapport à la livre sterling. Il s'est en revanche apprécié de 7,3% face au yen japonais. Les monnaies des principales économies émergentes se sont elles aussi dépréciées par rapport au dollar sur la même période, avec des reculs de 1,3% pour le renminbi chinois, de 4,7% pour le real brésilien et de 9,8% pour la lire turque. La roupie indienne est quant à elle ressortie stable face à la devise américaine.

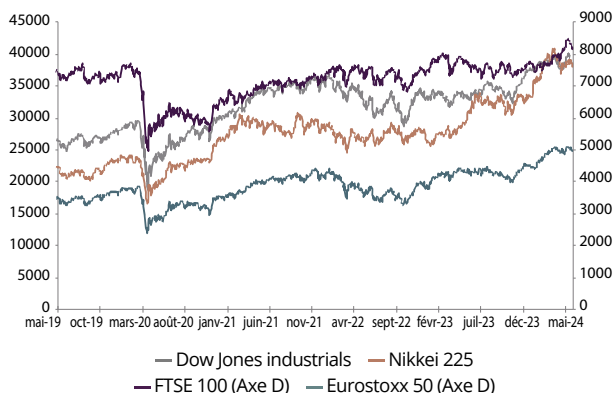
**Graphique 1.2 : Evolution du taux de change euro/dollar**



Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés boursiers des principales économies avancées, la tendance s'est orientée à la hausse depuis le début de l'année, avec des gains significatifs à fin mai, de 11,4% pour l'Eurostoxx 50, de 5,9% pour le Dow Jones Industrials, de 9,4% pour le FTSE 100 et de 16,3% pour le Nikkei 225.

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

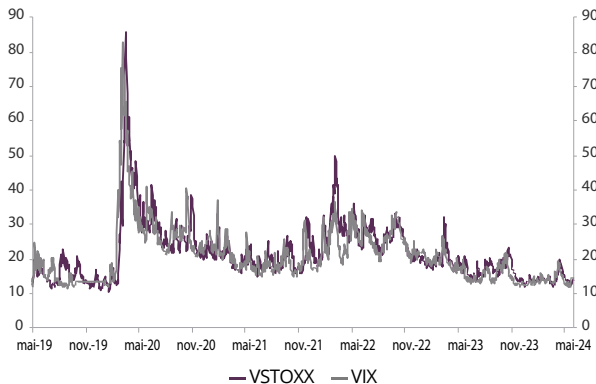


Source : Thomson Reuters Eikon.

Ces évolutions se sont accompagnées d'une augmentation de l'aversion au risque sur les marchés financiers américains, avec une hausse de l'indice VIX à 12,9 en mai contre 12,4 en décembre 2023. Du côté de l'Europe, l'indice de volatilité VSTOXX a légèrement augmenté à 13,5 (contre 13,4 en décembre).

Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM a enregistré une progression de 8,7% à l'issue de 5 premiers mois de l'année, en lien notamment avec les gains des indices chinois (+12,5%) et indiens (+11,9%).

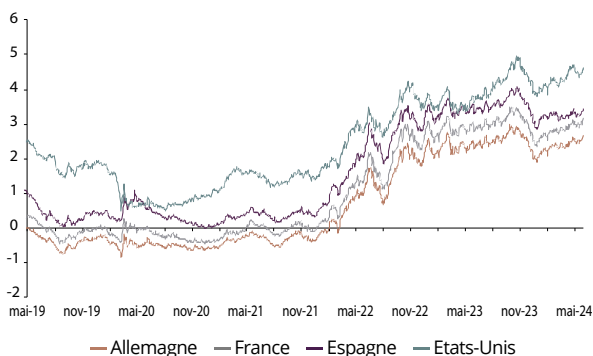
**Graphique 1.4 : Evolution du VIX et du VSTOXX**



Source : Thomson Reuters Eikon.

Concernant les marchés obligataires souverains, les rendements pour les économies avancées sont ressortis en hausse au terme des cinq premiers mois l'année. Ainsi, le taux à 10 ans a augmenté de 5 pb pour les Etats-Unis et la France à 4,5% et à 3% respectivement, de 4 pb à 2,5% pour l'Allemagne, et de 2 pb pour l'Espagne (à 3,3%) et l'Italie (à 3,8%). Dans les principales économies émergentes, ce taux a baissé de 3 pb à 2,3% en Chine et de 1 pb à 7,1% en Inde. En revanche, il a augmenté de 15 pb à 11,8% au Brésil et de 29 pb à 26,2% en Turquie

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

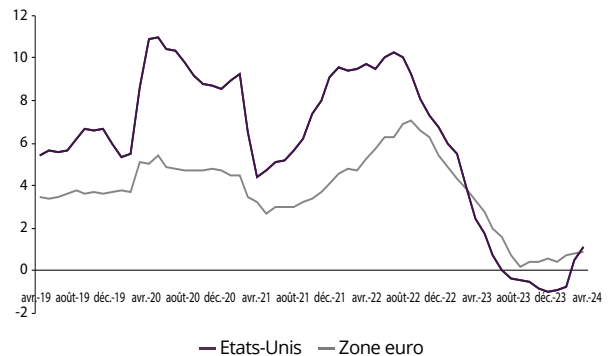


Source : Thomson Reuters Eikon.

Sur les marchés monétaires, le Libor dollar à 3 mois et l'Euribor de même maturité se sont établis respectivement à 5,6% et à 3,8% en mai, soit quasiment inchangés depuis le début de l'année.

S'agissant du crédit bancaire, sa croissance s'est accélérée au cours des quatre premiers mois de l'année aussi bien aux Etats-Unis que dans la zone euro, avec un rythme de progression de 1,1% et 0,9% respectivement en glissement annuel au mois d'avril.

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



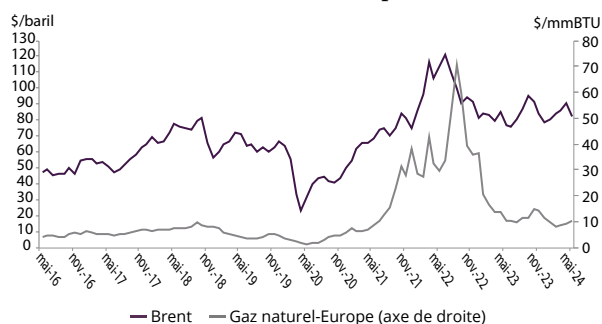
Source : Thomson Reuters Eikon.

## 1.3 Prix des matières premières et inflation

### 1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur le marché du pétrole, après quatre mois consécutifs de hausse, le cours du Brent s'est contracté de 8,9% à 82 dollars le baril au mois de mai, en raison notamment d'une révision à la baisse par l'Agence internationale de l'énergie (AIE) des prévisions de la demande mondiale de pétrole ainsi que d'une réduction de la prime de risque géopolitique. Cependant, le prix du Brent reste en progression de 8,3% en glissement annuel. En parallèle, le cours du gaz naturel sur le marché européen a augmenté en mai de 11,4% à 10,12 \$/mmBTU, affichant ainsi sa troisième hausse mensuelle consécutive, et une quasi-stagnation en glissement annuel.

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

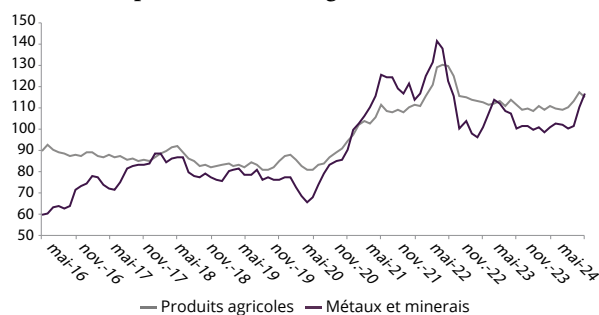


Source : Banque Mondiale.

### 1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Hors énergie, l'indice des prix de la Banque mondiale est resté quasi-stable en glissement mensuel en mai, recouvrant notamment un accroissement de 5,5% de l'indice des métaux et minerais et un recul de 2,2% de celui des produits agricoles. En glissement annuel, les prix hors énergie ressortent en hausse de 5,1%, reflétant principalement une progression de 16% de ceux des métaux et minerais.

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

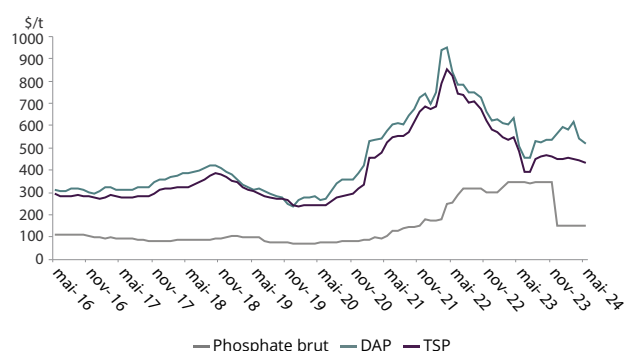


Source : Banque Mondiale.

S'agissant des phosphates et dérivés marocains, au cours du mois de mai, les prix ont régressé de 4,2% en glissement mensuel à 522 \$/t pour le DAP et de 1,7% à 434,9 \$/t pour le TSP, et sont restés stables à 152,5 \$/t pour le phosphate brut. En glissement annuel, les cours ressortent en baisse de 55,8% pour le phosphate brut et de 10,4% pour

le TSP, alors qu'ils ont légèrement augmenté de 2,4% pour le DAP.

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



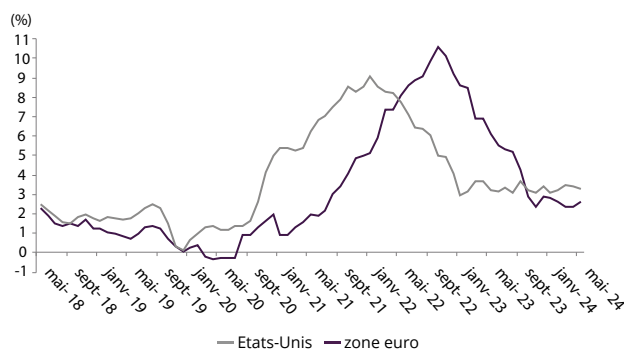
Source : Banque Mondiale.

### 1.3.3 Inflation

Après s'être stabilisée à 2,4% depuis mars, l'inflation dans la zone euro a légèrement augmenté à 2,6% en mai, traduisant notamment une accélération du rythme d'évolution annuelle des prix entre avril et mai de 2,4% à 2,8% en Allemagne, de 2,4% à 2,6% en France et de 3,4% à 3,8% en Espagne.

En revanche, l'inflation aux Etats-Unis a décéléré pour le deuxième mois consécutif, ressortant à 3,3% en mai en glissement annuel, après 3,4% en avril, à la faveur notamment d'un ralentissement des prix des produits alimentaires et de ceux du logement. Pareillement, l'inflation est revenue au Royaume Uni de 2,3% en avril à 2% en mai alors qu'au Japon, elle a enregistré une accélération, passant de 2,5% à 2,9% en mai.

Quant aux principales économies émergentes, l'inflation reste très faible en Chine, avec un taux en stagnation à 0,3% en mai. En revanche, elle s'est accélérée de 3,7% en avril à 3,9% en mai au Brésil et de 7,8% à 8,3% en Russie, tandis qu'elle a ralenti de 4,8% à 4,7% en Inde sur la même période.

**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		
			Mars	Avril	Mai
Etats-Unis	8,0	4,1	3,5	3,4	3,3
Zone Euro	8,4	5,5	2,4	2,4	2,6
Allemagne	8,6	6,1	2,3	2,4	2,8
France	5,9	5,7	2,4	2,4	2,6
Espagne	8,3	3,4	3,3	3,4	3,8
Italie	8,7	6,0	1,2	0,9	0,8
Royaume-Uni	9,0	7,4	3,2	2,3	2,0
Japon	2,5	3,3	2,7	2,5	2,9

Sources : Thomson Reuters Eikon, Eurostat &amp; FMI.

### Encadré 1.1 : L'économie chinoise face aux difficultés du secteur immobilier

Les activités liées à l'immobilier constituent un moteur important de l'économie chinoise, représentant environ 20% du PIB au cours des décennies de croissance rapide du pays. Ce secteur a longtemps été porté par l'urbanisation rapide du pays et l'amélioration des conditions de vie de la population. Il a également contribué à l'expansion du crédit et, malgré les mesures prises par les autorités pour limiter les risques liés à l'endettement des ménages, les prix de vente moyens ont augmenté de près de 350% au cours des 15 années précédant 2021, ce qui a affaibli l'accès au logement et a contribué à l'accumulation de l'offre. Cette hausse des prix reflète en partie une demande d'investissement forte des ménages, alimentée par une épargne importante, une expansion des prêts hypothécaires et des alternatives d'investissement limitées<sup>1</sup>. Dans le même temps, les promoteurs immobiliers se sont fortement mobilisés pour développer la construction à un rythme rapide, travaillant souvent en étroite collaboration avec les gouvernements locaux qui dépendaient de l'activité immobilière pour leurs revenus.

L'endettement massif du secteur a été perçu par le gouvernement chinois comme un risque majeur pour l'économie et le système financier du pays et, à partir de 2020, les autorités ont pris des mesures pour contenir la bulle immobilière en durcissant les conditions d'accès au crédit pour les promoteurs, ce qui a tari les sources de financement de groupes déjà endettés. Certains promoteurs se sont par conséquent retrouvés au bord de la faillite, déclenchant une expansion de logements inachevés et faisant chuter les prix, ce qui a dissuadé nombre de chinois d'investir dans le secteur.

Dans ce sillage, la multiplication des défauts de paiements des promoteurs et la diffusion des risques dans le secteur financier ont conduit les autorités à ajuster leur politique, tout en conservant leurs objectifs d'assainissement du marché, en facilitant le désendettement des promoteurs et la modération du coût du logement. Les mesures prises ont principalement visé à financer l'achèvement des chantiers entamés et à restaurer la demande, principalement via l'assouplissement des règles prudentielles relatives

1 « People's Republic of China: Selected Issues », FMI, 9 février 2024.

à l'achat de logements et à l'octroi de prêts hypothécaires, avec notamment des baisses des montants minima d'apports personnels et des taux d'intérêt sur les crédits hypothécaires. Ces changements ont été mis en œuvre de façon différenciée par les gouvernements des provinces en fonction de la situation du marché immobilier local, mais les résultats sont demeurés inégaux et peu probants.

En effet, l'activité immobilière s'est contractée assez fortement par rapport aux récents ralentissements immobiliers dans de nombreux autres pays. Les prix des logements n'ont toutefois baissé que modestement, reflétant en grande partie les efforts des gouvernements locaux pour maintenir la stabilité des prix. La restructuration du bilan des promoteurs a également été largement retardée pour donner aux promoteurs en défaut de paiement le temps de terminer le nombre important de logements prévus inachevés et pour limiter les effets immédiats sur le système financier.

Ainsi, sur les quatre premiers mois de 2024, les investissements immobiliers ont affiché une contraction de 6,2% en glissement annuel. De même, les ventes en termes de superficies se sont repliées sur la même période de 0,4%. En outre, les prix immobiliers comptabilisés dans les 70 principales villes du pays ont diminué en avril en glissement annuel dans 48 villes pour le neuf et dans 61 villes pour l'ancien<sup>2</sup>.

Face à ce constat, le gouvernement chinois a annoncé le vendredi 17 mai 2024 un plan de sauvetage du secteur, en rachetant une partie du nombre important de logements vides ou de chantiers à l'arrêt pour les transformer en logements sociaux. La banque centrale a également annoncé, le même jour, un financement de 300 milliards de yuans en vue de soutenir ces rachats, ainsi que l'abaissement de 20% à 15% de l'apport minimum exigé des particuliers pour l'achat d'un premier appartement et de 30% à 25% pour un deuxième.

Cela étant, le redressement de l'activité reste fragile. Les ménages sont encore méfiants, les promoteurs immobiliers demeurent confrontés à de sévères difficultés financières et la marge de manœuvre des autorités pour accroître leur soutien reste étroite. De même, l'affaiblissement de la démographie chinoise et le ralentissement de l'économie constituent un frein important à la demande de logements à moyen et long termes.

Enfin, le FMI estime que la correction en cours du marché du logement, nécessaire pour orienter le secteur vers une voie plus durable, devrait se poursuivre. Toutefois, un ensemble de mesures plus complet faciliterait une transition efficace et moins coûteuse. En outre, la Chine a besoin de réformes structurelles pour le rééquilibrage de l'économie vers la consommation, en renforçant le filet de sécurité sociale et en libéralisant le secteur des services pour lui permettre de stimuler le potentiel de croissance et de créer des emplois<sup>3</sup>.

<sup>2</sup> « Investment in Real Estate Development for Jan-Apr », National Bureau of Statistics of China, 17 mai 2024.

<sup>3</sup> « IMF Staff Completes 2024 Article IV Mission to the People's Republic of China », FMI, 28 mai 2024.

## 2. COMPTES EXTÉRIEURS

Les données du commerce extérieur relatives aux quatre premiers mois de l'année 2024 indiquent une reprise des échanges de biens et des investissements directs étrangers, une quasi-stagnation des recettes de voyages ainsi qu'une poursuite de la progression des transferts des MRE. Le déficit commercial s'est allégé de 1,4% à 90,7 milliards, résultat de hausses de 3,5% des exportations et de 1,6% des importations. Le taux de couverture s'est, en conséquence, amélioré à 62,4% au lieu de 61,2% sur la même période un an auparavant. En parallèle, les recettes de voyages se sont quasiment stabilisées, alors que les dépenses au même titre ont augmenté de 25,2%. Quant aux transferts des MRE, ils se sont accrus de 2,4% à 36,8 milliards de dirhams. Pour ce qui est des principales opérations financières, les recettes d'IDE ont augmenté de 24% à 13,1 milliards, alors que les dépenses d'investissements directs marocains à l'étranger ont subi une contraction de 27,9% à 6,5 milliards. Dans ces conditions, l'encours des avoirs officiels de réserves s'est établi, à fin avril 2024, à 358,6 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 9 jours d'importations de biens et services.

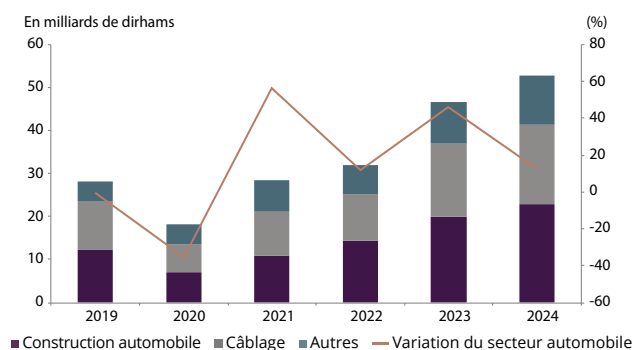
### 2.1 Balance commerciale

#### 2.1.1 Exportations

L'augmentation des exportations a été tirée principalement par la poursuite de la dynamique des ventes du secteur automobile avec une hausse de 12,8% à 52,7 milliards de dirhams. Cette évolution intègre des progressions de 13,9% à 22,9 milliards pour le segment de la construction automobile et de 10,8% à 18,6 milliards pour celui du câblage. De même, les expéditions du secteur aéronautique se sont améliorées de 17,3% à 8,3 milliards en lien principalement avec l'accroissement de celles du segment d'assemblage de 27,7% à 5,4 milliards de dirhams. De surcroît, les ventes des phosphates et dérivés ont affiché une augmentation de 4,7% à 25,2 milliards, tirée par celle de 7,4% des expéditions des engrais naturels et chimiques en lien avec la hausse des quantités exportées dans un contexte de baisse des prix des fertilisants. Pour les autres produits, les exportations de phosphates brut ont progressé de 12,2% à 2,6 milliards alors que celles de l'acide phosphorique ont reculé de 9,9% à 4 milliards de dirhams.

En revanche, les exportations du secteur « électronique et électricité » ont régressé de 9,7% à 5,3 milliards relatant le repli des expéditions des composantes électroniques de 25,7%. Dans le même sens, les ventes du secteur « textile et cuir » ont fléchi de 6% à 15,2 milliards, avec des diminutions de 5,6% pour les vêtements confectionnés et de 14,9% pour les chaussures, et celles de produits agricoles et agro-alimentaires ont reculé de 1,9% à 33,7 milliards, tirées par le reflux de 5,1% des exportations de l'industrie alimentaire.

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



Source : Office des Changes.

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

Secteurs/Segments	Janvier - avril		Variations	
	2024	2023	En valeur	En %
<b>Exportations</b>	<b>150 498</b>	<b>145 404</b>	<b>5 094</b>	<b>3,5</b>
<b>Automobile</b>	<b>52 719</b>	<b>46 757</b>	<b>5 962</b>	<b>12,8</b>
Construction	22 885	20 090	2 795	13,9
Câblage	18 640	16 820	1 820	10,8
Intérieur véhicules et sièges	3 035	2 514	521	20,7
<b>Aéronautique</b>	<b>8 328</b>	<b>7 098</b>	<b>1 230</b>	<b>17,3</b>
Assemblage	5 354	4 193	1 161	27,7
Système d'interconnexion de câblage électrique	2 937	2 873	64	2,2
<b>Phosphates et dérivés</b>	<b>25 234</b>	<b>24 101</b>	<b>1 133</b>	<b>4,7</b>
Engrais naturels et chimiques	18 656	17 373	1 283	7,4
Phosphates	2 625	2 340	285	12,2
Acide phosphorique	3 953	4 388	-435	-9,9
<b>Electronique et Electricité</b>	<b>5 293</b>	<b>5 862</b>	<b>-569</b>	<b>-9,7</b>
Composants électroniques	1 978	2 661	-683	-25,7
Appareils pour la coupure ou la connexion des circuits électriques et résistances	607	515	92	17,9
<b>Agriculture et Agro-alimentaire</b>	<b>33 691</b>	<b>34 340</b>	<b>-649</b>	<b>-1,9</b>
Industrie alimentaire	14 486	15 270	-784	-5,1
Agriculture, sylviculture, chasse	18 406	18 354	52	0,3
<b>Textile et Cuir</b>	<b>15 212</b>	<b>16 179</b>	<b>-967</b>	<b>-6,0</b>
Vêtements confectionnés	10 035	10 634	-599	-5,6
Articles de bonneterie	977	1 148	-171	-14,9
Chaussures	2 917	3 005	-88	-2,9
<b>Autres industries</b>	<b>8 534</b>	<b>9 232</b>	<b>-698</b>	<b>-7,6</b>
Métallurgie et travail des métaux	2 265	2 731	-466	-17,1
Industrie pharmaceutique	496	531	-35	-6,6
Industrie du plastique et du caoutchouc	525	445	80	18,0
<b>Autres extractions minières</b>	<b>1 486</b>	<b>1 835</b>	<b>-349</b>	<b>-19,0</b>
Minerai de zinc	69	209	-140	-67,0
Minerai de cuivre	396	472	-76	-16,1

Source : Office des Changes.

## 2.1.2 Importations

La reprise des importations intègre des évolutions différenciées par groupement de produits. En particulier, les acquisitions de biens d'équipements ont enregistré une hausse de 6,8% à 55,7 milliards, reflétant principalement des progressions de 57% des achats des véhicules utilitaires, de 21,6% pour les « appareils pour coupure ou connexion des circuits électroniques » et de 12,1% pour les moteurs à pistons. De même, les importations de biens de consommation se sont améliorées de 6,7% à 53,6 milliards de dirhams tirées par la hausse de 5,6% des achats de voitures de tourisme et de 9,1% de leurs parties et pièces. Quant aux acquisitions de demi-produits, elles se sont améliorées de 4,6% à 51,7 milliards en lien notamment avec l'accroissement des achats des « demi-produits en fer ou en aciers non alliés », passant de 0,5 milliards à 1,8 milliards.

En revanche, la facture énergétique s'est allégée de 8% à 39,3 milliards de dirhams, reflétant des reculs de 29,3% des achats de « gaz de pétrole et autres hydrocarbures » et de 33,5% de ceux des « houilles, cokes et combustibles solides similaires », alors que ceux de « gas-oils et fuel-oils » ont augmenté de 9,5%, sous l'effet d'une hausse de 12,5% des quantités importées. De même, les approvisionnements en produits alimentaires ont baissé de 2,5% à 30,1 milliards, reflétant notamment le repli des achats de tourteaux de 35,8% à 2,1 milliards et de maïs de 34,7% à 1,8 milliard. Quant aux acquisitions de produits bruts, elles ont diminué de 10,5% à 10,7 milliards.



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

Groupements d'utilisation	Janvier - avril		Variations	
	2024	2023	en valeur	en %
Importations	241 205	237 418	3 787	1,6
<b>Biens d'équipement</b>	<b>55 728</b>	<b>52 171</b>	<b>3 557</b>	<b>6,8</b>
Voitures utilitaires	3 437	2 189	1 248	57,0
Appareils pour coup. ou connex. des circuits électr.	5 419	4 457	962	21,6
Moteurs à pistons	5 751	5 129	622	12,1
<b>Produits finis de consommation</b>	<b>53 648</b>	<b>50 256</b>	<b>3 392</b>	<b>6,7</b>
Parties et pièces pour voitures de tourisme	10 976	10 064	912	9,1
Médicaments et autres produits pharmaceutiques	3 344	2 697	647	24,0
Voitures de tourisme	7 246	6 862	384	5,6
<b>Demi produits</b>	<b>51 657</b>	<b>49 396</b>	<b>2 261</b>	<b>4,6</b>
Demi-produits en fer ou en aciers non alliés	1 841	540	1 301	-
Fils, barres, et profilés en fer ou en aciers non alliés	1 611	1 020	591	57,9
<b>Produits alimentaires</b>	<b>30 063</b>	<b>30 840</b>	<b>-777</b>	<b>-2,5</b>
Tourteaux	2 112	3 289	-1 177	-35,8
Mais	1 829	2 801	-972	-34,7
Blé	7 106	7 274	-169	-2,3
Orge	1 344	609	735	-
<b>Produits bruts</b>	<b>10 662</b>	<b>11 912</b>	<b>-1 250</b>	<b>-10,5</b>
Huile de soja brute ou raffinée	1 883	2 622	-739	-28,2
Ferraille, déchets et autres minerais	1 214	1 551	-337	-21,7
Graines et fruits oléagineux	562	349	213	61,0
<b>Produits énergétiques</b>	<b>39 257</b>	<b>42 684</b>	<b>-3 427</b>	<b>-8,0</b>
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	7 167	10 140	-2 973	-29,3
Houilles, coques et combustibles solides similaires	4 554	6 850	-2 296	-33,5
Gas-oils et fuel-oils	20 462	18 684	1 778	9,5

Source : Office des Changes.

## 2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

Le solde excédentaire de la balance des services a reculé de 6,8% à 38,7 milliards, résultat d'accroissements de 15,7% à 45,9 milliards des importations et de 4,2% à 84,5 milliards des exportations.

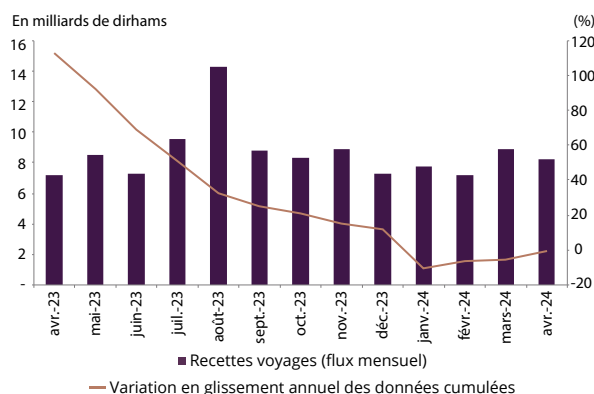
Tableau 2.3 : Balance des services (en millions de dirhams)

	Janvier - avril		Variation	
	2024	2023	en valeur	en %
Importations	45 858	39 635	6 223	15,7
Exportations	84 509	81 086	3 423	4,2
Solde	38 651	41 451	-2 800	-6,8

Source : Office des Changes.

En parallèle, les recettes de voyages se sont quasiment stabilisées à 31,9 milliards de dirhams, alors que les dépenses au même titre ont augmenté de 25,2% à 10 milliards.

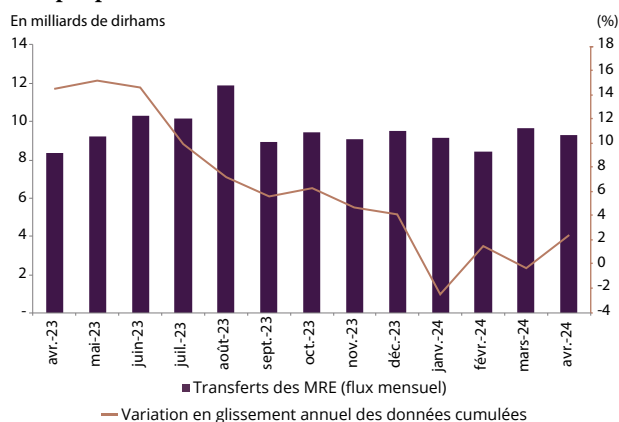
Graphique 2.2 : Évolution mensuelle des recettes voyages



Source : Office des Changes.

S'agissant des transferts des MRE, ils ont progressé de 2,4% à 36,8 milliards de dirhams.

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



Source : Office des Changes.

## 2.3 Compte financier

En ce qui concerne les principales opérations financières, le flux net des IDE a affiché une augmentation de 48,6% à 8,3 milliards, tirée par une hausse de 24% des recettes à 13,1 milliards, et dans une moindre mesure par la baisse de 3,1% des cessions. Quant aux investissements directs marocains à l'étranger, leur flux net s'est replié de 4,2 milliards, résultat d'une diminution de 2,5 milliards des dépenses et d'un accroissement de 1,7 milliard des recettes.

A fin avril 2024, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est établi à 358,6 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 9 jours d'importations de biens et services.

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

	Janvier - avril		Variation	
	2024	2023	en valeur	en %
<b>Investissements directs étrangers</b>	8 255	5 555	2 700	48,6
Recettes	13 128	10 584	2 544	24,0
Dépenses	4 873	5 029	-156	-3,1
<b>Investissements directs marocains à l'étranger</b>	15	4 255	-4 240	-99,6
Dépenses	6 460	8 965	-2 505	-27,9
Recettes	6 445	4 710	1 735	36,8

Source : Office des Changes.

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

Au premier trimestre 2024, les conditions monétaires ont été caractérisées par une quasi-stabilité des taux débiteurs et une dépréciation du taux de change effectif réel. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, son rythme au cours des 4 premiers mois de l'année est resté quasi-stable à 2,7% par rapport au dernier trimestre de 2023. Concernant les autres contreparties de la masse monétaire, les créances nettes sur l'administration centrale se sont repliées de 5,4% après un accroissement de 1,8%, et les avoirs officiels de réserves ont augmenté de 5% au lieu de 4,6%. Au total, la masse monétaire a progressé de 3,7% après 5,2% un trimestre auparavant.

Sur le marché immobilier, l'indice des prix des actifs a enregistré une hausse de 0,4% au premier trimestre 2024, recouvrant des accroissements de 2,6% pour les biens à usage professionnel et de 0,2% pour le résidentiel ainsi qu'une baisse de 0,1% pour le foncier. Pour sa part, le nombre de transactions a diminué de 13,8% globalement, de 17% pour les biens à usage professionnel, de 14,3% pour les biens résidentiels et de 10,4% pour les terrains.

Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI s'est apprécié de 7,6% au premier trimestre 2024 et le volume des transactions est revenu, d'un trimestre à l'autre, de 31,9 milliards de dirhams à 13,1 milliards. Dans ce contexte, la capitalisation boursière ressort en accroissement de 7,3% depuis le début de l'année à 671,6 milliards de dirhams.

#### 3.1 Conditions monétaires

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

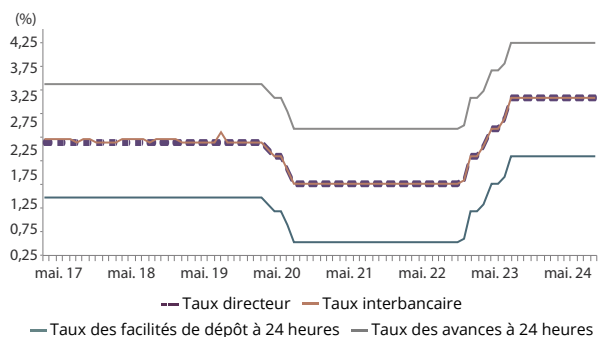
Le besoin en liquidité des banques s'est accentué à 111,6 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire au cours du premier trimestre 2024, contre 100,9 milliards un trimestre auparavant, résultat, en particulier, de l'expansion de la monnaie fiduciaire.

Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté ses injections à 123,9 milliards de dirhams après 114,9 milliards, dont 46,7 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 49,1 milliards à travers les opérations de pensions livrées et 28,1 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 passée de 51,2 jours à 63,2 jours et le taux interbancaire est demeuré aligné sur le taux directeur.

Les dernières données disponibles indiquent une légère atténuation du besoin de liquidité bancaire à 110,2 milliards en moyenne entre avril et mai 2024.

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



Au niveau du marché des bons du Trésor, les taux ont poursuivi leur baisse au cours du premier trimestre, aussi bien sur le marché primaire

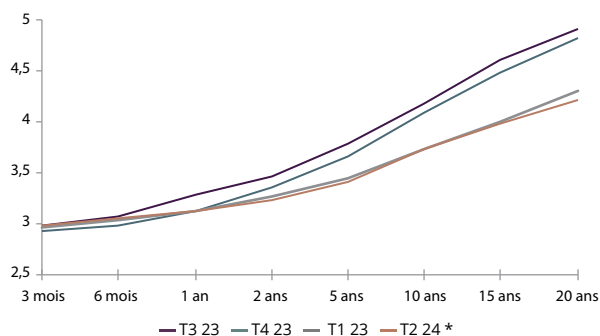
que secondaire, et ce, particulièrement pour les maturités longues. Durant les mois d'avril et mai, les taux se sont globalement stabilisés sur les deux compartiments.

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

	2023				2024	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2*
26 semaines	3,22	3,15	3,07	2,98	2,86	2,85
2 ans	3,80	3,79	3,49	3,38	3,25	3,22
5 ans	3,98	4,16	3,82	3,72	3,42	3,43
10 ans	4,38	4,55	4,20	4,14	3,79	3,74
15 ans	4,97	4,93	4,64	4,51	4,05	4,02

\*Moyenne observée en avril et mai 2024.

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

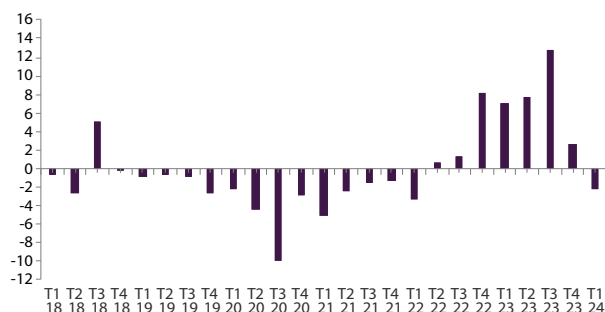


\*Moyenne observée en avril et mai 2024.

Concernant les taux des émissions des certificats de dépôt, ils se sont inscrits en légère hausse au premier trimestre 2024. Pour ce qui est des taux créditeurs, ceux appliqués aux dépôts à 6 mois ont connu des progressions trimestrielles de 7 points de base (pb) à 2,54% en moyenne, tandis que ceux à un an sont restés inchangés à 2,86%. En revanche, le taux minimum de rémunération des comptes sur carnet a été fixé pour le premier semestre de l'année 2024 à 2,73%, en repli de 25 pb par rapport au semestre précédent. Dans ces conditions, le coût de financement des banques<sup>1</sup> a enregistré une légère baisse de 2,3 pb 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.

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



Les dernières données disponibles relatives au mois d'avril 2024 indiquent une quasi-stabilité, d'un mois à l'autre, des taux des dépôts à 6 mois à 2,40% et une hausse de 14 pb à 2,96% pour ceux à 12 mois.

Tableau 3.2 : Taux créditeurs (en %)

	2023				2024	
	T1	T2	T3	T4	T1	Avril
6 mois	2,38	2,45	2,51	2,47	2,54	2,40
12 mois	2,69	2,97	2,63	2,86	2,86	2,96

S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au premier trimestre 2024 indiquent une quasi-stabilité d'un trimestre à l'autre du taux moyen global à 5,40%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les crédits aux particuliers ont augmenté de 15 pb à 6,09%, avec notamment une progression de 4 pb à 7,22% pour les prêts à la consommation et un recul de 2 pb à 4,81% pour ceux à l'habitat. S'agissant des taux appliqués aux crédits aux entreprises, ils ont baissé de 4 pb à 5,26% avec des replis de 5 pb à 5,30% pour les facilités de trésorerie, de 30 pb à 5,19% pour les prêts à la promotion immobilière ainsi qu'un accroissement de 21 pb à 5,11% pour les crédits à l'équipement.

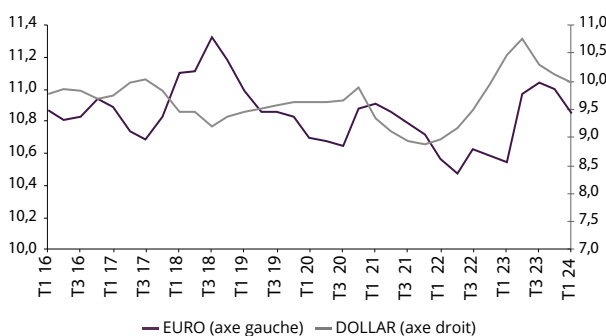
Tableau 3.3 : Taux débiteurs (en %)

	2022	2023				2024
	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Taux global	4,50	5,03	5,26	5,36	5,36	5,40
Particuliers	5,72	5,63	5,93	5,94	5,94	6,09
Crédits immobiliers	4,32	4,36	4,64	4,74	4,83	4,81
Crédits à la consommation	6,40	6,95	7,27	7,25	7,18	7,22
Entreprises	4,30	4,98	5,22	5,32	5,30	5,26
Crédits de trésorerie	4,19	4,98	5,28	5,31	5,35	5,30
Crédits à l'équipement	4,38	4,81	4,72	5,09	4,90	5,11
Crédits immobiliers	5,61	5,37	5,43	5,71	5,49	5,19

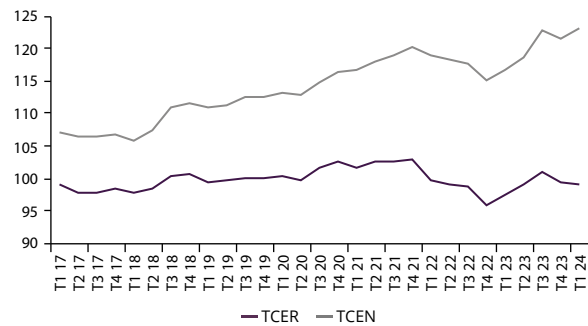
### 3.1.2 Marché des changes

Au cours du premier trimestre de 2024, l'euro s'est apprécié de 0,90% par rapport au dollar américain. Dans ce contexte, la valeur du dirham a augmenté de 0,47% vis-à-vis de l'euro et de 1,39% face au dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, le dirham s'est apprécié en particulier de 10,06% par rapport à la livre turque, de 1,28% face au réal brésilien et de 0,89% contre le yuan chinois. En conséquence, et tenant compte de l'évolution du différentiel d'inflation par rapport aux partenaires et concurrents commerciaux du Maroc, le taux de change effectif s'est apprécié de 1,19% en termes nominaux et s'est déprécié de 0,54% 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 les transactions en devises, le volume moyen des opérations au comptant des banques avec la clientèle a enregistré, au cours du premier trimestre 2024, des accroissements annuels de 8,4% à 33,7 milliards de dirhams pour les ventes et de 8,4% à 34,4 milliards pour les achats. S'agissant des opérations à terme, elles ont enregistré des baisses de 19,4% à 13,8 milliards en moyenne pour les achats et de 14,2% à 3,3 milliards pour les ventes.

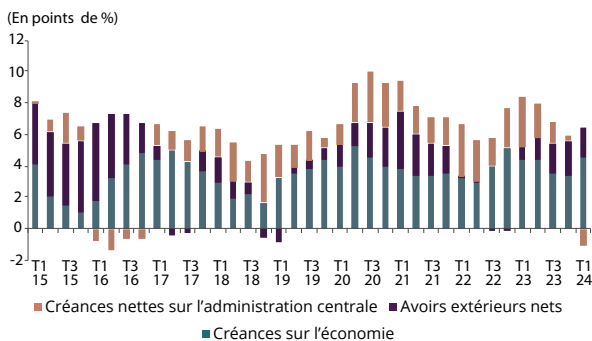
### 3.1.3 Situation monétaire

L'agrégat M3 s'est accru de 3,7% au premier trimestre 2024 après 5,2% un trimestre auparavant. Cette évolution traduit une accentuation du repli des titres des OPCVM monétaires de 2% à 15,7% et une décélération de la progression de la circulation fiduciaire à 10,2% après 11,4%. Dans le même sens, le rythme d'accroissement des dépôts à vue est revenu de 7,7% à 7,1%, en lien notamment avec le ralentissement de la hausse de ceux des ménages à 5,8% après 6,4%.

Concernant les dépôts à terme, ils ont connu une atténuation de leur recul de 8,8% à 7,2%, traduisant en particulier une baisse de 12,3% de ceux des entreprises privées après celle de 15,3% un trimestre auparavant. De même, les dépôts en devises ont enregistré un repli de 0,5% après celui de 15,5%.

Par principales contreparties, le ralentissement de la progression de la masse monétaire reflète le recul des créances nettes sur l'administration centrale de 5,4% après une hausse de 1,8%, tandis que le rythme d'augmentation du crédit bancaire est passé de 5,2% à 6% et celui des avoirs officiels de réserve de 4,6% à 5%.

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



**Graphique 3.7 : Crédit bancaire (variation en glissement annuel)**



En particulier, le rythme de progression du crédit au secteur non financier a décéléré de 2,8% à 2,6%, résultat du ralentissement des accroissements des prêts accordés aux entreprises publiques de 31,1% à 22,7% et des crédits aux ménages de 1,9% à 1,2%. Quant aux prêts aux entreprises privées, ils ont augmenté de 0,4% après un repli de 0,3% enregistré le trimestre précédent.

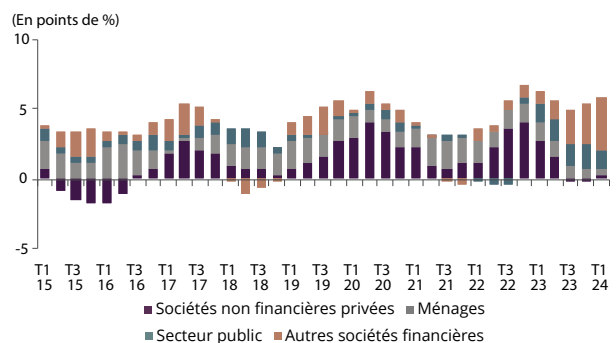
La décélération de la progression du crédit aux entreprises publiques reflète en particulier le ralentissement du rythme de croissance des facilités de trésorerie de 68,6% à 49,7%.

Concernant les prêts aux ménages, les concours aux entrepreneurs individuels ont reculé de 5,6% après une augmentation de 2,1%, alors que la hausse des prêts destinés aux particuliers est restée stable à 1,9%, avec une décélération de 1,9% à 1,5% pour les crédits à l'habitat et une quasi-stagnation à 0,5% de la progression de ceux à la consommation.

Quant à l'évolution des prêts aux entreprises privées, elle résulte de l'atténuation de la baisse des facilités de trésorerie de 10,2% à 7,6%, alors que le crédit à l'équipement s'est accru de 4,6% après 5,5%.

Par branche d'activité, les données relatives au premier trimestre 2024 indiquent une accentuation des replis des crédits aux « Industries manufacturières diverses » de 5,8% à 7,1% et aux « Industries alimentaires et tabac » de 2,4% à 5%. A l'inverse, les concours aux entreprises du « Bâtiment et travaux publics » et de l'« électricité, gaz et eau » se sont améliorés respectivement de 21,7% et 26,9% au lieu de 4,9% et 24,8% le trimestre précédent.

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

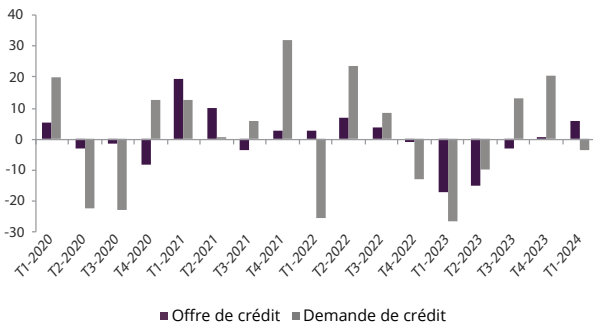


S'agissant des créances en souffrance, elles se sont accrues de 5,4% et leur ratio à l'encours du crédit bancaire est resté inchangé à 8,7% d'un trimestre à l'autre. Elles ont augmenté de 5,3% pour les entreprises non financières privées et de

5,4% pour les ménages avec des ratios respectifs de 12,9% et 10,1%.

Les dernières données relatives au mois d'avril 2024 indiquent une croissance annuelle du crédit bancaire de 6%, traduisant des accroissements de 2,7% du crédit au secteur non financier et de 28,1% des prêts accordés aux autres sociétés financières.

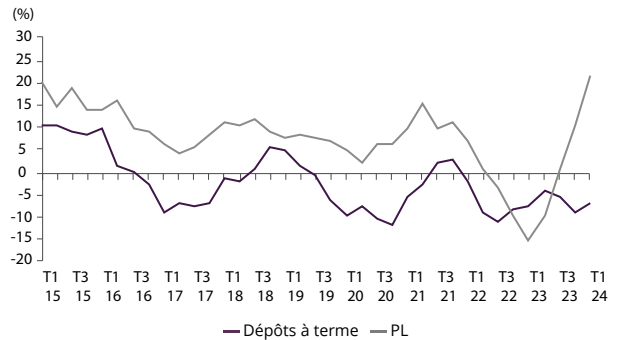
**Graphique 3.9 : Offre et demande de crédit (Indice de diffusion)**



Pour ce qui est des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils ont progressé de 5,2% au premier trimestre 2024. Cette évolution est le résultat notamment des améliorations de 7,9% des crédits accordés par les sociétés de financement et de 3,4% des prêts consentis par les associations de microcrédit, alors que les concours des banques offshore ont diminué de 8,1%.

Concernant les agrégats de placements liquides, ils ont enregistré une augmentation de 21,3% après celle de 10,2% un trimestre auparavant reflétant des accélérations des rythmes d'accroissement des titres des OPCVM obligataires de 16,8% à 34,5%, des bons du Trésor de 7,9% à 15,5%, et des titres des OPCVM actions et diversifiés de 6,3% à 21,6%.

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



## 3.2 Prix des actifs

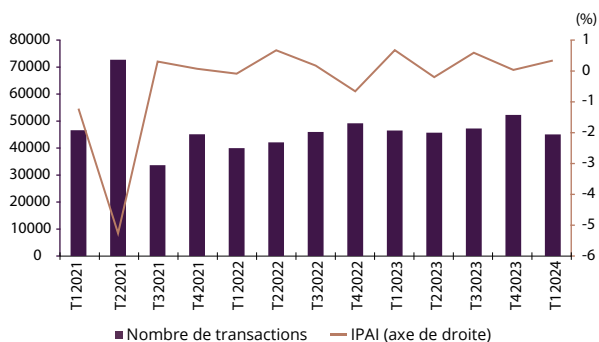
### 3.2.1 Actifs immobiliers

Au premier trimestre de 2024, l'indice des prix des actifs immobiliers a enregistré une hausse de 0,4%, recouvrant des augmentations de 2,6% pour les biens à usage professionnel et de 0,2% pour le résidentiel ainsi qu'une baisse de 0,1% pour le foncier. Pour leur part, les transactions ont diminué de 13,8% globalement, de 17% pour les biens à usage professionnel, de 14,3% pour les biens résidentiels et de 10,4% pour les terrains.

Les évolutions des prix par principales villes ont été différenciées. Des hausses allant de 0,1% à 1,3% ont été observées dans quatre villes (Fès, Casablanca, Rabat et Agadir), des baisses variant de 0,2% à 2,2% dans quatre autres (Marrakech, Kénitra, Meknès et Oujda), alors qu'à Tanger et El Jadida, les prix sont restés quasi-stables.

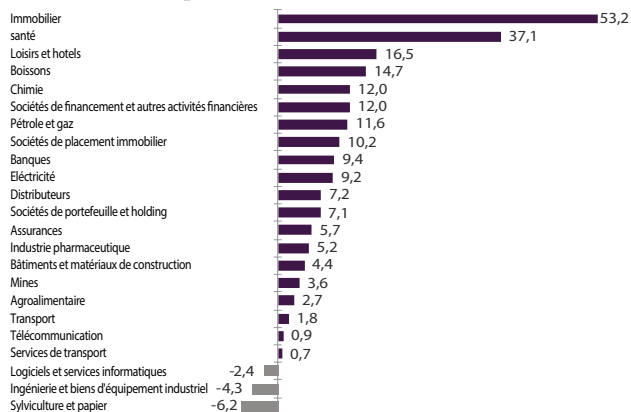
S'agissant des ventes, hormis Fès qui a connu une hausse de 14%, toutes les autres principales villes ont affiché des reculs avec des taux variant de 8,9% à Kénitra à 28,4% à Marrakech.

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



Sources : BAM et ANCFCC.

**Graphique 3.13 : Evolution des indices sectoriels au premier trimestre 2024 (en %)**



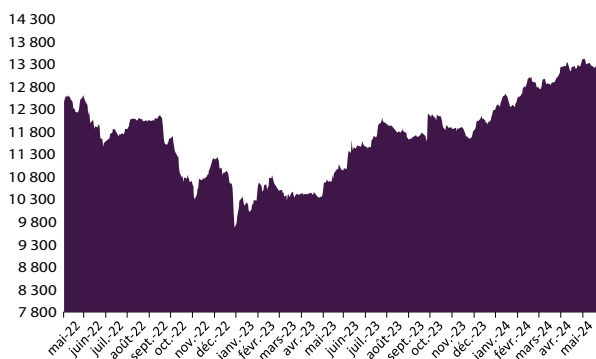
Source : Bourse de Casablanca.

## 3.2.2 Actifs financiers

### 3.2.2.1 Actions

Au cours du premier trimestre de 2024, le MASI s'est apprécié de 7,6%. Cette évolution reflète principalement les progressions des indices sectoriels de la « participation et promotion immobilière » de 53,2%, des « sociétés de placement immobilier » de 10,2% et des banques de 9,4%. A l'inverse ceux relatifs aux secteurs de « sylviculture et papier » et de « matériels, logiciels et services informatiques » ont diminué de 6,2% et 2,4% respectivement.

**Graphique 3.12 : Evolution de l'indice MASI**



Source : Bourse de Casablanca.

Pour ce qui est du volume des échanges, il est revenu d'un trimestre à l'autre de 31,9 milliards de dirhams à 13,1 milliards, en liaison principalement avec la forte baisse des échanges sur le marché des blocs où le chiffre d'affaires s'est établi à 270,6 millions après 17,6 milliards. Dans ce contexte, la capitalisation boursière s'est accrue depuis le début de l'année de 7,3% à 671,6 milliards de dirhams.

Les dernières données disponibles font ressortir un léger recul mensuel du MASI de 0,1% en mai, après une hausse de 2,4% en avril, soit une performance depuis le début de l'année de 10,1%. Ce dernier repli mensuel reflète les baisses des indices des secteurs des « sociétés de placement immobilier » de 7,3%, de la santé de 6,4% et des distributeurs de 3,1%. En revanche, ceux relatifs aux secteurs des mines et des banques ont augmenté de 3,7% et 2,5% respectivement. S'agissant du volume des transactions, il est passé de 10,5 milliards de dirhams en avril à 12,5 milliards en mai, dont 7,1 milliards réalisé sur le marché des blocs et 5,4 milliards sur celui central. Dans ce contexte la capitalisation boursière a atteint 692,7 milliards, en accroissement de 10,6% depuis décembre 2023.

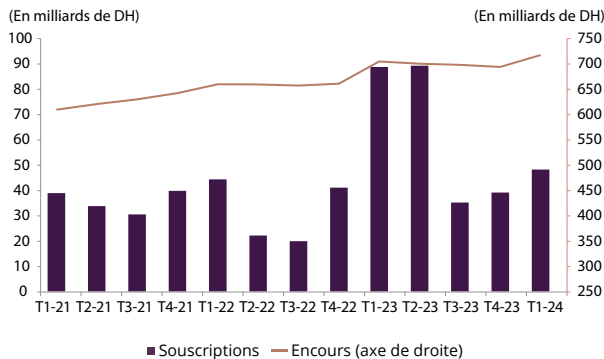


### 3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les émissions du Trésor sur le marché intérieur se sont élevées à 48,7 milliards de dirhams au premier trimestre 2024 après 39,5 milliards le trimestre précédent. Ces dernières ont porté à hauteur de 66% sur des maturités longues, de 31% sur celles moyennes et de 3% sur celles courtes. Tenant compte des remboursements d'un montant de 25,2 milliards, l'encours des bons du Trésor a atteint 722,9 milliards, en hausse de 3,4% d'un trimestre à l'autre.

Les dernières données disponibles font ressortir une baisse des émissions de bons de Trésor à 13,7 milliards de dirhams en avril. Celles-ci ont porté à hauteur de 50% sur des maturités longues, de 44% sur celles moyennes et de 6% sur celles courtes. Compte tenu des remboursements d'un montant de 14,7 milliards, l'encours des bons du Trésor a atteint 722 milliards, en accroissement de 3,2% depuis décembre 2023.

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



Source : BAM.

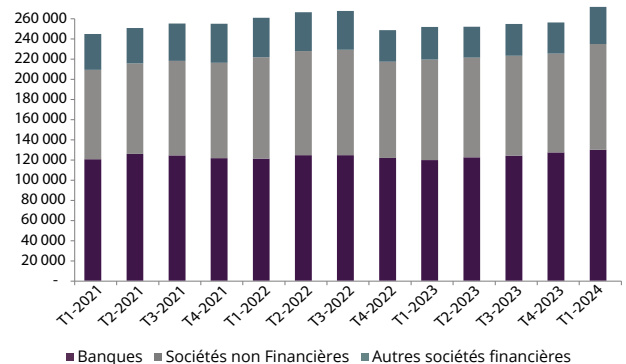
### 3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions ont augmenté de 2,6% à 23,9 milliards de dirhams au premier trimestre 2024. Les banques ont levé un montant de 12,6 milliards contre 12,8 milliards le trimestre précédent et les sociétés non financières, 8,1 milliards au lieu de 5,3 milliards.

Par instrument, les émissions des titres de créances négociables ont progressé, d'un trimestre à l'autre, de 63,4% à 22,4 milliards dont 12,6 milliards sous forme de certificats de dépôts, 3,2 milliards de bons de sociétés de financement et 6,6 milliards de billets de trésorerie. Pour leur part, les émissions des obligations se sont établies à 1,5 milliard effectuées par les sociétés non financières.

Les dernières données disponibles montrent un repli des émissions de dette privée à 5,9 milliards en avril 2024, après 9,5 milliards en mars. Compte tenu des remboursements, l'encours de ces titres a atteint 268,1 milliards de dirhams, en hausse de 4,8% depuis décembre 2023.

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



Source : Maroclear et calculs BAM.

### 3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Durant le premier trimestre 2024, les souscriptions aux titres des OPCVM ont baissé de 17,3% à 279,8 milliards et les rachats de 20,8% à 274,5 milliards, soit une collecte nette de 5,3 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 0,9% pour les fonds obligataires à court terme à 6,5% pour les OPCVM actions.

Les dernières données du mois de mai<sup>2</sup> indiquent une augmentation de 10,1% de l'actif net des OPCVM depuis le début de l'année à 616,5 milliards de dirhams, incluant des hausses des encours de 8,3% pour les fonds diversifiés, de 8,5% pour les obligataires, de 10,4% pour les OPCVM actions, de 15,7% pour les fonds monétaires et de 38,7% pour ceux contractuels.

---

<sup>2</sup> Données arrêtées au 24 mai 2024.

## 4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exécution budgétaire au titre des cinq premiers mois de 2024 fait ressortir un allègement du déficit budgétaire à 17,6 milliards de dirhams, favorisé par la bonne performance des recettes fiscales qui ont progressé de 13,9% alors que celles non fiscales ont reculé de 22,9%. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 2,9% à 144 milliards, traduisant essentiellement un accroissement de 3,1% de celles de biens et services, tandis que les charges de compensation et des intérêts de la dette se sont repliées de 9,3% et 0,8% respectivement. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 7,7 milliards, au lieu d'un déficit de 3 milliards un an auparavant. Pour sa part, l'investissement a connu une diminution de 5,3% à 36,1 milliards, portant les dépenses globales à 180,1 milliards, en augmentation de 1,2%. De son côté, le solde positif des comptes spéciaux du Trésor a régressé de 33,2% à 10,8 milliards.

Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 5,2 milliards, le déficit de caisse s'est atténué à 22,8 milliards, contre 26,6 milliards à fin mai 2023. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures nettes de 15,1 milliards et par un flux net extérieur positif de 7,8 milliards de dirhams. Ainsi, l'encours de la dette publique directe se serait accru de 4,1% à fin mai 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 mai 2024 fait ressortir un accroissement de 10,8% à 151,6 milliards des recettes ordinaires, avec une progression de 13,9% à 139,9 milliards des rentrées fiscales, tirées principalement par les produits de l'IS et de la TVA, et un recul de 22,9% à 9,5 milliards de celles non fiscales.

Les recettes des impôts directs se sont améliorées de 12,2% à 55 milliards de dirhams, recouvrant des augmentations de 16,3% à 28,2 milliards du produit de l'IS et de 7,8% à 25,2 milliards des rentrées de l'IR. Cette évolution incorpore des hausses de 0,5 milliard des recettes générées par l'IR sur salaires, de 0,4 milliard de l'IR sur les profits fonciers et de 0,3 milliard des produits de placements à revenu fixe. Quant à la hausse de l'IS, elle résulte essentiellement des accroissements des recettes du complément de régularisation de 2,3 milliards,

du premier acompte de 0,7 milliard et de l'IS retenu à la source sur les produits des actions, des placements à revenu fixe et des rémunérations allouées à des tiers de 0,9 milliard.

Pour ce qui est des recettes des impôts indirects, elles ont drainé 67,5 milliards, en progression de 15,8%, traduisant celles de 17,3% à 54,3 milliards des rentrées de la TVA et de 10% à 13,3 milliards de celles de la TIC. L'évolution de cette dernière taxe recouvre en particulier une hausse de 15,2% à 7,3 milliards des TIC sur les produits énergétiques. L'amélioration de la TVA reflète les appréciations de 35,7% à 20,6 milliards de dirhams des recettes de la TVA à l'intérieur, compte tenu des remboursements de 4,3 milliards contre 4,7 milliards un an auparavant, et de 8,3% à 33,6 milliards des recettes de la TVA à l'importation.

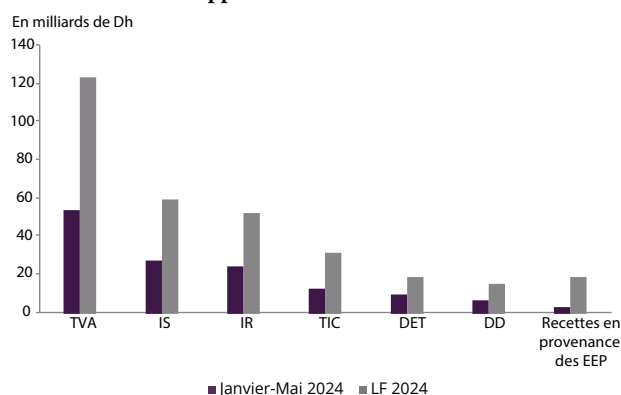
Tableau 4.1 : Recettes ordinaires  
(en milliards de dirhams)\*

	Jan.- Mai 2023	Jan.- Mai 2024	Var. en %	LF 2024	Réalisation par rapport à la LF (en %)
Recettes ordinaires	136,9	151,6	10,8	371,7	40,8
Recettes fiscales	122,8	139,9	13,9	308,0	45,4
- Impôts directs	49,0	55,0	12,2	116,9	47,0
Dont IS	24,2	28,2	16,3	59,9	47,0
IR	23,4	25,2	7,8	52,7	47,8
- Impôts indirects	58,3	67,5	15,8	156,1	43,3
TVA*	46,3	54,3	17,3	124,2	43,7
TIC	12,1	13,3	10,0	31,9	41,6
- Droits de douane	5,9	7,4	24,4	15,7	47,0
- Enregistrement et timbre	9,5	10,0	4,9	19,3	52,0
Recettes non fiscales	12,4	9,5	-22,9	60,3	15,8
- Recettes en provenance des EEP	3,0	3,8	27,3	19,5	19,3
- Autres recettes	9,4	5,8	-38,6	40,8	14,1
Mécanismes de financement innovants	5,0	0,0	0,0	35,0	0,0
Recettes des CST	1,7	2,2	26,6	3,5	62,6

\* 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 renforcées de 24,4% à 7,4 milliards et des droits d'enregistrement et de timbre de 4,9% à 10 milliards.

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



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

Note :

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

Quant aux recettes non fiscales, leur évolution reflète des encaissements de 5,8 milliards au titre de la rubrique des autres recettes, contre de 9,4 milliards à fin mai 2023, incluant 5 milliards de recettes des financements innovants. Celles provenant des établissements et entreprises publics (EEP) ont totalisé 3,8 milliards, au lieu de 3 milliards un an auparavant, versées principalement par Bank Al-Maghrib à hauteur de 2,4 milliards, contre 526 millions, et par l'Agence de la Conservation Foncière pour 1 milliard, au lieu de 2 milliards.

## 4.2 Dépenses

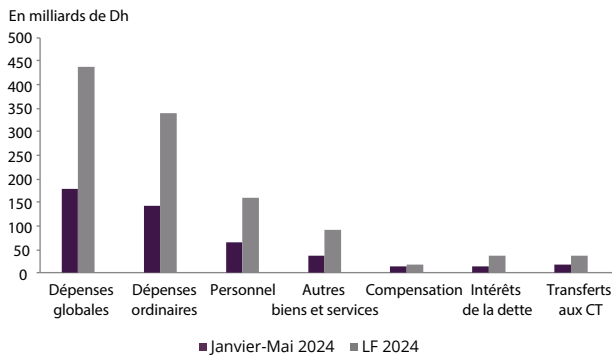
Les dépenses globales se sont alourdies de 1,2% à 180,1 milliards à fin mai 2024, recouvrant un accroissement de 2,9% à 144 milliards de celles ordinaires et une régression de 5,3% à 36,1 milliards de celles d'investissement. Les dépenses de biens et services se sont élevées à 102,4 milliards, en hausse de 3,1%, résultat des augmentations de 3,5% à 65,7 milliards de la masse salariale et de 2,5% à 36,6 milliards des dépenses au titre des autres biens et services. Ces dernières tiennent compte des transferts d'un montant de 19,7 milliards aux EEP et de 2,6 milliards aux comptes spéciaux du Trésor, en baisse de 0,6 milliard et 4,2 milliards respectivement. Concernant l'évolution de la masse salariale, la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel s'est accrue de 2,8% à 54,7 milliards, résultat de la progression de 3,6% de sa composante structurelle et du recul de 7,7 à 3,5 milliards des rappels.

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

	Jan.- Mai 2023	Jan.- Mai 2024	Var. en %	LF 2024	Exécution par rapport à la LF (en %)
Dépenses globales	178,1	180,1	1,2	444,7	40,5
Dépenses ordinaires	139,9	144,0	2,9	344,3	41,8
Biens et services	99,3	102,4	3,1	252,8	40,5
Personnel	63,5	65,7	3,5	161,6	40,7
Autres biens et services	35,8	36,6	2,5	91,2	40,2
Intérêts de la dette	12,5	12,4	-0,8	37,2	33,2
Compensation	14,2	12,9	-9,3	17,0	76,2
Transferts aux CT	13,9	16,3	17,3	37,2	43,7
Investissement	38,2	36,1	-5,3	100,4	36,0

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

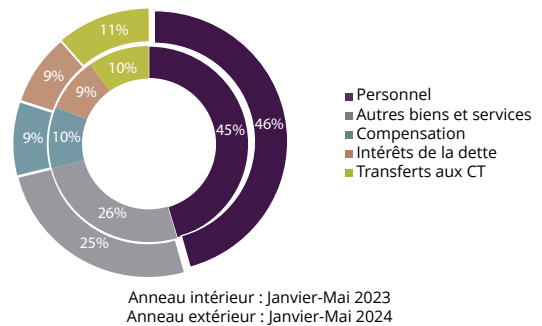
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

S'agissant des charges en intérêts de la dette, elles ont diminué de 0,8% à 12,4 milliards, recouvrant un recul de 19,7% à 8,1 milliards de celles sur la dette intérieure et un rebond de 78,9% à 4,3 milliards de celles sur la dette extérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires

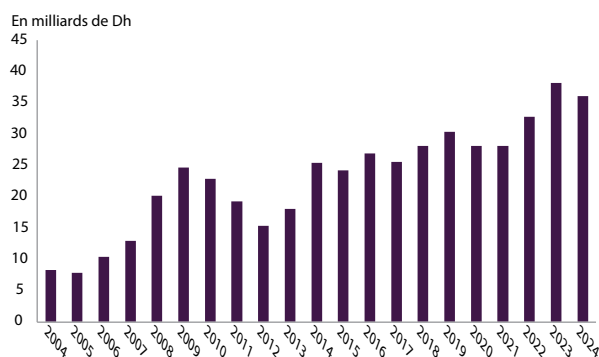


Sources : Données MEF (DTFE) et retraitement TVA par BAM.

Les charges de compensation se sont repliées de 9,3% à 12,9 milliards, soit un taux d'exécution de 76,2% par rapport à la LF. Ce résultat reflète les régressions d'un milliard de dirhams à 7,5 milliards de la charge allouée au gaz butane, de 1,6 milliard à 0,9 milliard de celle de la farine nationale de blé tendre, alors que la subvention du sucre a augmenté de 0,7 milliard à 2,9 milliards. Pour sa part, le soutien accordé aux professionnels du secteur du transport routier s'est élevé à 1,6 milliard de dirhams, contre 1 milliard un an auparavant. Il est à noter qu'une décompensation partielle du gaz butane a été opérée à partir de 20 mai 2024 et a porté sur une réduction de 2,5 dirhams pour la subvention de la bonbonne de 3 kg et de 10 dirhams pour celle de 12 kg.

De leur côté, les dépenses d'investissement ont régressé de 5,3% à 36,1 milliards, soit un taux d'exécution de 36% par rapport aux prévisions d'émissions de la LF. Elles incorporent un accroissement de 27,2% à 21,4 milliards des dépenses des Ministères.

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

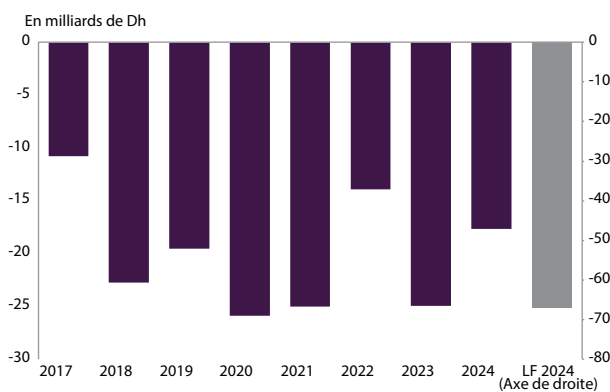


Source : MEF (DTFE).

### 4.3 Déficit et financement du Trésor

Tenant compte de l'évolution des recettes et des dépenses ainsi que du solde des comptes spéciaux du Trésor, la situation des charges et ressources du Trésor s'est soldée par une atténuation du déficit budgétaire, revenant d'une année à l'autre de 24,9 milliards à 17,6 milliards. Par ailleurs, le Trésor a réduit son stock des opérations en instance d'un montant de 5,2 milliards, contre 1,7 milliard, portant ainsi le déficit de caisse à 22,8 milliards, au lieu de 26,6 milliards à fin mai 2023.

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



Source : MEF (DTFE).

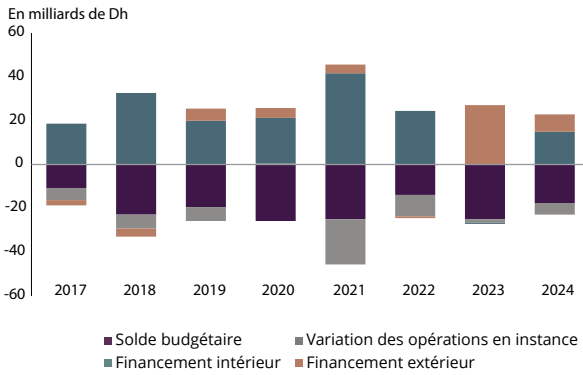
Le besoin de financement du Trésor a été couvert par des ressources intérieures nettes de 15,1 milliards et par un flux net extérieur positif de 7,8 milliards de dirhams. Celui-ci recouvre des tirages bruts à hauteur de 12,1 milliards, contre 31,6 milliards un an auparavant, dont 5,4 milliards auprès de la Banque mondiale et 3,3 milliards auprès du FMI.

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

	Jan.-Mai 2023	Jan.-Mai 2024	LF 2024
Solde ordinaire	-3,0	7,7	27,5
Solde des CST	16,2	10,8	6,0
Solde primaire	-12,5	-5,3	-29,7
<b>Solde budgétaire</b>	<b>-24,9</b>	<b>-17,6</b>	<b>-67,0</b>
Variation des opérations en instance	-1,7	-5,2	0,0
<b>Besoin de financement</b>	<b>-26,6</b>	<b>-22,8</b>	<b>-67,0</b>
Financement intérieur	-0,5	15,1	10,8
Financement extérieur	27,2	7,8	51,1
Cession des participations de l'Etat	0,0	0,0	5,0

Sources : Données MEF (DTFE).

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a permis de mobiliser un montant net de 31,2 milliards contre 34,2 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont porté notamment sur les bons à 10 ans pour un montant de 10,5 milliards, ceux à 30 ans à hauteur de 10,3 milliards, les bons à 15 ans pour un montant de 8,4 milliards et ceux à 2 ans pour 6,4 milliards. En parallèle, les remboursements nets ont été réalisés sur les bons à 52 semaines pour un montant de 11,3 milliards et sur ceux à 26 semaines pour 1,3 milliard.

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


Source : MEF (DTFE).

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

S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, les données arrêtées à fin mai indiquent une diminution des taux moyens pondérés par rapport à la même période en 2023. Pour les maturités moyennes et courtes, les baisses ont atteint 68 pb à 3,43% pour les bons à 5 ans, 61 pb à 3,24% pour les bons de 2 ans, 47 pb à 2,98% pour ceux à 52 semaines, 34 pb à 2,86% pour ceux de 26 semaines et 20 pb à 2,87% pour les bons à 13 semaines. De même, pour les maturités longues, les taux ont reculé de 96 pb à 4,04% pour les bons de 15 ans, de 77 pb à 4,31% pour ceux de 20 ans, de 70 pb à 3,77% pour les bons de 10 ans et de 61 pb à 4,98% pour ceux de 30 ans.

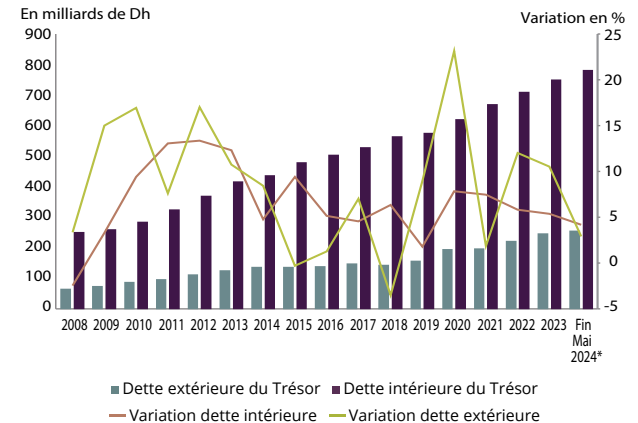
**Tableau 4.4 : Endettement du Trésor  
(en milliards de dirhams)**

	2019	2020	2021	2022	2023	Fin mai 2024*
Dette extérieure du Trésor	161,6	199,7	203,8	228,9	253,6	261,4
Var en %	9,2	23,6	2,0	12,3	10,8	3,1
Dette intérieure du Trésor	585,7	632,9	681,5	722,9	763,0	796,6
Var en %	1,9	8,1	7,7	6,1	5,6	4,4
Encours de la dette directe	747,3	832,6	885,3	951,8	1 016,7	1 058,0
Var en %	3,4	11,4	6,3	7,5	6,8	4,1

Source : MEF (DTFE).

\* Pour la dette à fin mai 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 4,1% à fin mai 2024 comparativement à son niveau à fin décembre 2023, avec des hausses de 4,4% de sa composante intérieure et de 3,1% de celle extérieure.

**Graphique 4.7 : Endettement du Trésor**


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

## 5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHE DU TRAVAIL

En dépit d'un environnement externe difficile et de conditions climatiques défavorables, la croissance économique s'est située à 3,4% en 2023 après 1,5% en 2022. Cette évolution est le résultat d'une amélioration de 3,5% après 3,4% de la valeur ajoutée des activités non agricoles et d'un léger redressement de 1,4%, après une contraction de 11,3%, de celle agricole. Du côté de la demande, sa composante intérieure a contribué à la croissance à hauteur de 3,6 points de pourcentage alors que celle extérieure a marqué une participation négative de 0,2 point.

Au premier semestre 2024, et sous l'effet de la poursuite de conditions climatiques défavorables, la valeur ajoutée agricole diminuerait de 6,7% en moyenne, alors que le rythme des activités non agricoles s'accélérait à 3,7% et la croissance devrait ressortir à 2,8%.

Sur le marché du travail, la situation a été marquée au premier trimestre 2024 par une nouvelle perte de 80 mille postes après 280 mille un an auparavant, avec une baisse de 206 mille dans l'agriculture et une création de 122 mille dans les activités non agricoles dont plus de la moitié dans les services. Le taux d'activité a de nouveau reculé, revenant de 43,1% à 42,6%, et le taux de chômage a augmenté de 12,9% à 13,7%.

### 5.1 Demande intérieure

#### 5.1.1 Consommation

Après une stagnation en 2022, la consommation des ménages a progressé de 3,7% en 2023, et sa contribution à la croissance est ressortie ainsi positive de 2,3 points de pourcentage.

Au premier semestre de 2024, ce raffermissement devrait se poursuivre à la faveur du recul de l'inflation, du maintien des transferts MRE à un niveau élevé et de l'amélioration de l'emploi dans les secteurs non agricoles.

S'agissant de la consommation des administrations publiques, les réalisations au titre de l'année 2023 font ressortir une progression de 4,1%, après 3%, portant sa participation à la croissance de 0,6 point de pourcentage à 0,8 point.

Au cours du premier semestre de 2024, elle devrait maintenir sa tendance haussière en liaison, notamment, avec l'accroissement des dépenses de fonctionnement.

#### 5.1.2 Investissement

L'investissement s'est redressé de 1,5% en 2023 après un repli de 6% un an auparavant, et sa contribution à la croissance est passée de -1,8 point à 0,4 point de pourcentage.

En termes de perspectives, l'investissement devrait s'accélérer, favorisé par les grands chantiers et programmes publics relatifs au plan de reconstruction post-séisme, aux travaux liés à l'accueil de grands événements sportifs internationaux ainsi que l'opérationnalisation du nouveau programme d'aide directe au logement.

Les indicateurs infra-annuels disponibles à fin avril confirment ce mouvement haussier de l'investissement, comme en témoigne les accroissements de 6,8% des importations de biens d'équipement et de 10,6% des crédits à l'équipement. De même, les ventes de ciments se sont améliorées de 7,3% à fin mai.



## 5.2 Demande extérieure

La contribution à la croissance des exportations nettes en volume est ressortie négative en 2023 de l'ordre de 0,2 point de pourcentage contre une participation positive de 2,8 points, les exportations de biens et services ayant décéléré de 20,5% à 8,8% et les importations de 9,5% à 7,4%.

Au premier semestre 2024, les exportations de biens et services, en volume, devraient s'accroître à un rythme plus rapide que celui enregistré un an auparavant, favorisé par l'amélioration des expéditions des phosphates et dérivés et du secteur automobile.

En parallèle, la progression des importations devrait s'accroître, reflétant celle des acquisitions de biens d'équipement, des achats de biens finis de consommation et des approvisionnements en céréales ainsi que des importations d'animaux vivants destinés à l'abattage dans un contexte marqué par une mauvaise campagne agricole.

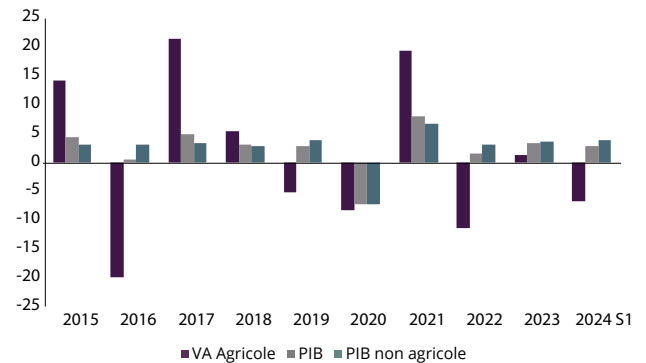
## 5.3 Offre globale

En 2023, la croissance économique s'est accélérée, passant à 3,4% au lieu de 1,5% un an auparavant, résultat d'une amélioration de 3,5% de la valeur ajoutée des activités non agricoles et d'une légère hausse de 1,4% de celle agricole pâtissant de la succession d'années de sécheresse et du stress hydrique.

Au premier semestre 2024, le PIB devrait s'accroître en moyenne de 2,8%. La valeur ajoutée agricole se contracterait de 6,7%, sous l'effet de conditions climatiques défavorables avec notamment une récolte céréalière estimée, par le Département de l'Agriculture, à 31,2 millions de quintaux (MQx) en repli de 43,3% par rapport à la campagne précédente. Pour les activités non agricoles, elles enregistreraient une progression de 3,7%, avec

notamment la poursuite du redressement de l'activité dans les industries manufacturières, extractives et dans le BTP, la reprise dans la branche « hébergement et restauration », et une accélération du rythme des services non marchands à la faveur de la hausse des dépenses du personnel.

**Graphique 5.1 : PIB par composante (aux prix de l'année précédente, variation en %, en glissement annuel, base 2014)**



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

## 5.4 Marché du travail et capacités de production

### 5.4.1 Activité et emploi

Entre le premier trimestre 2023 et la même période de 2024, la situation du marché du travail a été caractérisée par une quasi-stabilité du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à près de 12 millions de personnes. Cette évolution recouvre une diminution de 2,7% dans les campagnes et une hausse de 1,8% dans les villes.

Compte tenu d'un accroissement de 1,4% de la population en âge de travailler, le taux d'activité a régressé de 0,5 point à 42,6% au niveau national, de 1,4 point à 45,6% dans les zones rurales et de 0,1 point à 41,1% en milieu urbain.

En parallèle, l'économie nationale a accusé une perte de 80 mille emplois, après celle de 280 mille un an auparavant, et la population active occupée a

ainsi diminué de 0,8% à 10,3 millions de personnes. A l'exception de l'agriculture qui a enregistré une baisse de 206 mille emplois, les autres secteurs ont affiché des créations s'élevant à 63 mille dans les services, à 34 mille dans l'industrie y compris l'artisanat et à 25 mille dans le BTP.

#### 5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population au chômage s'est accrue de 6,2% pour s'établir à près de 1,6 million de personnes, et le taux de chômage a augmenté de 12,9% à 13,7% au niveau national, de 17,1% à 17,6% en milieu urbain et de 5,7% à 6,8% en zones rurales. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, le taux a connu une hausse de 0,6 point à 35,9% globalement et de 1,3 point à 20,2% dans les campagnes, alors qu'il a reculé de 1,9 point à 47,7% dans les villes.

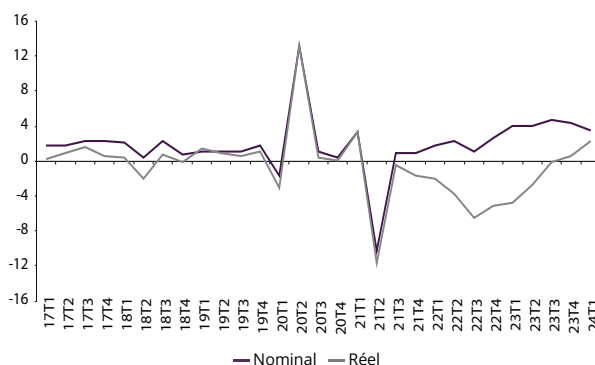
Parallèlement, le taux de sous-emploi<sup>1</sup> s'est stabilisé à 10,3% au niveau national, avec un léger repli de 0,1 point à 9,1% en milieu urbain et un accroissement de 0,4 point à 12,5% en zones rurales.

#### 5.4.3 Productivité et salaires

Dans les activités non agricoles, la productivité apparente du travail, appréhendée par le ratio de la valeur ajoutée à l'emploi, se serait améliorée de 2,2% au premier trimestre 2024. Cette évolution aurait résulté de progressions de 3,9% de la valeur ajoutée et de 1,7% des effectifs employés.

Pour sa part, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS en rapportant la masse salariale aux effectifs employés, a enregistré, au premier trimestre 2024, une hausse de 3,6% en termes nominaux, au lieu de 4,0% un an auparavant, et de 2,4% en termes réels après une diminution de 4,7%.

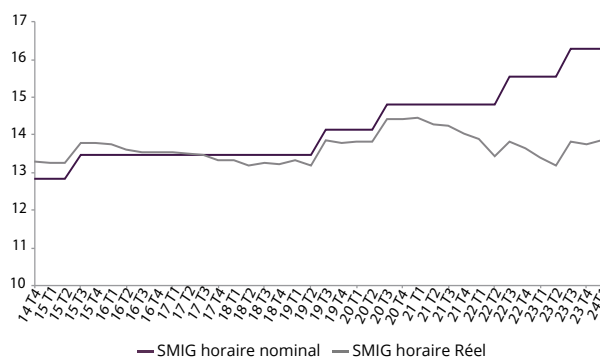
**Graphique 5.2 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)**



Sources : Données CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il s'est établi, en termes nominaux, à 16,29 dirhams au premier trimestre 2024, en augmentation de 4,8% en glissement annuel. Tenant compte d'une hausse de 1,2% de l'indice des prix à la consommation, il se serait accru en termes réels de 3,5%.

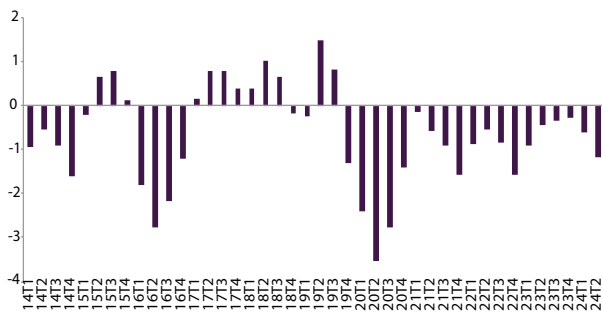
**Graphique 5.3 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)**



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

Au total, l'output-gap devrait rester négatif au cours du premier semestre 2024.

<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.

**Graphique 5.4 : Output-gap global (en %)**

Source : Estimation BAM

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

	T1 2023	T1 2024
Taux d'activité (en %)	43,1	42,6
Urbain	41,2	41,1
Rural	47,0	45,6
Taux de chômage (en %)	12,9	13,7
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	35,3	35,9
Urbain	17,1	17,6
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	49,6	47,7
Rural	5,7	6,8
Créations d'emplois (en milliers)	-280	-80
Urbain	-51	78
Rural	-229	-159
Secteurs		
- Agriculture, forêt et pêche	-247	-206
- Industrie y compris l'artisanat	-10	34
- BTP	28	25
- Services	-56	63
Productivité apparente non agricole (variation en %)	4,1	2,2
Indice des salaires moyens (variation en %)		
Nominal	4,0	3,6
Réel	-4,7	2,4

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

## 6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

En ligne avec la prévision publiée dans le RPM de mars dernier, l'inflation a continué de ralentir quoiqu'à un rythme plus rapide que prévu. Elle est passée de 3,8% au quatrième trimestre 2023 à 1,2% au premier trimestre 2024 puis à 0,3% en moyenne en avril et mai, ramenant son taux moyen au titre des cinq premiers mois de l'année 2024 à 0,9%. Cette décélération est attribuable essentiellement à une accentuation du repli des prix des produits alimentaires à prix volatils à -7,6% en moyenne en avril et mai, après -1,2% au premier trimestre. À l'opposé, et en lien avec le démarrage de la décompensation du gaz butane à partir du 20 mai, les tarifs réglementés se sont accrus de 0,5%, au lieu d'une stagnation au premier trimestre de 2024, tandis que les prix des carburants et lubrifiants ont augmenté de 6,6% contre un recul de 1,1%. Pour sa part, et tout en s'inscrivant dans une tendance baissière, l'inflation sous-jacente est demeurée à un niveau modéré, ressortant à 2% au lieu de 2,2%.

A court terme, l'inflation devrait poursuivre son mouvement baissier pour se situer à 0,7% en moyenne au deuxième trimestre mais sa composante sous-jacente se maintiendrait autour de 2%.

### 6.1 Evolution de l'inflation

L'inflation est revenue de 1,2% au premier trimestre 2024 à 0,3% en moyenne en avril et mai. Ce ralentissement est tiré en majeure partie par la baisse plus marquée des prix des produits alimentaires à prix volatils et par la décélération de l'inflation sous-jacente. Il a été toutefois atténué par la progression, au lieu du repli un trimestre auparavant, des prix des carburants et lubrifiants.

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

Après huit trimestres consécutifs de fortes hausses, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont diminué, en glissement annuel, de 1,2% au premier trimestre 2024 avant de connaître une nouvelle baisse de 7,6% en moyenne en avril et mai. Cette dernière a été tirée essentiellement par des reculs des prix de 4,6%, après une progression de 8,2%, pour les « volaille et lapin » et de 4,8%, après une augmentation de 7%, pour les « œufs », ainsi que par l'accroissement de la baisse des prix des « agrumes » de 1,6% à 20,5%.

Au total, cette composante a contribué négativement à l'inflation, à hauteur de -1,1 point de pourcentage contre -0,2 point en moyenne au premier trimestre 2024.

Tableau 6.1 : Inflation et ses composantes

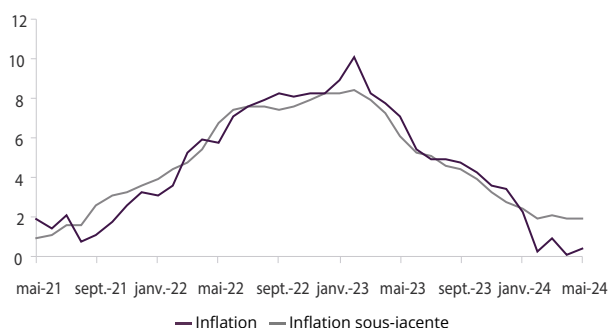
(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	mars 24	avr. 24	mai 24	mars 24	avr. 24	mai 24
Inflation	0,7	0,6	-0,2	0,9	0,2	0,4
- Produits alimentaires à prix volatils	4,3	2,7	-1,9	-2,7	-8,0	-7,2
- Produits réglementés	0,0	0,0	1,1	-0,1	-0,1	1,0
- Carburants et lubrifiants	0,0	1,4	-1,8	1,5	6,0	7,2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

<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)**



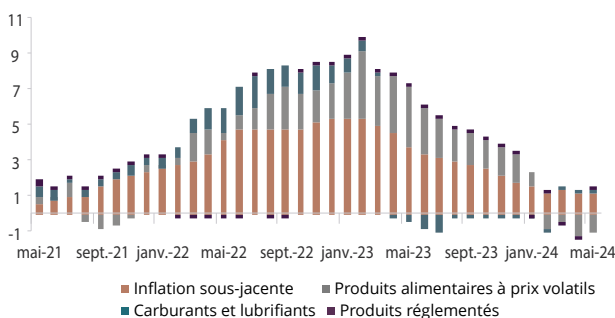
Sources : HCP et calculs BAM.

S'agissant des tarifs réglementés, et après une stagnation au premier trimestre 2024, ils se sont accrus de 0,5%, en comparaison annuelle, en moyenne en avril et mai, portés par la hausse du prix du gaz butane.

Cette dernière est consécutive au démarrage, à compter du 20 mai, de la décompensation graduelle des prix de ce produit. Ainsi, la subvention a été réduite de 2,5 dirhams pour les bonbonnes de gaz de 3 kg et de 10 dirhams pour celles de 12 kg<sup>1</sup>.

Au final, les tarifs réglementés ont contribué de 0,1 point de pourcentage à l'inflation moyenne en avril et mai.

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



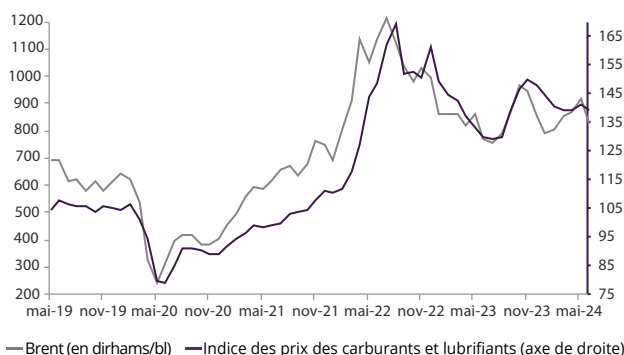
Sources : Données HCP et calculs BAM.

Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants ont connu une légère progression de 0,2% en moyenne en avril et mai comparativement à leur

niveau au premier trimestre de l'année, portés par celle des cours des produits pétroliers. En particulier, le prix du Brent a atteint 86\$/bl au lieu de 83,1\$/bl. En outre, la monnaie nationale s'est légèrement dépréciée de 0,2% vis-à-vis du dollar américain en moyenne en avril et mai par rapport au premier trimestre.

En comparaison annuelle, les prix des carburants et lubrifiants ressortent en hausse de 6,6% en moyenne en avril et mai, contre un repli de 1,1% au premier trimestre. Leur contribution à l'inflation s'est établie à 0,2 point de pourcentage au lieu d'une participation quasi-nulle au cours des trois premiers mois de l'année.

**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.

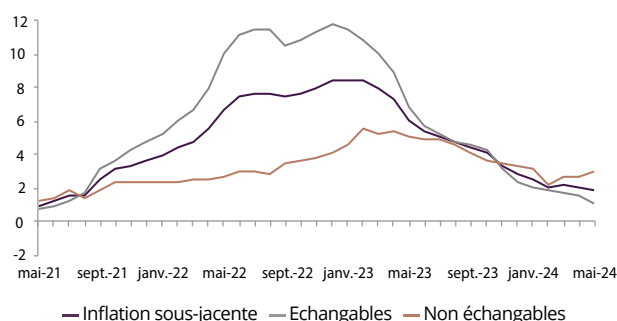
## 6.1.2. Inflation sous-jacente

Tout en s'inscrivant dans une tendance baissière, l'inflation sous-jacente demeure modérée. Ainsi, elle est revenue à 2% en moyenne en avril et mai au lieu de 2,2% au premier trimestre. Ce ralentissement est lié en majeure partie à celui de 3% à 2,5% de sa composante alimentaire, avec notamment des diminutions du rythme d'accroissement des prix de 4,9% à 2,4% pour les « huiles », de 18,4% à 10% pour les « légumes en conserve » et de 3,1% à 1,5% pour les « produits laitiers ».

<sup>1</sup> Selon le communiqué de presse du Ministère de l'Economie et des Finances du 19 mai 2024.

Pour sa part, la composante non alimentaire de l'inflation sous-jacente a évolué au même taux qu'au premier trimestre, soit 1,6%, la décélération de la progressions des prix des « articles d'habillement et chaussures » ayant été contrebalancée par l'atténuation de la baisse des prix des « loisirs et culture<sup>2</sup> » et le renchérissement des produits classés dans la rubrique du « logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles<sup>2</sup> ».

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



Sources : Données HCP et calculs BAM.

La ventilation du panier de l'indicateur de l'inflation sous-jacente en produits échangeables et non échangeables montre que son ralentissement a concerné exclusivement sa composante échangeable.

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

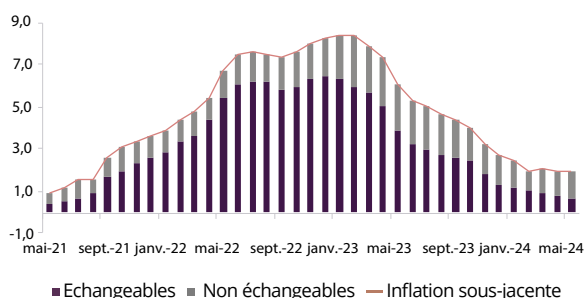
	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	mars 24	avr. 24	mai 24	mars 24	avr. 24	mai 24
Biens échangeables	0,2	0,0	-0,4	1,7	1,5	1,1
Biens non échangeables	0,3	0,4	0,5	2,6	2,7	3,0
Inflation sous-jacente	0,2	0,2	0,0	2,1	2,0	1,9

Sources : Données HCP et calculs BAM.

<sup>2</sup> Hors produits réglementés.

En effet, les prix des biens échangeables ont augmenté de 1,3% en moyenne en avril et mai, au lieu de 1,9% au premier trimestre, dans un contexte marqué par une poursuite de l'affaiblissement des pressions d'origine externe avec notamment une légère décélération de l'inflation dans la zone euro ainsi qu'une baisse, en comparaison annuelle, de l'indice FAO des produits alimentaires de base.

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

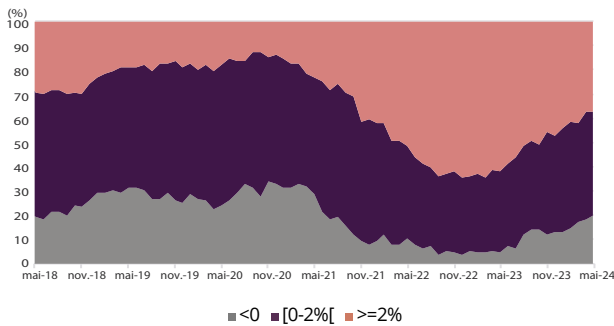


Sources : HCP et calculs BAM.

En revanche, les prix des biens et services non échangeables ont connu une légère accélération de leur rythme d'accroissement, qui s'est établie à 2,8% en moyenne en avril et mai après 2,6% au premier trimestre.

S'agissant de la diffusion du ralentissement des prix au niveau du panier de l'IPC, elle se généralise graduellement. Ainsi, la part des produits dont les prix ont augmenté de plus de 2% est revenue de 43% en moyenne au premier trimestre à 37% en moyenne en avril et mai.

**Graphique 6.6 : Distribution de l'évolution des prix des différentes sections de l'IPC (en %)**



Sources : Données HCP et calculs BAM.

## 6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

L'inflation devrait poursuivre son mouvement de décélération au deuxième trimestre, revenant à 0,7% après 1,2% au premier trimestre de l'année.

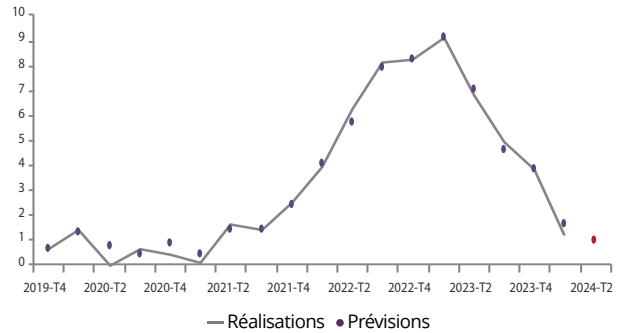
Cette évolution serait liée exclusivement à l'accentuation projetée du recul des prix des produits alimentaires à prix volatils. En effet, les données relatives aux prix au niveau des marchés de gros indiquent une accentuation du reflux, en glissement annuel, des prix de cette catégorie de produit de -1,2% à -5,3%.

En revanche, les prix des carburants et lubrifiants devraient enregistrer une hausse de 6,3% au deuxième trimestre après une diminution de 1,1% en moyenne au premier trimestre, orientés par l'évolution des cours internationaux des produits pétroliers.

De même, les tarifs réglementés ressortiraient en augmentation de 0,9%, reflétant l'effet direct du démarrage de la décompensation du gaz butane.

Pour sa part, l'inflation sous-jacente devrait ressortir à un rythme proche de celui observé un trimestre auparavant, soit autour de 2%.

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

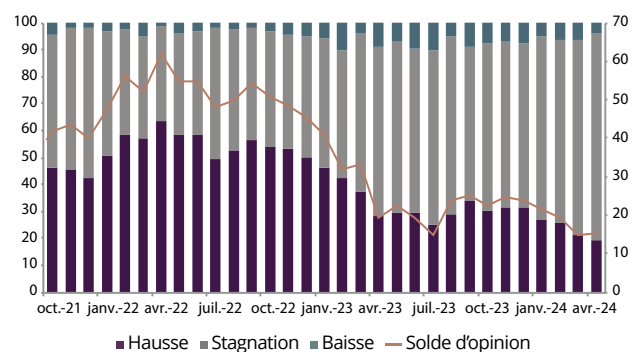


Source : Données HCP et prévisions BAM.

## 6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib auprès des industriels relative au mois d'avril 2024 indiquent que 77% des répondants anticipent une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 19% s'attendent à une hausse, tandis que 4% d'entre eux tablent sur une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à 15%.

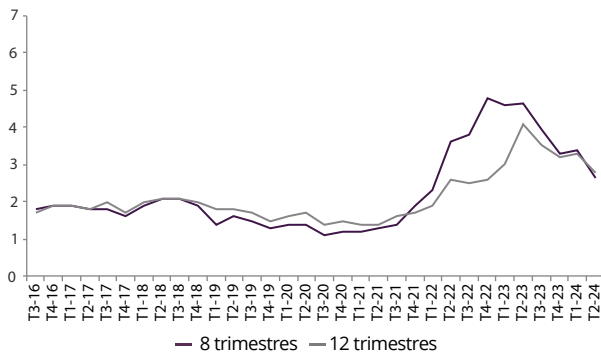
**Graphique 6.8 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises (en %)**



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, l'enquête de Bank Al-Maghrib sur les anticipations d'inflation, conduite auprès des experts du secteur financier au titre du deuxième trimestre 2024, montre que ces derniers anticipent une inflation moyenne de 2,7%, au lieu de 3,4% un trimestre auparavant, à l'horizon des huit prochains trimestres et de 2,8%, après 3,3%, à l'horizon des 12 prochains trimestres.

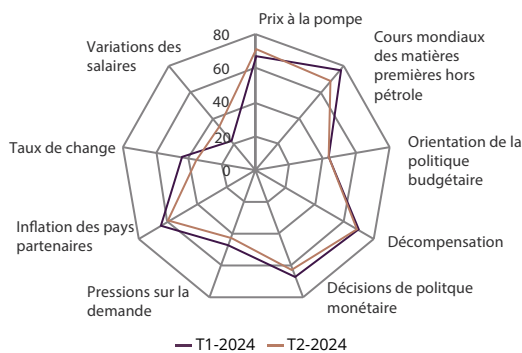
**Graphique 6.9 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres (en%)**



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

Les enquêtés estiment que l'évolution de l'inflation au cours des huit prochains trimestres serait essentiellement liée à celle des prix à la pompe, des cours mondiaux des matières premières hors pétrole et à la décompensation des produits subventionnés.

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



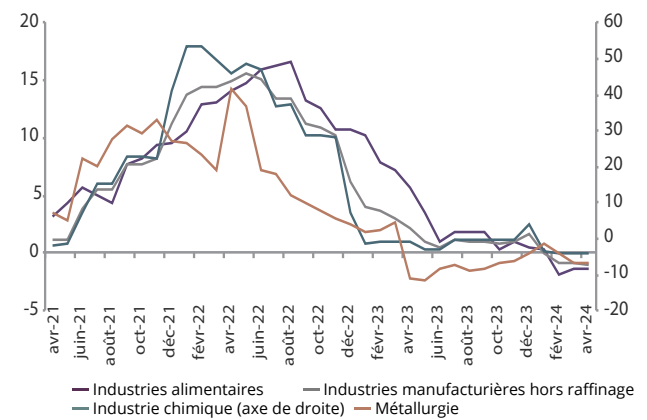
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

## 6.4 Prix à la production

S'agissant des prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole, ils ont connu une progression mensuelle de 0,1% en avril, tirés principalement par la hausse des prix à la production de 1,3% pour « l'industrie d'habillement » et de 0,7% pour la branche « fabrication d'autres produits minéraux non métalliques ». En revanche, les prix à la production ont baissé de 1,7% pour la branche « travail du bois » et fabrication d'articles en bois ».

En comparaison annuelle, le repli des prix à la production hors raffinage s'est accentué, passant de -0,8% en mars à -1% en avril.

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



Source : HCP.



## 7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

### Synthèse

Dans un contexte marqué par des niveaux élevés d'incertitudes, notamment liées à la persistance des tensions géopolitiques et à la tenue des élections dans de nombreux pays, la croissance mondiale devrait ralentir quoique moins rapidement qu'initialement prévu, revenant de 3,2% en 2023 à 2,8% en 2024, puis à 2,7% en 2025. Aux Etats-Unis, après la résilience notable affichée en 2023, la croissance ressortirait à 2,1% cette année puis à 1,4% en 2025. Dans la zone euro, elle resterait faible, se situant à 0,9% en 2024, avant de s'accélérer à 1,8% en 2025. Au Royaume-Uni, après une légère récession enregistrée au deuxième semestre de 2023, le rythme de l'activité devrait passer à 0,8% en 2024 puis à 1,5% en 2025. Quant au Japon, la croissance devrait décélérer à 0,3% en 2024 puis augmenter à 1,2% en 2025.

Dans les principaux pays émergents, après une hausse du PIB de 5,2% en 2023, le rythme de l'économie chinoise ralentirait à 5% en 2024 et à 4,8% en 2025, pénalisée notamment par les difficultés persistantes du marché immobilier et les niveaux élevés de la dette des collectivités locales. En revanche, l'économie indienne resterait vigoureuse à moyen terme bénéficiant de la dynamique des investissements publics. Au Brésil, l'économie devrait enregistrer une progression limitée à 1,8% cette année et à 1,7% en 2025 et en Russie, la croissance s'établirait à 2,7% en 2024 puis à 0,3% en 2025.

Sur les marchés des matières premières, le cours du Brent ressortirait en hausse à 84,7 dollars le baril en moyenne cette année puis à 86 dollars en 2025. Concernant le charbon, son prix poursuivrait en 2024 sa tendance baissière, favorisée en cela par une réduction de la demande à mesure que le prix du gaz continue à diminuer, avant de se redresser en 2025. Pour ce qui est du gaz naturel sur le marché européen, les projections de la Banque mondiale d'avril tablent sur une contraction de son prix en 2024 avant une légère appréciation en 2025.

S'agissant des cours du phosphate et dérivés, ceux du DAP et du TSP devraient s'inscrire en recul en 2024, avant de rebondir en 2025. Pour ce qui est des denrées alimentaires, l'indice FAO devrait baisser de 4,6% en 2024, avant d'augmenter de 4,3% en 2025 et ce, après la contraction de 13,7% enregistrée en 2023.

Dans ces conditions, les pressions inflationnistes continueraient de s'atténuer sur l'horizon de prévision. Aux Etats-Unis, l'inflation poursuivrait son ralentissement, reflétant notamment la tendance baissière de sa composante sous-jacente. Une évolution similaire est prévue également au niveau de la zone euro.

Dans ce contexte, la BCE a décidé, à l'issue de sa dernière réunion, d'abaisser, pour la première fois depuis 2019, ses trois taux d'intérêt directeurs de 25 points de base (pb), tandis que la FED a maintenu, pour la 7<sup>ème</sup> fois consécutive, la fourchette cible du taux des fonds fédéraux inchangée lors de sa réunion des 11 et 12 juin.

Au niveau national, l'année 2024 serait marquée par une reprise des échanges extérieurs de biens, avec des hausses de 4,4% des exportations et de 6,1% des importations, et par la poursuite de la dynamique des recettes voyages et des transferts des MRE. Le déficit du compte courant devrait ainsi

terminer l'année à 1,7% du PIB, après 0,6% en 2023. Par ailleurs, les recettes d'IDE augmenteraient à l'équivalent de 3,1% du PIB contre 2,4% en 2023.

En 2025, les exportations devraient s'améliorer de 8,9% et les importations afficheraient une hausse de 9,7%, parallèlement à des progressions de 5,8% des recettes voyages et de 5,3% des transferts des MRE. Le déficit du compte courant devrait ainsi s'alourdir à 2,7% du PIB tandis que les recettes d'IDE se situeraient à l'équivalent de 3,2% du PIB.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 382 milliards de dirhams à fin 2024 puis à 395,6 milliards à fin 2025. Ainsi, leur couverture se situerait respectivement à 5 mois et 8 jours et 5 mois et 13 jours d'importations de biens et services.

S'agissant des conditions monétaires, après la décélération enregistrée en 2023, le rythme de progression du crédit bancaire au secteur non financier devrait s'accélérer à 4,4% en 2024 et à 5,2% en 2025. Pour sa part, le taux de change effectif réel devrait poursuivre son appréciation à moyen terme, quoiqu'en légère atténuation.

Sur le volet des finances publiques, le déficit budgétaire devrait se stabiliser à 4,4% du PIB en 2024, soit le même niveau qu'en 2023. Ce résultat découle de l'intégration des crédits supplémentaires ouverts au titre du budget général de 14 milliards de dirhams, dont 6,5 milliards consacrés à la couverture de l'augmentation des salaires publics décidée dans le cadre du dialogue social, et du relèvement de la prévision des rentrées fiscales, tenant compte des nouvelles projections macroéconomiques de BAM et des réalisations budgétaires à fin avril 2024. En 2025, le déficit budgétaire devrait s'atténuer à 4,1% du PIB, au lieu de 4% prévu en mars, recouvrant notamment l'intégration de l'impact de l'accord du dialogue social, ainsi qu'une meilleure performance des rentrées fiscales conjuguée à des régressions des charges de compensation et des dépenses d'investissement.

Pour ce qui est de la croissance économique, après une accélération à 3,4% en 2023, elle afficherait un ralentissement à 2,8% en 2024, avant de rebondir à 4,5% en 2025. Cette évolution recouvre, du côté de l'offre, une contraction de 6,9% en 2024 de la valeur ajoutée agricole, tenant compte d'une récolte céréalière de 31,2 MQx selon l'estimation du Département de l'Agriculture, avant de bondir de 8,6% en 2025, sous l'hypothèse d'un retour à une récolte céréalière moyenne. Quant aux activités non agricoles, leur rythme d'évolution devrait s'améliorer graduellement, atteignant 3,8% en 2024 et 4,1% en 2025. Du côté de la demande, sa composante intérieure poursuivrait sa consolidation, tandis que la contribution des exportations nettes resterait faible.

Dans ce contexte, après les taux élevés de 6,6% en 2022 et de 6,1% en 2023, l'inflation enregistrerait une nette décélération à 1,5% en 2024 avant de s'établir à 2,7% en 2025. Sa composante sous-jacente ralentirait graduellement, reculant de 5,6% en 2023 à 2,3% en 2024, reflétant notamment la baisse de l'inflation importée, et resterait autour de ce niveau en 2025.

## 7.1 Hypothèses sous-jacentes

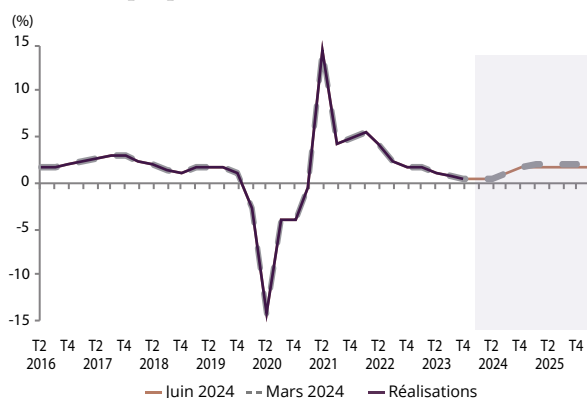
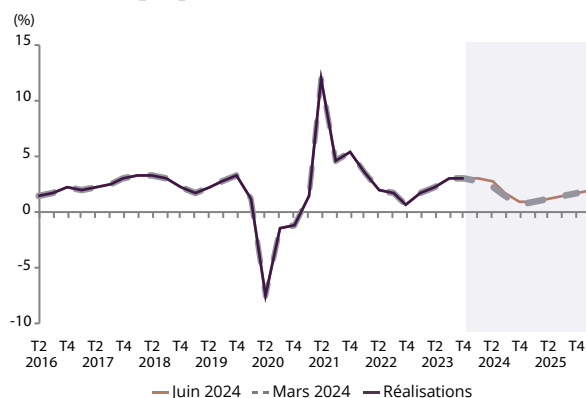
---

### Modération de l'économie mondiale en 2024 et 2025

L'économie mondiale devrait connaître une décélération sur l'horizon de prévision, quoique moins rapide que prévu en mars, avec une croissance de 2,8% en 2024 et de 2,7% en 2025, après 3,2% en 2023.

Aux Etats-Unis, les perspectives économiques ont été révisées à la hausse pour 2024, suite à une croissance solide au premier trimestre. Après la résilience notable affichée en 2023, la croissance ressortirait à 2,1% sur l'ensemble de l'année puis à 1,4% en 2025, reflétant principalement un ralentissement des dépenses de consommation. Dans la zone euro, malgré des indicateurs meilleurs que prévu en début d'année, le PIB enregistrerait une croissance inférieure à 1% en 2024 avant de s'accélérer à 1,8% en 2025. L'activité dans la zone reste freinée par l'économie allemande qui pâtit notamment des difficultés de son secteur automobile. Au Royaume-Uni, après une légère récession en 2023, la croissance devrait s'accélérer à 0,8% en 2024 puis à 1,5% en 2025, soutenue par un rebond de la consommation. De son côté, la croissance de l'économie japonaise devrait décélérer à 0,3% en 2024 puis passer à 1,2% en 2025, portée par un rebond de la demande intérieure en relation avec la hausse des salaires.

Dans les principaux pays émergents, l'objectif de 5% de croissance serait atteint cette année en Chine, grâce notamment à l'amélioration de la demande extérieure, mais une décélération est prévue au cours des prochaines années. Le rythme de progression de l'économie chinoise s'établirait à 4,8% en 2025, principalement en raison des difficultés du secteur immobilier et des niveaux élevés de la dette des collectivités locales ainsi que de la hausse des droits de douane américains sur les importations chinoises récemment annoncées (notamment sur les véhicules électriques). Quant à l'économie indienne, elle devrait rester vigoureuse à moyen terme à la faveur de l'effort d'investissement public. Après avoir progressé de 7,7% en 2023, son PIB croîtrait de 6,8% en 2024 et de 6,6% en 2025. La réélection du premier ministre actuel permettra la poursuite du programme de réforme dans les domaines budgétaire, des technologies de l'information et de l'agriculture. Par ailleurs, la croissance de la population en âge de travailler devrait soutenir les perspectives à moyen terme. Au Brésil, l'économie devrait enregistrer une progression limitée à 1,8% cette année et à 1,7% en 2025. En Russie, le PIB a marqué une progression notable au premier trimestre, tirée par une forte demande et les dépenses budgétaires liées à la guerre. La croissance devrait ressortir à 2,7% en 2024 avant de ralentir à 0,3% en 2025, en raison notamment des sanctions internationales.

**Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro****Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis**

Source : GPMN, mai 2024

### Evolution contrastée des prix des matières premières sur l'horizon de prévision et tendance globale au ralentissement de l'inflation

S'agissant des matières premières, le prix du Brent devrait augmenter à 84,7 dollars le baril en moyenne en 2024, traduisant un accroissement de la demande mondiale et une prolongation des réductions de production de l'OPEP+. En 2025, il maintiendrait sa hausse pour s'établir à 86 dollars le baril. Concernant le charbon, son cours poursuivrait sa tendance baissière entamée en 2023 pour s'établir à 113,2 dollars la tonne en moyenne en 2024, à la faveur d'une réduction de la demande à mesure que le prix du gaz continue de baisser et que la production d'énergie renouvelable s'améliore. Il devrait, néanmoins, se redresser à 118,8 dollars la tonne en 2025. De même, le prix du gaz naturel sur le marché européen poursuivrait son recul en 2024 pour s'établir à 9,5 dollars/mmbtu, avant de s'apprécier légèrement à 10,5 dollars en 2025, selon les projections de la Banque mondiale d'avril 2024.

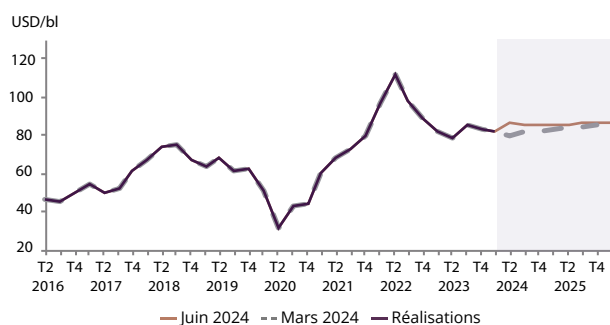
Concernant les cours du phosphate et dérivés marocains<sup>1</sup>, après la baisse enregistrée en 2023, imputable notamment au recul des prix des intrants, le CRU table sur la poursuite de cette tendance en 2024 et sur une reprise en 2025 pour le DAP et le TSP. L'offre de phosphate en provenance de Chine conjuguée à la baisse des cours des intrants, notamment l'ammoniac, et à celle des prix des produits agricoles, devrait induire une contraction des prix du phosphate et dérivés en 2024. Toutefois, la hausse des cours du soufre devrait contribuer à l'accroissement des prix des engrais phosphatés en 2025. Concernant les prix des dérivés d'origine marocaine, ils devraient connaître des reculs de 591 USD/t en 2023 à 564 USD/t en 2024 pour le DAP et de 449 USD/t à 421 USD/t pour le TSP. En 2025, cette tendance s'inverserait avec des prix prévus en hausse à 592 USD/t pour le DAP et à 478 USD/t pour le TSP. Quant au phosphate brut Maroc, son prix passerait de 271 USD/t en 2023 à 230 USD/t en 2024, puis à 212 USD/t en 2025.

Concernant les prix des denrées alimentaires, après la contraction de 13,7% observée en 2023, l'indice FAO devrait continuer de baisser avec un recul de 4,6% en 2024, avant de croître de 4,3% en 2025. S'agissant du blé dur américain en particulier, bien qu'il se soit renchéri de 6,3% en mai par rapport à avril en raison de conditions météorologiques défavorables aux Etats-Unis, son cours ressort en repli de 21,3% en glissement annuel. Il devrait enregistrer une baisse de 14,8% en 2024 et de 1,7% en 2025, selon les projections de la Banque mondiale d'avril 2024.

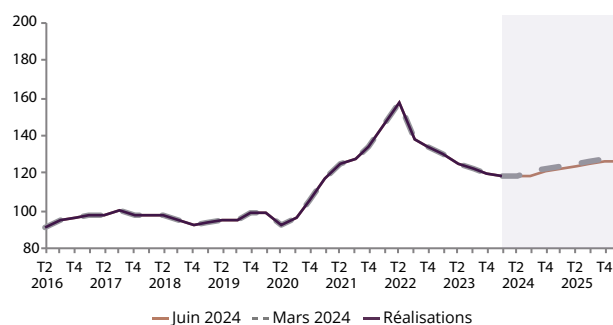
<sup>1</sup> Source: CRU (Commodities Research Unit).

Dans ces conditions, en dépit de la persistance des pressions inflationnistes en lien notamment avec les perturbations des chaînes d'approvisionnement mondiales et les conditions météorologiques extrêmes, l'inflation mondiale devrait poursuivre sa décélération à moyen terme pour se situer à 3,5% en 2024 puis à 3,1% en 2025. Dans la zone euro, elle devrait continuer son ralentissement à un rythme toutefois moindre que prévu en mars. Elle reviendrait de 5,4% en 2023 à 2,5% en 2024 puis à 2,2% en 2025. De même, aux Etats-Unis, elle poursuivrait sa tendance baissière, revenant de 4,1% en 2023 à 3,3% en 2024, en révision à la hausse de 0,4 pp en raison notamment de la résistance à la baisse des prix du logement et des loyers. A l'inverse, l'inflation en Chine s'établirait à 0,4% en moyenne cette année avant de s'accroître à 1,9% en 2025 à mesure que la demande continue de se redresser.

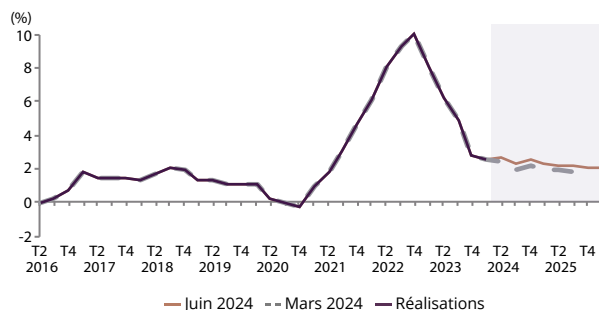
Graphique 7.3 : Prix du Brent



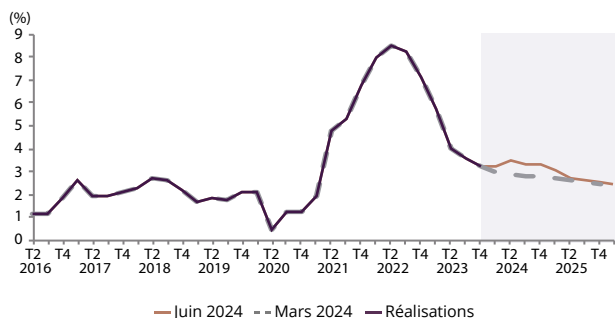
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2014-2016=100)



Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis



Source : GPMN, mai 2024

## Baisse des taux directeurs par la BCE et maintien des taux par la FED

A l'issue de sa réunion du 6 juin, la BCE a décidé d'abaisser ses trois taux d'intérêt directeurs de 25 pb, ramenant ainsi le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement à 4,25%, celui de la facilité de prêt marginal à 4,50% et celui de la facilité de dépôt à 3,75%. Elle a par ailleurs 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), le Conseil entend poursuivre le réinvestissement intégral des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance. Il prévoit de réduire le portefeuille de ce programme de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne au second semestre de l'année, avant de mettre un terme aux réinvestissements fin 2024.

De son côté, la FED a décidé, à l'issue de sa réunion des 11 et 12 juin, de maintenir inchangée sa fourchette cible à [5,25%-5,50%] pour la 7<sup>ème</sup> fois consécutive. Selon le Comité, l'activité économique a continué de croître à un rythme soutenu. Les créations d'emplois sont restées fortes et le taux de chômage est demeuré faible. L'inflation s'est atténuée au cours de l'année écoulée mais reste élevée. Dans ces conditions, il estime qu'il ne serait pas approprié de réduire la fourchette cible tant qu'il n'aura pas acquis la certitude que l'inflation évolue durablement vers son objectif de 2%. En parallèle, il continuera à réduire les avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires.

Au niveau du marché de change international, compte tenu notamment de l'évolution prévue du différentiel des taux directeurs à l'horizon de prévision, l'euro devrait poursuivre son appréciation face au dollar, ressortant en hausse de 0,4% à 1,09 dollar en moyenne en 2024 et de 2,3% à 1,11 dollar en 2025.

**Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR**



Source : GPMN, mai 2024.

## Production céréalière de 31,2 MQx pour la campagne agricole 2023/2024 et récolte moyenne pour 2024/2025

La récolte céréalière pour la campagne 2023/2024 est estimée par 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. Hors céréales, l'amélioration des conditions climatiques à partir du mois de février devrait favoriser le développement des cultures arboricoles et maraichères. Dans ces conditions, la prévision de la croissance agricole pour 2024 devrait accuser, une diminution de 6,9%, au lieu de 6,4% retenue dans l'exercice de mars.

Pour la campagne 2024/2025, sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 55 MQx<sup>2</sup> et d'une évolution tendancielle des autres cultures, la valeur ajoutée agricole devrait progresser de 8,6% en 2025 au lieu de 12,8% considéré dans l'exercice précédent.

## 7.2 Projections macroéconomiques

### Reprise des échanges extérieurs à moyen terme et consolidation des niveaux élevés des recettes voyages et des transferts des MRE

Tenant compte des nouvelles hypothèses relatives à l'environnement international, des prévisions macroéconomiques ainsi que des réalisations à fin avril 2024, le déficit du compte courant devrait passer de 0,6% du PIB en 2023 à 1,7% en 2024 puis à 2,7% en 2025.

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

En 2024, les exportations enregistreraient une amélioration de 4,4%, tirée essentiellement par un accroissement de 10,7% des ventes du secteur automobile, incluant des progressions de ceux du câblage et de la construction automobile, et une progression de 1,9%<sup>3</sup> des ventes du phosphate et dérivés sous l'effet notamment de la hausse prévue des quantités expédiées. En parallèle, les importations afficheraient une hausse de 6,1% résultat notamment d'une hausse des acquisitions de biens d'équipement, de consommation et de demi-produits alors que la facture énergétique devrait, en revanche, s'alléger de 2,2%. Pour leur part, les recettes voyages devraient afficher un accroissement de 5,8%, et les transferts des MRE augmenteraient de 1,9%. Concernant les recettes des IDE, elles progresseraient à 46,6 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 3,1% du PIB en 2024 après 2,4% en 2023.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve devraient se renforcer à 382 milliards de dirhams à fin 2024, soit l'équivalent de 5 mois et 8 jours d'importations de biens et services.

En 2025, les exportations progresseraient de 8,9%, reflétant essentiellement une amélioration de 13,2%<sup>3</sup> des ventes de phosphate et dérivés et une hausse de 12,8% des expéditions du secteur automobile en lien avec la dynamique de celles du segment de la construction. S'agissant des importations, elles devraient augmenter de 9,7%, tirées principalement par un accroissement des acquisitions de biens d'équipement et de produits finis de consommation, ainsi qu'une hausse de 4,9% de la facture énergétique. En parallèle, les recettes voyages et les transferts des MRE devraient afficher une amélioration de 5,8% et 5,3% respectivement et les recettes d'IDE s'accroîtraient pour atteindre l'équivalent de 3,2% du PIB en 2025.

Tenant compte des hypothèses de tirages extérieurs prévus du Trésor ainsi que des remboursements prévus, les AOR devraient atteindre 395,6 milliards à fin 2025, représentant l'équivalent de 5 mois et 13 jours d'importations de biens et services.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

Variation (en %), sauf indication contraire	Réalizations						Prévisions		Ecart (juin/mars)	
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2024	2025
Exportations de biens (FAB)	10,7	3,3	-7,5	25,2	30,1	0,4	4,4	8,9	0,2	0,4
Importations de biens (CAF)	9,9	2,0	-13,9	25,0	39,5	-2,9	6,1	9,7	-1,3	2,0
Recettes voyages	1,2	7,8	-53,7	-5,1	171,5	11,5	5,8	5,8	-1,8	-1,5
Transferts des MRE	-1,5	0,1	4,8	40,1	16,0	4,1	1,9	5,3	0,7	0,3
Solde du compte courant (en % PIB)	-4,9	-3,4	-1,2	-2,3	-3,6	-0,6	-1,7	-2,7	0,6	0,1
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	5,5	0,3	0,3

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

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

Le déficit de liquidité bancaire devrait s'atténuer à 109,8 milliards de dirhams à fin 2024 en lien essentiellement avec la progression des avoirs officiels de réserve, avant de s'accroître à 133,6 milliards en 2025, résultat de l'accélération de la circulation fiduciaire. Après un accroissement de 10,7% en 2023, celle-ci devrait croître de 6,2% en 2024 et de 8,2% en 2025. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, tenant compte des réalisations, des projections de l'activité économique et des

<sup>3</sup> Projections basées sur les prévisions du Cabinet CRU (CRU Phosphate Rock and Fertilizer Premium Service).

anticipations du système bancaire, il s'accélérait à 4,4% en 2024 et à 5,2% en 2025. Dans ces conditions, et en ligne avec l'évolution prévue des autres contreparties de la masse monétaire, l'agrégat M3 devrait augmenter de 4,9% en 2024 et de 5,1% en 2025.

Pour sa part, le taux de change effectif réel devrait poursuivre son appréciation à moyen terme, quoiqu'en légère atténuation, avec un taux de 0,5% en 2024, après 0,8% en 2023, sous l'effet d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux, puis de 0,2% en 2025.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations					Prévisions		Ecart (juin/mars)	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2024	2025
Crédit bancaire au secteur non financier	5,5	4,2	2,9	7,9	2,7	4,4	5,2	0,0	0,5
M3	3,8	8,4	5,1	8,0	3,9	4,9	5,1	0,9	0,0
Besoin de liquidité, en MMDH	-64,6	-74,6	-64,4	-86,6	-111,4	-109,8	-133,6	11,3	9,6

### Le déficit budgétaire devrait se stabiliser en 2024 avant de s'atténuer en 2025

Après s'être établi à 4,4 % du PIB en 2023, le déficit budgétaire devrait se stabiliser au même niveau en 2024 avant de s'alléger à 4,1% du PIB en 2025, au lieu de 4% du PIB prévu en mars. Ces projections tiennent compte des nouveaux crédits ouverts par le Gouvernement de 14 milliards de dirhams, des nouvelles projections macroéconomiques de BAM et de l'exécution budgétaire à fin avril 2024, ainsi que l'intégration de l'impact de l'accord social en 2025.

En 2024, les recettes fiscales s'amélioreraient de 7%, reflétant des renforcements de 14,2% de celles des impôts indirects, traduisant essentiellement la performance de la TVA, et de 1,6% de celles des impôts directs. Pour leur part, les rentrées non fiscales enregistreraient un rebond de 20,6%, portées essentiellement par ceux de 37,6% à 35 milliards des recettes issues des mécanismes de financement innovants et de 39,3% de celles en provenance des entreprises et établissements publics (EEP). Du côté des dépenses, celles ordinaires s'alourdiraient de 8% par rapport à 2023, avec notamment un accroissement de 11,8% des dépenses de biens et services. L'évolution de ces dernières résulte d'une augmentation de 10,8% de la masse salariale, tenant compte des crédits supplémentaires alloués au dialogue social d'un montant de 6,5 milliards, et d'une progression de 13,6% des dépenses des autres biens et services. Pour ce qui est des charges de compensation, elles devraient s'atténuer de 42,5%, toutefois légèrement ajustées à la hausse par rapport à l'exercice de mars, tenant compte du démarrage de la décompensation graduelle du gaz butane le 20 mai courant au lieu de début avril. De leur côté, les dépenses d'investissement devraient reculer de 2,7% à 107,8 milliards, chiffre révisé toutefois à la hausse par rapport au dernier exercice de prévision, intégrant les crédits supplémentaires ouverts de 7,5 milliards.

En 2025, le produit fiscal devrait se renforcer de 5,6% d'une année à l'autre, reflétant une amélioration de 7,7% de celles des impôts directs, avec des augmentations de 9% de l'IS et de 6,4% de l'IR, et une hausse de 3,9% des rentrées des impôts indirects. Pour leur part, les recettes non fiscales enregistreraient une hausse de 1,4%, avec notamment un repli de 3,7% de celles en provenance des EEP, celles des mécanismes de financement innovants étant inchangées à 35 milliards. En regard, les dépenses ordinaires devraient



s'alourdir de 6,4%, tirées essentiellement par des progressions de 9% des dépenses de biens et services et de 10,7% des charges en intérêts de la dette. En particulier, la masse salariale augmenterait de 10,4%, avec un ajustement à la hausse par rapport à la programmation budgétaire triennale (PBT) en lien avec l'impact de l'accord du dialogue social, et les dépenses au titre des autres biens et services s'accroîtraient de 6,3%. De leur côté, les charges de compensation devraient, selon la PBT, s'alléger de 33,3% à 11,5 milliards. Pour leur part, les dépenses d'investissement diminueraient de 6% à 101,4 milliards.

### Amélioration du rythme des activités non agricoles à moyen terme

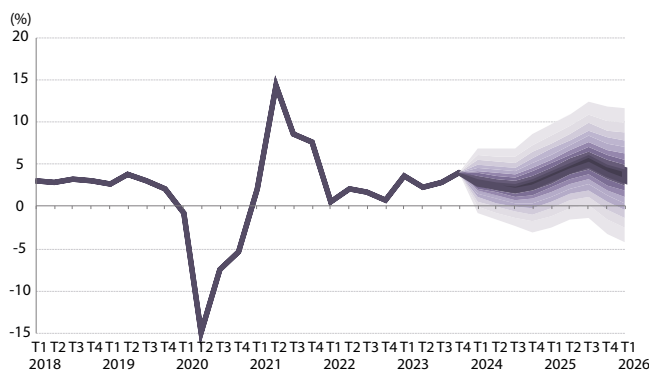
Après une accélération à 3,4% en 2023, la croissance économique devrait légèrement ralentir à 2,8% cette année, en révision toutefois à la hausse de 0,7 point de pourcentage (pp) comparativement aux projections communiquées en mars, avant de rebondir à 4,5% en 2025. Cette évolution recouvre, du côté de l'offre, une contraction de 6,9% en 2024 de la valeur ajoutée agricole, en légère révision à la baisse de 0,5 pp, tenant compte d'une récolte céréalière de 31,2 MQx selon l'estimation du Département de l'Agriculture, avant de s'accroître à 8,6% en 2025, sous l'hypothèse d'un retour à une récolte céréalière moyenne. Quant aux activités non agricoles, leur rythme d'évolution devrait s'améliorer progressivement, atteignant 3,8% en 2024 et 4,1% en 2025. Du côté de la demande, cette évolution refléterait une consolidation de sa composante intérieure, à la faveur notamment d'une dynamique soutenue de l'investissement, compte tenu des retombées positives attendues des différents chantiers engagés et de la poursuite de la consolidation de la consommation des ménages soutenue par le net ralentissement de l'inflation. En revanche, la contribution des exportations nettes resterait faible sur le reste de l'horizon.

Tableau 7.3 : Croissance économique

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

Sources : Données du HCP et prévisions BAM.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T1 2024 - T1 2026), en glissement annuel \*

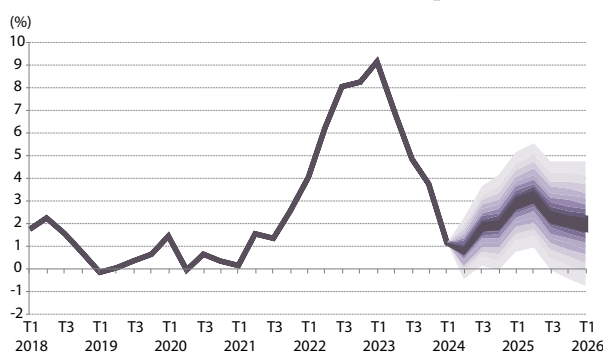


\* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

## L'inflation reviendrait à des niveaux modérés sur l'horizon de prévision

Après les taux élevés enregistrés en 2022 et en 2023, soient 6,6% et 6,1% respectivement, l'inflation décélérerait à 1,5% en 2024, en nette révision à la baisse de 0,7 point de pourcentage (pp) comparativement aux prévisions de mars en raison principalement d'une baisse plus rapide que prévu des prix des produits alimentaires à prix volatils ainsi que du léger report de la mise en place de la décompensation du gaz butane. En 2025, l'inflation s'accélérait à 2,7%. Sa composante sous-jacente ralentirait de 5,6% en 2023 à 2,3% en 2024, reflétant notamment la baisse de l'inflation importée, et resterait autour de ce niveau en 2025. De même, les prix des produits alimentaires à prix volatils devraient se replier légèrement de 1,2% en 2024 après une hausse de 18,8% en 2023, en raison principalement des reculs observés en début d'année. Concernant les tarifs réglementés, ils afficheraient des accroissements de 1,9% en 2024 et de 4,6% en 2025, tenant compte du processus de décompensation graduel du gaz butane.

**Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T2 2024 - T1 2026)\***

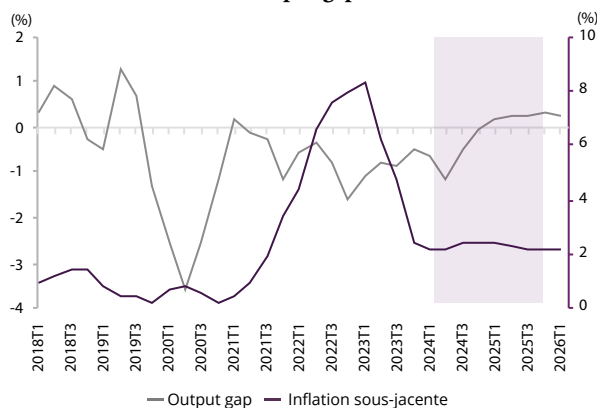


\* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

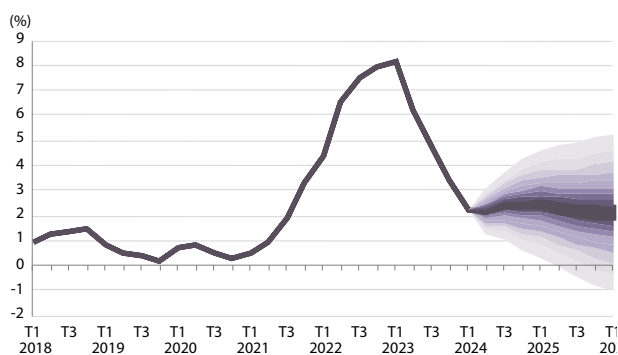
**Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente**

	Réalizations					Prévisions			Ecart (juin/mars)	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T2-2024 - T1-2026	2024	2025
Inflation	0,2	0,7	1,4	6,6	6,1	1,5	2,7	2,2	-0,7	0,3
Inflation sous-jacente	0,5	0,5	1,7	6,6	5,6	2,3	2,3	2,3	0,0	0,0

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

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

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

**Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T2 2024 - T1 2026)\***

### 7.3 Balance des risques

Les incertitudes entourant les perspectives à l'international demeurent élevées, surtout que 2024 sera une année d'élections dans de nombreux pays, avec une balance des risques orientée à la baisse pour la croissance et à la hausse pour l'inflation. En effet, la persistance du conflit en Ukraine et le risque d'escalade au Moyen-Orient pourraient engendrer une décélération plus prononcée de l'activité économique mondiale et une perturbation des approvisionnements en énergie qui se traduirait par un accroissement des cours des matières premières.

Au plan national, les risques sur l'activité sont principalement liés à la récurrence des sécheresses et à l'aggravation du stress hydrique à moyen terme. En revanche, les efforts pour dynamiser l'investissement et les chantiers d'envergure lancés ou envisagés par le Royaume renforcent l'optimisme quant à un rythme plus prononcé de l'activité économique à moyen et à long termes. Quant à l'inflation, les risques entourant ses perspectives sont maintenus à la hausse. Outre les risques liés aux pressions d'origine externe, la succession des périodes de sécheresse et l'aggravation du stress hydrique pourraient induire un renchérissement plus important des denrées alimentaires et par conséquent le maintien de l'inflation à un niveau élevé.

## LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

---

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

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

## LISTE DES GRAPHIQUES

---

Graphique 1.1 : Evolution de quelques indicateurs avancés de l'activité aux Etats-Unis et dans la zone euro.....	17
Graphique 1.2 : Evolution du taux de change euro/dollar .....	18
Graphique 1.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	18
Graphique 1.4 : Evolution du VIX et du VSTOXX.....	19
Graphique 1.5 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans .....	19
Graphique 1.6 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	19
Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent et du Gaz naturel-Europe.....	20
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie.....	20
Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés .....	20
Graphique 1.10 : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro .....	20
Graphique 2.1 : Exportations du secteur automobile à fin avril .....	23
Graphique 2.2 : Évolution mensuelle des recettes voyages .....	25
Graphique 2.3 : Évolution 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 : Offre et demande de crédit .....	31
Graphique 3.10 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	31
Graphique 3.11 : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières.....	32
Graphique 3.12 : Evolution de l'indice MASI .....	32
Graphique 3.13 : Evolution des indices sectoriels au premier trimestre 2024 .....	32
Graphique 3.14 : Evolution des levées des bons du Trésor .....	33
Graphique 3.15 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur .....	33
Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances .....	36
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances .....	37
Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires .....	37
Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin mai.....	37
Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin mai .....	38
Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin mai .....	38
Graphique 4.7 : Endettement du Trésor .....	39
Graphique 5.1 : PIB par composante .....	41
Graphique 5.2 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé .....	42
Graphique 5.3 : SMIG horaire en termes nominaux et réels .....	42
Graphique 5.4 : Output-gap global .....	43

Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente.....	45
Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation .....	45
Graphique 6.3 : Cours du Brent et indice des prix des carburants et lubrifiants .....	45
Graphique 6.4 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables .....	46
Graphique 6.5 : Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente .....	46
Graphique 6.6 : Distribution de l'évolution des prix des différentes sections de l'IPC .....	46
Graphique 6.7 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation .....	47
Graphique 6.8 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises .....	47
Graphique 6.9 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres (en%) .....	48
Graphique 6.10 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier .....	48
Graphique 6.11 : Principaux indices des prix à la production industrielle, glissement annuel .....	48
Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro.....	52
Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis.....	52
Graphique 7.3 : Prix du Brent .....	53
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires .....	53
Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro .....	53
Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis .....	53
Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR .....	54
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 .....	58
Graphique 7.10 : Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap .....	59
Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision .....	59

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel .....	16
Tableau 1.2: Evolution du taux de chômage .....	17
Tableau 1.3 : Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés, en glissement annuel .....	21
Tableau 2.1 : 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 .....	36
Tableau 4.2 : Exécution des dépenses publiques .....	37
Tableau 4.3 : Financement du déficit .....	38
Tableau 4.4 : Endettement du Trésor.....	39

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail.....	43
Tableau 6.1 : Inflation et ses composantes .....	44
Tableau 6.2 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables.....	46
Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements .....	55
Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire.....	56
Tableau 7.3 : Croissance économique.....	57
Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente .....	58

## **LISTE DES ENCADRÉS**

---

Encadré 1.1 : L'économie chinoise face aux difficultés du secteur immobilier.....	21
---	----