



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 72 / 2024

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 24 SEPTEMBRE 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
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	20
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	42
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 24 septembre 2024

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 24 septembre sa troisième réunion trimestrielle de l'année 2024.
2. Lors de cette session, il a analysé l'évolution de la conjoncture économique nationale et internationale, ainsi que les projections macroéconomiques à moyen terme de Bank Al-Maghrib.
3. Sur le plan international, le Conseil a noté que l'activité économique a été relativement résiliente, mais devrait connaître une décélération sur l'horizon de prévision dans de nombreux pays avancés et émergents, pâtissant notamment des conditions monétaires restrictives. Quant à l'inflation, elle poursuit sa tendance baissière, avec toutefois une persistance de la hausse des prix des services dans les principales économies avancées.
4. Au niveau national, alors que la production agricole reste dans une large mesure tributaire des conditions climatiques, les données infra-annuelles disponibles indiquent globalement une poursuite de la reprise des activités non agricoles, tendance qui devrait être soutenue à moyen terme par l'élan attendu de l'investissement public et privé.
5. En parallèle, l'inflation évolue à des niveaux modérés depuis le début de l'année, reflétant essentiellement la baisse des prix des produits alimentaires à prix volatils et le ralentissement de sa composante sous-jacente. Cette dernière, après s'être établie à 5,6% en 2023, oscille autour de 2% et resterait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, proche de ce taux au cours des huit prochains trimestres. Tenant compte notamment des changements annoncés concernant les subventions des prix des produits de base, et sous l'hypothèse d'une variation limitée à moyen terme des prix des produits alimentaires à prix volatils, l'inflation globale devrait décélérer de 6,1% en 2023 à 1,3% cette année avant de s'accélérer à 2,5% en 2025.
6. Le Conseil a aussi noté le renforcement de l'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 sont revenues au troisième trimestre à 2,2% pour l'horizon de 8 trimestres et à 2,3% pour celui de 12 trimestres.
7. Cela étant, le Conseil a relevé que les perspectives économiques et sociales à l'horizon des projections macroéconomiques de la Banque restent entourées d'un niveau élevé d'incertitudes. Celles-ci sont liées au niveau international à l'enlisement de la guerre en Ukraine, à l'escalade du conflit au Moyen-Orient et aux tensions géopolitiques qui accentuent la fragmentation économique non sans impact sur le rythme de l'activité et sur l'évolution des prix, notamment énergétiques. Au niveau national, la récurrence des sécheresses et le stress hydrique constituent un risque majeur pour la production agricole et la croissance économique plus globalement. De même, la déclinaison des orientations du projet de Loi de Finances 2025 ainsi que la poursuite des négociations dans le cadre du dialogue social pourraient se traduire par des impacts plus importants que prévu sur l'évolution de la demande et des prix.

8. Tenant compte de l'ensemble de ces données, le Conseil a jugé approprié de maintenir l'orientation actuelle de la politique monétaire. Il a ainsi décidé de garder le taux directeur inchangé à 2,75%, tout en continuant de suivre de près l'évolution de la conjoncture économique et sociale.
9. Sur les marchés internationaux des matières premières, les prix du pétrole devraient ressortir en quasi-stabilité cette année avant d'enregistrer une légère augmentation dans un contexte marqué par les incertitudes géopolitiques qui entourent la reprise de la demande et par la réduction de la production de l'OPEP+. Le cours du Brent en particulier continuerait d'osciller autour de 82 dollars le baril cette année et devrait s'accroître à 84,2 dollars en 2025. Pour ce qui est du phosphate et ses dérivés d'origine marocaine, le prix du DAP devrait, selon les projections de la Commodities Research Unit, se maintenir autour de 590 dollars la tonne, alors que celui du phosphate brut s'inscrirait en repli, passant de 265 dollars la tonne en 2023 à 229 dollars en 2024 puis à 217,5 dollars la tonne en 2025. Concernant les prix des denrées alimentaires, après sa contraction de 13,8% en 2023, l'indice FAO devrait reculer de 3,5% en 2024, avant d'afficher une hausse de 3,2% en 2025.
10. S'agissant des perspectives de l'économie mondiale, la croissance se stabiliserait aux Etats-Unis à 2,6% cette année mais devrait décélérer à 1,6% en 2025. Dans la zone euro, elle reviendrait de 1% en 2023 à 0,8% en 2024 avant de s'améliorer à 1,5% en 2025. Dans les principaux pays émergents, la vigueur affichée par l'économie indienne se maintiendrait avec une croissance prévue à 7,3% cette année et à 6,8% en 2025, et ce, après un taux de 7,8% en 2023. En Chine, en revanche, le rythme de l'activité ralentit graduellement, avec une progression du PIB qui devrait passer de 5,2% à 5% puis à 4,7% respectivement.
11. Dans ces conditions, l'inflation devrait poursuivre sa décélération tendancielle, revenant au niveau mondial de 4,8% en 2023 à 3,7% en 2024 puis à 3,2% en 2025. Elle reculerait respectivement de 4,1% à 2,9% puis à 2,5% aux Etats-Unis et devrait passer dans la zone euro de 5,4% en 2023 à 2,5% cette année puis se stabiliser à ce niveau en 2025.
12. Dans ce contexte de repli de l'inflation et d'inquiétudes entourant les perspectives économiques, la tendance à l'assouplissement des politiques monétaires des banques centrales des principales économies avancées se poursuit. Ainsi, après avoir marqué une pause lors de sa précédente réunion, la BCE a réduit, le 12 septembre, le taux d'intérêt de la facilité de dépôt de 25 pb à 3,50%. Pour sa part, la FED a décidé, à l'issue de sa réunion des 17 et 18 septembre, d'opérer, pour la première fois depuis mars 2020, une baisse de la fourchette cible du taux des fonds fédéraux de 50 pb à [4,75%-5%]. En revanche, après avoir procédé le 31 juillet à une réduction de 25 pb, la Banque d'Angleterre a maintenu le 18 septembre son taux directeur inchangé à 5%.
13. Au niveau national, après une accélération à 3,4% en 2023, la croissance économique devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, ralentir à 2,8% cette année, avant de rebondir à 4,4% en 2025. Cette prévision recouvre une contraction de 6,9% de la valeur ajoutée agricole en 2024, puis une progression de 8,6% en 2025, sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 55 millions de quintaux. Tirée principalement par les industries manufacturières et extractives ainsi que par les activités liées au tourisme, la croissance non agricole devrait continuer à s'améliorer, passant de 3,6% en 2023 à 3,9% en 2024 et en 2025.

14. Sur le plan des comptes extérieurs, après une baisse en 2023, les échanges de biens devraient afficher une reprise en 2024 qui se poursuivrait à moyen terme. Ainsi, les exportations de biens se renforceraient de 4,8% en 2024 et de 9,2% en 2025, reflétant essentiellement des progressions des ventes du secteur automobile qui atteindraient 187,4 milliards de dirhams en 2025 et de celles des phosphates et dérivés qui dépasseraient les 90 milliards la même année. De même, après un repli de 2,9% en 2023, les importations augmenteraient de 5% en 2024 et de 9% en 2025, tirées principalement par les achats de biens d'équipement. En particulier, la facture énergétique s'allégerait de 2,8% cette année avant de s'alourdir de 4,5% à 123,9 milliards de dirhams en 2025. En parallèle, la bonne performance des recettes voyages devrait se maintenir avec des accroissements de 7,1% en 2024 et de 4,6% à 117,3 milliards de dirhams en 2025. Concernant les transferts des MRE, les projections tablent sur un rythme annuel autour de 3% pour atteindre 121,8 milliards de dirhams en 2025. Ces évolutions devraient ainsi permettre de contenir le déficit du compte courant à l'équivalent de 1,4% du PIB en 2024 et de 2,6% en 2025, après 0,6% en 2023. S'agissant des investissements directs étrangers, leurs recettes rebondiraient à l'équivalent de 3,1% du PIB en 2024 puis à 3,2% en 2025 après 2,4% en 2023. Au total, et tenant compte essentiellement des financements extérieurs prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib continueraient de se renforcer pour atteindre 384,3 milliards de dirhams à fin 2024 et 397,4 milliards à fin 2025, représentant ainsi une couverture avoisinant les 5 mois et demi d'importations de biens et services.
15. Pour ce qui est des conditions monétaires, le besoin de liquidité bancaire continuerait de se creuser passant de 111,4 milliards de dirhams à fin 2023 à 120,4 milliards en 2024 et à 146,6 milliards en 2025, tiré essentiellement par l'expansion de la monnaie fiduciaire. Tenant compte de l'évolution attendue des activités non agricoles et des anticipations du système bancaire, la progression du crédit bancaire au secteur non financier s'accélérait à 3,3% en 2024 et à 4,7% en 2025, après une croissance de 2,7% en 2023. S'agissant du taux de change effectif réel, il devrait enregistrer une légère appréciation de 0,7% en 2024, reflétant une augmentation en termes nominaux, partiellement compensée par une inflation domestique moins élevée que chez les principaux partenaires et concurrents commerciaux. En 2025, il devrait connaître une stabilité.
16. Sur le volet des finances publiques, l'exécution budgétaire au titre des huit premiers mois de 2024 fait ressortir une amélioration de 11,2% des recettes ordinaires, portée notamment par la performance notable des rentrées fiscales. En parallèle, les dépenses globales se sont alourdies de 8,9% reflétant en particulier la progression des dépenses en biens et services et celles d'investissement. Tenant compte de ces réalisations, de l'évolution prévue de l'activité économique et des orientations annoncées du projet de Loi de Finances 2025, le déficit budgétaire devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, se stabiliser autour de 4,4% du PIB en 2024 avant de revenir à 3,9% du PIB en 2025.

APERÇU GÉNÉRAL

Malgré la montée des incertitudes liée notamment à l'exacerbation des tensions géopolitiques ainsi qu'aux conditions monétaires restrictives, l'économie mondiale continue de démontrer une relative résilience. Ainsi, les données du deuxième trimestre de 2024 font ressortir une légère accélération de **la croissance** à 3,1%, en glissement annuel, après 2,9% le trimestre précédent, aux États-Unis et à 0,6% contre 0,5%, dans la zone euro. Le rythme de l'activité s'est renforcé en particulier de 2,6% à 2,9% en Espagne et de 0,6% à 0,9% en Italie, alors qu'il a décéléré de 1,5% à 1% en France, l'économie allemande enregistrant, pour sa part, une stagnation après une contraction au trimestre précédent. Par ailleurs, au Royaume-Uni, le PIB s'est amélioré de 0,9% au lieu de 0,3%, tandis que l'économie japonaise a connu une nouvelle contraction de 0,8%.

Dans les principaux pays émergents, la croissance a ralenti en Chine pour s'établir à 4,7% au second trimestre, après 5,3% le trimestre précédent. De même, elle a décéléré de 7,8% à 6,7% en Inde, de 5,4% à 4% en Russie et de 5,3% à 2,5% en Turquie, tandis qu'elle s'est accélérée de 2,5% à 3,3% au Brésil.

Sur **les marchés du travail**, le taux de chômage est resté quasi-stable en août aux États-Unis à la suite d'une hausse sensible en juillet à 4,3%. Dans la zone euro, les données de juillet indiquent que le taux de chômage est ressorti en baisse de 0,1 point à 6,4% en juillet, avec notamment des stabilisations à 3,4% en Allemagne, à 7,5% en France et à 11,5% en Espagne, ainsi qu'un recul à 6,5% en Italie. Au Royaume-Uni, les dernières données relatives au mois de juillet font état d'une légère baisse du chômage à 4,1%.

Sur **les marchés financiers**, malgré une hausse temporaire de la volatilité et des contre-performances historiques au début du mois d'août, 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 août, de 6,2% pour l'Eurostoxx 50, de 9% pour le Dow Jones Industrials, de 8,4% pour le FTSE 100 et de 11,1% pour le Nikkei 225. Ces évolutions se sont accompagnées d'une augmentation de l'aversion au risque sur les marchés financiers américains, avec des accroissements de l'indice VIX de 12,5 en décembre 2023 à 15 en août, et de l'indice VSTOXX de 14 à 18. Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM a enregistré une appréciation de 9% à l'issue des huit premiers mois de l'année, reflétant notamment les gains des indices chinois (+2,9%), indien (+22%) et turc (+16,7%).

S'agissant **des rendements souverains**, ils sont ressortis en baisse au terme des huit premiers mois de 2024 pour les principales économies avancées. Ainsi, le taux à 10 ans a diminué de 14,3 points de base (pb) à 3,9% pour les États-Unis, de 4,7 pb à 3,1% pour l'Espagne et de 2,9 pb à 3,6% pour l'Italie. A l'inverse, ce taux s'est accru de 9,6 pb à 2,2% pour l'Allemagne et de 33,3 pb à 2,9% pour la France. Dans les principales économies émergentes, ce taux s'est replié de 48,1 pb à 2,2% pour la Chine et de 35 pb à 6,9% en Inde. A l'opposé, il a augmenté de 163,5 pb à 12% au Brésil et de 342,1 pb à 26,7% pour la Turquie.

Sur **les marchés de change**, au terme des huit premiers mois de l'année, l'euro s'est apprécié de 1% face au dollar et de 2,6% par rapport au yen japonais, et s'est, en revanche, déprécié de 0,8% face à la livre sterling. Les monnaies des principales économies émergentes se sont également appréciées par rapport au dollar au cours de la même période, avec des gains de 13,5% pour le real brésilien, de 15,8% pour la

lire turque et de 1% pour la roupie indienne. Le renminbi chinois est pour sa part ressorti stable face à la devise américaine.

Concernant **les marchés des matières premières**, après deux hausses mensuelles successives, le cours du Brent s'est replié de 5,2% en août s'établissant en moyenne à 80,86 dollars le baril, et ce, dans un contexte de croissance modérée de la demande mondiale et de l'arrêt graduel des réductions volontaires de la production à partir d'octobre 2024. A noter qu'en date du 5 septembre, l'OPEP+ a finalement décidé de prolonger ces réductions au moins jusqu'à décembre 2024. Hors énergie, les prix ressortent en accroissement de 1,3% d'une année à l'autre, reflétant des progressions de 3,9% des prix des métaux et minerais et de 2,1% de ceux des produits agricoles. Pour ce qui est des phosphates et dérivés, les cours ont enregistré en août une hausse mensuelle de 1,2% à 546 dollars/t pour le DAP et de 0,3% à 507,2 dollars/t pour le TSP, et sont restés stables à 152,5 dollars/t pour le phosphate brut. En glissement annuel, les prix ressortent en repli de 56% pour le phosphate brut et en progression de 12,6% pour le TSP et de 3,3% pour le DAP.

Dans ce contexte, et après sept mois d'évolution autour de 2,5%, **l'inflation** dans la zone euro a reculé de 2,6% en juillet à 2,2% en août, résultat notamment d'un ralentissement du rythme d'évolution annuelle des prix à la consommation de 2,6% à 2% en Allemagne, de 2,7% à 2,2% en France, de 2,9% à 2,4% en Espagne et de 1,6% à 1,3% en Italie. En parallèle, l'inflation a enregistré une nette décélération de 2,9% à 2,5% aux Etats-Unis et s'est stabilisée à 2,2% au Royaume Uni. En revanche, elle s'est accélérée au Japon, passant de 2,7% à 3% entre juillet et août.

Concernant **l'orientation des politiques monétaires, la FED** a décidé, à l'issue de sa réunion des 17 et 18 septembre, et pour la première fois depuis mars 2020, de réduire de 50 points de base (pb) la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4,75%-5%], dans un contexte caractérisé par une augmentation du taux de chômage et une inflation se rapprochant davantage de l'objectif de 2% mais restant quelque peu élevée. Pour sa part, et après une première baisse de 25 points de ses taux directeurs en juin dernier et leur maintien inchangés en juillet, la **BCE** a décidé à l'issue de sa réunion du 12 septembre, de réduire le taux d'intérêt de la facilité de dépôt de 25 points de base à 3,50%. En conséquence, et conformément à son cadre opérationnel, les taux des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal sont abaissés à 3,65% et à 3,90% respectivement.

Au niveau **national**, les données des comptes nationaux relatifs au premier trimestre indiquent que la croissance économique a ralenti à 2,5%, après 3,9% le même trimestre un an auparavant, résultat d'un recul de 5%, contre une progression de 2,1%, de la valeur ajoutée agricole et d'un accroissement de 3,2%, après 3,9%, de celle des activités non agricoles. Du côté de la demande, sa composante intérieure a contribué positivement à la croissance à hauteur de 3,7 points de pourcentage, alors que les échanges extérieurs de biens et services en volume ont participé négativement de l'ordre de 1,1 point.

Sur **le marché du travail**, une perte de 82 mille postes a été enregistrée entre le deuxième trimestre de 2023 et la même période de 2024, exclusivement en milieu rural. L'agriculture et le BTP ont affiché des replis respectifs de 152 mille et 35 mille postes, alors que les autres secteurs ont enregistré des augmentations atteignant 58 mille dans l'« industrie y compris l'artisanat » et 49 mille dans les services.

Le taux d'activité a de nouveau reculé, revenant de 44,8% à 44,2%, et le taux de chômage s'est accru de 12,4% à 13,1%.

Au plan **des comptes extérieurs**, les données relatives aux sept premiers mois de l'année 2024 font ressortir un alourdissement du déficit commercial de 1,1%, résultat des accroissements de 5,5% des exportations et de 3,7% des importations. Le taux de couverture s'est ainsi amélioré d'un point à 60,8%. L'évolution des exportations a été tirée essentiellement par les expéditions des secteurs automobile et aéronautique, qui se sont renforcées en valeur de 8,5% et 20,3% respectivement, ainsi que par la progression de 14,1% des ventes de phosphates et dérivés. A l'inverse, les ventes des secteurs « agricole et agro-alimentaire » et « textile et cuir » ont accusé des replis respectifs de 0,9% et 2,1%. Pour ce qui est des importations, leur évolution reflète principalement des hausses de 9,1% des acquisitions de biens d'équipements, de 8,6% des approvisionnements en demi-produits et de 3,6% des achats de biens de consommation, alors que la facture énergétique s'est allégée de 4,1%. Parallèlement, les recettes voyages se sont améliorées de 3,5% et les dépenses au même titre ont affiché une croissance de 16,9%. Les transferts des MRE ont, pour leur part, poursuivi leur dynamique avec une progression de 3,3%. En ce qui concerne les principales opérations financières, les recettes d'IDE ont connu une expansion de 9,5%, tandis que les dépenses d'investissements directs marocains à l'étranger ont diminué de 35,5%. Dans ces conditions, les avoirs officiels de réserves se sont établis à 365,9 milliards de dirhams à fin juillet, représentant l'équivalent de 5 mois et 14 jours d'importations de biens et services.

Au niveau **des conditions monétaires**, le besoin de liquidité des banques s'est légèrement accentué à 113,8 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire au deuxième trimestre et à 129,4 milliards en moyenne en juillet et août. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté le montant de ses injections à 128,2 milliards puis à 143,3 milliards respectivement. Les conditions monétaires ont été également caractérisées au deuxième trimestre 2024 par une appréciation de 0,71% du taux de change effectif réel et une quasi-stabilité d'un trimestre à l'autre des taux débiteurs à 5,43%. S'agissant du crédit bancaire au secteur non financier, il s'est accru de 2% au lieu de 2,6% le trimestre précédent, reflétant notamment le ralentissement des prêts aux entreprises. Les dernières données disponibles relatives au mois de juillet font ressortir une croissance de 2,8% en lien avec l'amélioration des concours aux entreprises privées.

S'agissant des finances publiques, l'exécution budgétaire au titre des huit premiers mois de 2024 s'est soldée par un déficit, hors produit de cession des participations de l'Etat, de 41,9 milliards de dirhams, en léger creusement de 283 millions comparativement à la même période de 2023. Les recettes ordinaires ont connu une amélioration de 11,2% à 251,6 milliards, reflétant des progressions de 11,8% des rentrées fiscales et de 6,3% de celles non fiscales. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 8,4% à 237 milliards sous l'effet des augmentations de 10,3% des charges des biens et services, incorporant une progression 5,5% de la masse salariale, et de 6,6% de celles des intérêts de la dette, alors que les dépenses de compensation ont diminué de 8,2%. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 14,6 milliards au lieu de 7,7 milliards à fin août 2023. De leur côté, les dépenses d'investissement ont affiché une hausse de 10,7% à 65,4 milliards, portant ainsi celles globales à 302,5 milliards, en accroissement de 8,9%. Pour ce qui est du solde positif des comptes spéciaux du Trésor, il a régressé de 9,3% à 8,9 milliards. Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance

de 4,9 milliards, le déficit de caisse s'est allégé à 46,9 milliards, contre 51,8 milliards un an auparavant. Outre l'encaissement de recettes de cession des participations de l'Etat de 1,7 milliard, ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 40,3 milliards et par un flux net extérieur de 4,9 milliards. Ainsi, l'encours de la dette publique directe aurait progressé de 5,5% à fin août 2024 comparativement à son niveau à fin décembre 2023.

Sur la bourse **de Casablanca**, le MASI s'est apprécié en glissement trimestriel de 2,2% au deuxième trimestre 2024, reflétant principalement les progressions des indices sectoriels de la « participation et promotion immobilière » de 45,5%, des mines de 36,5% et des « bâtiments et matériaux de construction » de 3,7%. Pour ce qui est du volume des échanges, il est revenu d'un trimestre à l'autre de 13,1 milliards de dirhams à 28,3 milliards, en liaison essentiellement avec l'accroissement des échanges sur le marché des blocs de 270,6 millions à 8,5 milliards et sur le marché central actions où le chiffre d'affaires a atteint 16,5 milliards après 11,3 milliards, ainsi qu'avec l'opération d'augmentation de capital réalisée par Managem le 17 avril pour près de 3 milliards de dirhams. Dans ce contexte, la capitalisation boursière s'est accrue depuis le début de l'année de 10,6% à 692,4 milliards de dirhams.

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

Dans ce contexte, après s'être établie à 0,8% en moyenne au deuxième trimestre 2024, **l'inflation** est passée à 1,5% en moyenne en juillet et août. Cette relative accélération reflète, en grande partie, l'atténuation de la baisse en glissement annuel des prix des produits alimentaires à prix volatils, ainsi que le renchérissement des produits à tarifs réglementés. Pour sa part, l'inflation sous-jacente continue d'évoluer à un niveau modéré, se situant à 2% après 2,1% en moyenne au deuxième trimestre. Pour ce qui est des anticipations d'inflation des experts du secteur financier au titre du troisième trimestre 2024, elles se sont établies à 2,2%, au lieu de 2,7% un trimestre auparavant, à l'horizon de huit trimestres et à 2,3%, après 2,8%, à l'horizon des 12 prochains trimestres.

En termes de perspectives, l'économie mondiale devrait ralentir quoiqu'à un rythme moins rapide qu'initialement prévu en juin, revenant de 3,3% en 2023 à 3,2% en 2024 et à 2,9% en 2025. Au niveau des économies avancées, après un taux de 2,5% en 2023, la croissance s'établirait à 2,6% cette année aux Etats-Unis, portée par les dépenses de consommation et d'investissements, avant de ralentir à 1,6% en 2025. Dans la zone euro, elle resterait faible, passant de 1% à 0,8% en 2024, freinée principalement par l'atonie de l'économie allemande et les difficultés du secteur manufacturier, avant de s'accélérer à 1,5% en 2025. Au Royaume-Uni, le PIB devrait s'accroître de 1,1% en 2024 après 0,1% en 2023, à la faveur d'une croissance rapide des salaires réels, puis de 1,4% en 2025.

Dans les principaux pays émergents, après avoir atteint 5,2% en 2023, la croissance de l'économie chinoise ralentirait à 5% en 2024 et à 4,7% en 2025, pâtissant notamment des difficultés persistantes du marché immobilier et des niveaux élevés de la dette des collectivités locales. En revanche, l'économie

indienne afficherait une croissance de 7,3% en 2024 après 7,8% en 2023, à la faveur du dynamisme des investissements publics, et de 6,8% en 2025. Au Brésil, le rythme d'accroissement du PIB devrait décélérer de 2,9% à 1,9% en 2024, et se stabiliser globalement à ce niveau à l'horizon 2025. Quant à la Russie, l'activité devrait demeurer solide compte tenu de la vigueur des dépenses militaires et de la hausse des salaires publiques et ce, avant de fléchir à 1% en 2025 en raison du ralentissement de la demande interne.

Sur **les marchés des matières premières**, le cours du Brent ressortirait stable à 82,5 dollars le baril en moyenne cette année puis augmenterait légèrement à 84,2 dollars en 2025, dans un contexte d'incertitudes quant à la reprise de la demande parallèlement aux réductions de la production opérées par l'OPEP+. Pour ce qui est du **phosphate et dérivés** marocains, les prix devraient rester quasi-stables en 2024 à 589 dollars/t pour le DAP et à 450 dollars/t pour le TSP, avant de s'élever en 2025 à 596 dollars/t pour le DAP et à 472 dollars/t pour le TSP. Quant au phosphate brut Maroc, son prix passerait de 265 dollars/t en 2023 à 229 dollars/t en 2024 puis à 217,5 dollars/t en 2025. Concernant les prix **des denrées alimentaires**, après la contraction de 13,8% observée en 2023, l'indice FAO devrait continuer de baisser en 2024 avec un recul de 3,5%, avant d'afficher une hausse de 3,2% en 2025.

Dans ces conditions, **l'inflation mondiale** poursuivrait sa décélération à moyen terme pour se situer à 3,7% en 2024 puis à 3,2% en 2025. Dans la zone euro, elle reviendrait de 5,4% en 2023 à 2,5% cette année et demeurerait à ce niveau en 2025. De même, aux Etats-Unis, elle poursuivrait sa tendance baissière, revenant de 4,1% en 2023 à 2,9% en 2024 et à 2,5% en 2025.

Au niveau national, les exportations devraient augmenter de 4,8% en 2024, tirée essentiellement par des accroissements de 11,7% des ventes du secteur automobile et de 6,1% des exportations de phosphates et dérivés reflétant une amélioration prévue des quantités expédiées. Quant aux importations, elles progresseraient de 5%, en relation principalement avec des hausses des achats de biens d'équipement et de demi-produits, alors que la facture énergétique devrait s'alléger de 2,8% à 118,6 milliards de dirhams. En parallèle, les recettes voyages devraient s'accroître de 7,1% à 112,2 milliards et les transferts des MRE devraient se renforcer de 2,5% à 118,2 milliards. Le déficit du compte courant terminerait ainsi l'année à 1,4% du PIB, après 0,6% en 2023. Par ailleurs, les recettes des IDE augmenteraient à 46,5 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 3,1% du PIB en 2024 après un montant équivalent à 2,4% du PIB enregistré en 2023. En 2025, les exportations progresseraient de 9,2%, en relation principalement avec des hausses de près de 13% aussi bien des expéditions en valeur du secteur automobile à 187,4 milliards de dirhams que de celles de phosphates et dérivés à 91,8 milliards de dirhams. En parallèle, les importations progresseraient de 9%, reflétant en particulier la forte dynamique prévue des acquisitions de biens d'équipement. Dans le même sens, la facture énergétique s'alourdirait de 4,5% à 123,9 milliards de dirhams. Pour leur part, les recettes voyages et les transferts des MRE devraient continuer de s'améliorer pour atteindre 117,3 milliards et 121,8 milliards de dirhams respectivement. Le déficit du compte courant devrait ainsi s'établir à 2,6% 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 du Trésor, les avoirs officiels de réserve devraient se renforcer à 384,3 milliards de dirhams à fin 2024 et à 397,4 milliards à fin 2025. Leur couverture se situerait ainsi à 5 mois et 10 jours et à 5 mois et demi d'importations de biens et services respectivement.

S'agissant **des conditions monétaires**, tiré essentiellement par l'expansion de la fiduciaire, le besoin de liquidité bancaire devrait se creuser pour ressortir à 120,4 milliards de dirhams à fin 2024 et à 146,6 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 anticipations du système bancaire, il s'accélérerait à 3,3% en 2024 et à 4,7% en 2025.

Sur le volet **des finances publiques**, le déficit budgétaire devrait se stabiliser autour de 4,4% du PIB en 2024, soit le même niveau qu'en 2023, avant de revenir à 3,9% du PIB en 2025, en amélioration de 0,2 point du PIB par rapport à l'exercice de juin. Outre les ajustements opérés lors de l'exercice de prévision de juin relatifs à l'impact du dialogue social, à l'intégration des nouveaux crédits ouverts ainsi qu'à la performance des recettes fiscales, ces projections tiennent compte de l'exécution budgétaire à fin août 2024, des nouvelles prévisions macroéconomiques de BAM, de la note d'orientation du PLF 2025 et de la présentation de la Ministre des Finances au Parlement en juillet dernier.

Pour ce qui est de **l'activité économique**, après une accélération à 3,4% en 2023, la croissance de l'économie nationale devrait ralentir à 2,8% cette année, avant de rebondir à 4,4% en 2025. Cette prévision recouvre une contraction de 6,9% de la valeur ajoutée agricole en 2024, tenant compte d'une récolte céréalière 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 des activités non agricoles devrait se consolider à 3,6% en 2024 et s'améliorer à 3,9% en 2025.

Dans ces conditions, **l'inflation** ralentirait à 1,3% en 2024 au lieu de 6,1% en 2023, en raison principalement d'une baisse plus rapide que prévu des prix des produits alimentaires à prix volatils, avant de s'accélérer à 2,5%. Sa composante sous-jacente décélérerait à 2,1% en 2024 et en 2025, après 5,6% en 2023.

Les incertitudes entourant les perspectives de l'économie mondiale restent importantes, particulièrement avec les élections prévues en 2024 dans de nombreux pays, notamment aux Etats-Unis, la crise immobilière en Chine et l'atonie de l'économie allemande. Ces incertitudes orientent les risques vers une croissance plus faible. De surcroît, la persistance du conflit en Ukraine et le risque d'escalade au Moyen-Orient pourraient fragiliser davantage l'activité économique mondiale et perturber les chaînes d'approvisionnements notamment énergétiques, entraînant une hausse des prix des matières premières et par conséquent une accélération de l'inflation.

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

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

Malgré la montée des incertitudes, les dernières données font ressortir une relative résilience de l'activité économique parallèlement à une baisse tendancielle, bien qu'irrégulière, de l'inflation. Dans ce contexte, un nombre croissant d'économies avancées et émergentes ont débuté ou poursuivi l'assouplissement de l'orientation de leur politique monétaire.

La croissance s'est légèrement accélérée au second trimestre en glissement annuel aux Etats-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni, tandis qu'en Chine et en Inde, elle est ressortie en décélération. Pour sa part, l'inflation est retombée au mois d'août à son plus bas niveau depuis juillet 2021 dans la zone euro, et une évolution similaire est observée aux Etats-Unis et au Royaume Uni. Sur les marchés du travail, après une hausse sensible en juillet, le taux de chômage est ressorti en légère diminution aux Etats-Unis au mois d'août. De même, dans la zone euro, les données de juillet indiquent une légère baisse mensuelle à 6,4%. Au niveau des marchés financiers, malgré un épisode de forte volatilité début août, les données font ressortir des performances positives des principales places boursières au terme des huit premiers mois de l'année. Quant aux rendements souverains, les taux à long terme ont globalement baissé aussi bien pour les principales économies avancées qu'émergentes. Pour ce qui est des matières premières, le cours du Brent est ressorti en repli en août, tant en rythme mensuel qu'annuel, et les prix des produits agricoles ont légèrement diminué au cours du même mois, mais demeurent en augmentation en comparaison annuelle.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Les données relatives au second trimestre 2024 indiquent une légère accélération de la croissance à 3,1% en glissement annuel aux États-Unis, après 2,9% au premier trimestre, et à 0,6% après 0,5% dans la zone euro. Le rythme de l'activité s'est renforcé de 2,6% à 2,9% en Espagne et de 0,6% à 0,9% en Italie, alors qu'il a ralenti de 1,5% à 1% en France, l'économie allemande enregistrant, pour sa part, une stagnation après une contraction au trimestre précédent. Pour ce qui est des autres économies avancées, l'activité s'est également accélérée au Royaume-Uni, avec une progression du PIB de 0,9% au second trimestre contre 0,3% le trimestre précédent, tandis que l'économie japonaise a connu une nouvelle contraction de 0,8%.

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

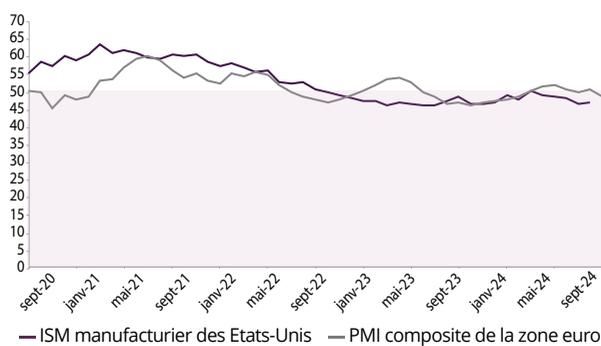
	2022			2023			2024		
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Pays avancés									
Etats-Unis	1,9	1,7	0,7	1,7	2,4	2,9	3,1	2,9	3,1
Zone Euro	3,9	2,6	1,7	1,3	0,5	0,0	0,2	0,5	0,6
France	3,7	1,4	0,8	1,0	1,3	0,9	1,3	1,5	1,0
Allemagne	0,8	1,4	0,2	0,2	0,1	-0,3	-0,2	-0,1	0,0
Italie	5,3	2,8	1,9	2,2	0,6	0,6	0,7	0,6	0,9
Espagne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

Source : Thomson Reuters Eikon et Eurostat.

S'agissant des principaux pays émergents, la croissance a ralenti en Chine pour s'établir à 4,7% au second trimestre, après 5,3% le trimestre précédent. De même, elle a décéléré de 7,8% à 6,7% en Inde, de 5,4% à 4% en Russie et de 5,3% à 2,5% en Turquie, tandis qu'elle s'est accélérée de 2,5% à 3,3% au Brésil.

Concernant les indicateurs avancés de l'activité, l'indice PMI composite de la zone euro s'est replié de 51 en août à 48,9 en septembre. En revanche, l'ISM manufacturier américain s'est redressé en août à 47,2 après 46,8 le mois précédent, tout en restant en territoire de contraction.

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



Source : Thomson Reuters Eikon.

1.1.2 Marché de l'emploi

Les données sur les marchés du travail indiquent une légère baisse du taux de chômage aux Etats-Unis à 4,2% en août après la hausse à 4,3% enregistrée en juillet, avec une augmentation significative des créations d'emploi à 142 mille postes contre seulement 89 mille un mois plus tôt. De même, dans la zone euro, ce taux est ressorti en baisse à 6,4% en juillet, avec notamment une stabilisation à 3,4% en Allemagne, à 7,5% en France et à 11,5% en Espagne, ainsi qu'un repli à 6,5% en Italie. Au Royaume-Uni, les dernières données relatives au mois de juillet font état d'une légère baisse du chômage à 4,1%.

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

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

Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

1.2.1 Décisions de politiques monétaires

La Fed a décidé à l'issue de sa réunion des 17 et 18 septembre, et pour la 1ère fois depuis mars 2020, de réduire de 50 points de base (pb) la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4,75%-5%], dans un contexte caractérisé par un rythme soutenu de l'activité économique, une augmentation du taux de chômage, et une inflation se rapprochant davantage de l'objectif de 2% mais restant quelque peu élevée. En parallèle, la FED continuera à réduire les avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires.

Pour sa part, à l'issue de sa réunion du 12 septembre, et après une première baisse de 25 points de ses taux directeurs en juin dernier, la BCE a décidé de réduire le taux d'intérêt de la facilité de dépôt, à travers lequel elle pilote l'orientation de la politique monétaire, de 25 points de base à 3,50%, marquant une étape supplémentaire dans la modération du caractère restrictif de la politique monétaire. En conséquence, et conformément à son cadre opérationnel, les taux des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal sont abaissés à 3,65% et à 3,90% respectivement. La BCE a, en outre, indiqué que son Programme d'achat d'actifs (APP) se contracte à un rythme mesuré et prévisible, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance. Quant au

Programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), l'Eurosystème ne réinvestit plus la totalité des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance, réduit le portefeuille de ce programme de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne, et prévoit de mettre un terme aux réinvestissements en fin 2024.

La Banque d'Angleterre a quant à elle décidé lors de sa réunion du 18 septembre, de maintenir inchangé son taux directeur à 5%, après la baisse de 25 points de base opérée en août, afin d'éliminer les pressions inflationnistes persistantes. Elle a également décidé de réduire son stock d'obligations d'État britanniques de 100 milliards de livres supplémentaires au cours des 12 prochains mois, soit au même rythme que l'année écoulée. En outre, son Comité a réitéré le fait que la politique monétaire devra rester restrictive suffisamment longtemps jusqu'à ce que les risques pesant sur un retour durable de l'inflation à l'objectif de 2% à moyen terme se soient davantage dissipés.

Parallèlement, après avoir relevé en juillet son taux directeur de 25 points à 0,25%, la Banque du Japon a décidé de le maintenir inchangé suite à sa réunion du 20 septembre. Elle a également annoncé en juillet réduire ses achats d'obligations d'État japonaises d'environ 400 milliards de yens par trimestre jusqu'en mars 2026.

Au niveau des principales économies émergentes, les banques centrales de l'Inde et de la Turquie ont maintenu leurs taux directeurs inchangés lors de leurs dernières réunions. En revanche, la Banque centrale de la Chine a annoncé le 22 juillet une réduction de ses taux d'intérêts directeurs. A l'inverse, les Banques centrales de la Russie et du Brésil ont décidé en septembre de relever leur taux directeur, respectivement à 19% et 10,75% dans un contexte de pressions inflationnistes.

1.2.2 Marchés financiers

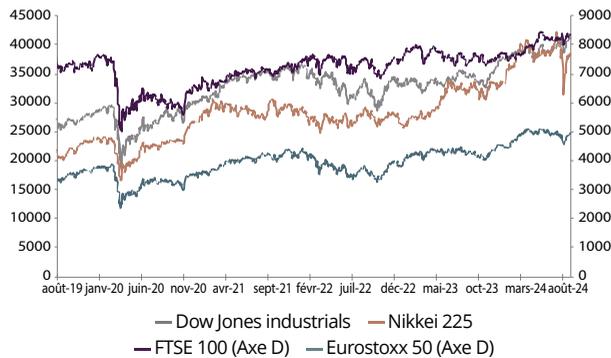
Sur les marchés de change, au terme des huit premiers mois de l'année 2024, l'euro s'est apprécié de 1% face au dollar et de 2,6% par rapport au yen japonais. Il s'est en revanche déprécié de 0,8% face à la livre sterling. Les monnaies des principales économies émergentes se sont également appréciées par rapport au dollar sur la même période, avec des gains de 13,5% pour le real brésilien, de 15,8% pour la lire turque et, dans une moindre mesure, de 1% pour la roupie indienne. Le renminbi chinois est pour sa part ressorti stable face à la devise américaine.

Graphique 1.2 : Evolution du taux de change euro/dollar



Source : Thomson Reuters Eikon.

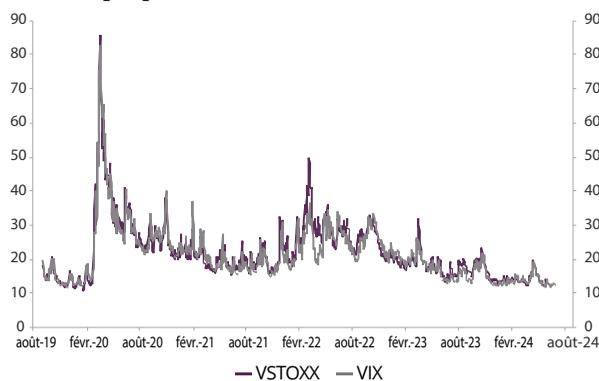
Sur les marchés boursiers des principales économies avancées, malgré un pic de volatilité de courte durée et des contre-performances historiques au début du mois d'août, liées principalement à la publication de données moins bonnes qu'attendu sur l'emploi aux Etats-Unis et amplifiées par l'appréciation du yen japonais face au dollar, la tendance s'est orientée à la hausse depuis le début de l'année. Les gains enregistrés à fin août ont été de 6,2% pour l'Eurostoxx 50, de 9% pour le Dow Jones Industrials, de 8,4% pour le FTSE 100 et de 11,1% 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 de 12,5 en décembre 2023 à 15 en août dernier. De même, l'indice de volatilité sur les marchés européens VSTOXX a augmenté pour atteindre 18 (contre 14 en décembre).

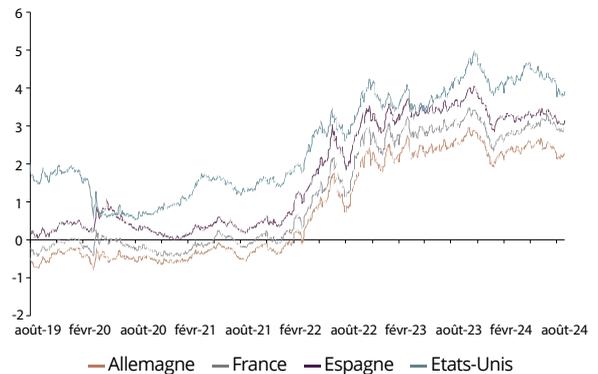
Au niveau des économies émergentes, le MSCI EM a enregistré une progression de 9% à l'issue des huit premiers mois de l'année, en lien notamment avec les gains des indices chinois (+2,9%), indien (+22%) et turc (+16,7%).

Graphique 1.4 : Evolution du VIX et du VSTOXX

Source : Thomson Reuters Eikon.

Concernant les marchés obligataires souverains, les rendements pour les principales économies

avancées sont ressortis en baisse au terme des huit premiers mois l'année. Ainsi, le taux à 10 ans a diminué de 14,3 pb pour les Etats-Unis à 3,9%, de 4,7 pb à 3,1% pour l'Espagne et de 2,9 pb à 3,6% pour l'Italie. A l'inverse, ce taux a augmenté de 9,6 pb à 2,2% pour l'Allemagne et de 33,3 pb à 2,9% en France. Dans les principales économies émergentes, ce taux a baissé de 48,1 pb à 2,2% pour la Chine et de 35 pb à 6,9% pour l'Inde. En revanche, il a augmenté de 163,5 pb à 12% pour le Brésil et de 342,1 pb à 26,7% pour la Turquie.

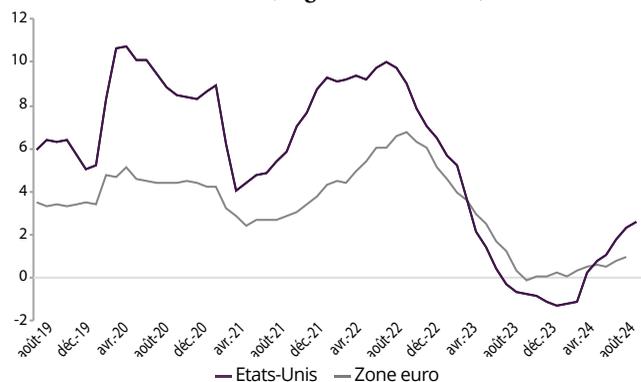
Graphique 1.5 : Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans

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 5,4% et à 3,6% en août, soit des baisses de 26 et 39 pb respectivement par rapport à décembre 2023.

S'agissant du crédit bancaire, sa croissance s'est de nouveau accélérée en août aux Etats-Unis, à un rythme de 2,9% en glissement annuel. Dans la zone euro, sa progression a été de 1,3% au cours du mois de juillet.

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



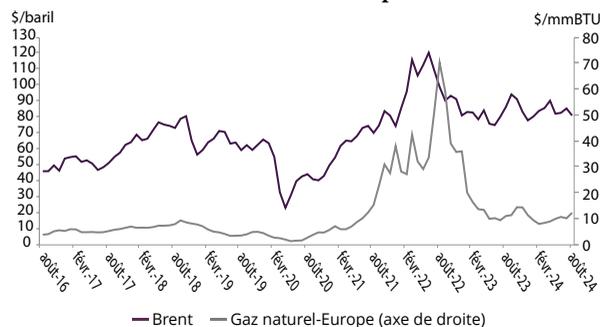
Source : Thomson Reuters Eikon.

1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur le marché des matières premières, après deux hausses mensuelles successives, le cours du Brent s'est replié de 5,2% en août et de 6,2% en glissement annuel, s'établissant en moyenne à 80,86 \$/bbl dans un contexte de croissance modérée de la demande mondiale et de l'annonce en juin par l'OPEP+ de l'arrêt graduel des réductions volontaires de la production à partir d'octobre 2024. A noter qu'en date du 5 septembre, l'OPEP+ a finalement décidé de prolonger ces réductions au moins jusqu'à décembre 2024. A l'inverse, le gaz naturel européen s'est renchéri de 19,6% entre juillet et août et de 10,6% en glissement annuel à 12,37 \$/mmBTU. Cette évolution s'explique notamment par l'arrêt momentané de l'activité de production dans le terminal de GNL d'Ichthys en Australie et par les dégâts subis par une infrastructure de stockage en Ukraine en raison du conflit avec la Russie. De surcroît, les maintenances sur les champs gaziers en Norvège, renforcent les pressions sur les prix.

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

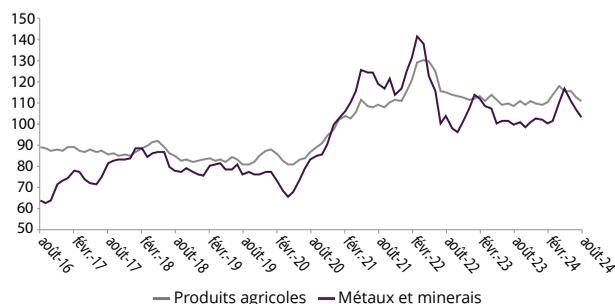


Source : Banque Mondiale.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

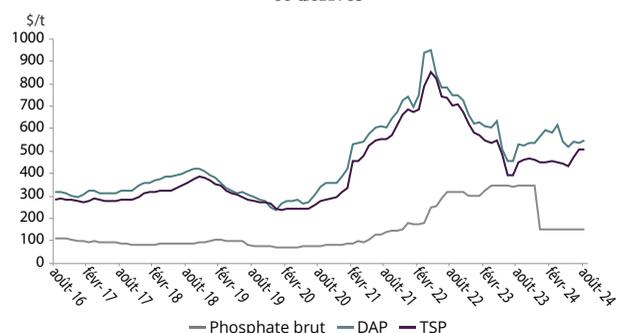
Hors énergie, les prix ont affiché une diminution mensuelle de 1,9% en août, reflétant notamment celle de 3,1% des cours des métaux et minerais. Par rapport au même mois de l'année dernière, ces prix ressortent en hausse de 1,3% globalement, avec un accroissement de 3,9% des prix des métaux et minerais et de 2,1% de ceux des produits agricoles.

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



Source : Banque Mondiale.

Pour ce qui est du phosphate et dérivés, les cours ont enregistré en août une hausse mensuelle de 1,2% à 546 \$/t pour le DAP et de 0,3% à 507,2 \$/t pour le TSP, et sont restés stables à 152,5 \$/t pour le phosphate brut. En glissement annuel, les prix ressortent en recul de 56% pour le phosphate brut, et en progression de 12,6% pour le TSP et de 3,3% pour le DAP.

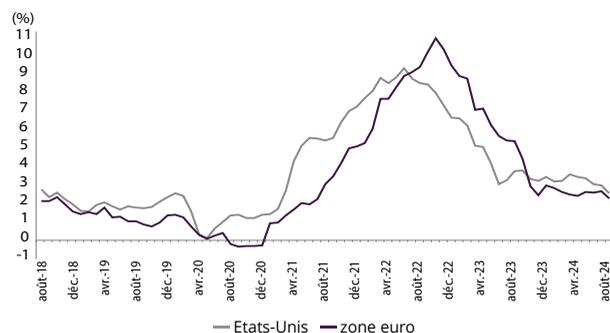
Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et dérivés


Source : Banque Mondiale.

1.3.3 Inflation

Après sept mois d'évolution autour de 2,5%, l'inflation dans la zone euro a marqué un net recul à 2,2% en août, après 2,6% en juillet, traduisant notamment un ralentissement de 2,6% à 2% en Allemagne, de 2,7% à 2,2% en France, de 2,9% à 2,4% en Espagne et de 1,6% à 1,3% en Italie. En parallèle, l'inflation a enregistré une baisse notable au mois d'août à 2,5% après 2,9% en juillet aux Etats-Unis, et s'est stabilisée à 2,2% au Royaume Uni. En revanche, elle s'est accélérée au Japon, passant de 2,7% à 3% entre juillet et août.

Quant aux principales économies émergentes, l'inflation a marqué un léger rebond en août, passant de 0,5% à 0,6% en Chine et de 3,6% à 3,7% en Inde. Elle s'est en revanche inscrite en recul de 4,5% à 4,2% au Brésil, et s'est stabilisée à 9,1% en Russie 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		
			Juin	Juillet	Août
Etats-Unis	8,0	4,1	3,0	2,9	2,5
Zone Euro	8,4	5,5	2,5	2,6	2,2
Allemagne	8,6	6,1	2,5	2,6	2,0
France	5,9	5,7	2,5	2,7	2,2
Espagne	8,3	3,4	3,6	2,9	2,4
Italie	8,7	6,0	0,9	1,6	1,3
Royaume-Uni	9,0	7,4	2,0	2,2	2,2
Japon	2,5	3,3	2,9	2,7	3,0

Sources : Thomson Reuters Eikon, Eurostat & FMI.

Encadré 1.1 : Elections présidentielles américaines : un événement majeur pour l'économie mondiale

Compte tenu du poids économique, politique et militaire des États-Unis, les élections présidentielles américaines, prévues en novembre prochain, constituent un événement majeur pour l'économie mondiale. Les points de discordance entre Donald Trump, candidat républicain et ancien président, et Kamala Harris, candidate démocrate et vice-présidente sortante, illustrent des visions profondément divergentes pour l'avenir des États-Unis, avec des implications importantes pour les politiques intérieures et internationales.

Parmi les principaux enjeux économiques de la campagne figurent la réforme du système fiscal, le commerce international, le changement climatique et l'immigration.

- *La réforme du système fiscal.* La candidate démocrate propose de réformer le code fiscal en augmentant les impôts pour les individus les plus riches et les grandes entreprises, ainsi que de renforcer l'application des lois pour éviter l'évasion fiscale¹. Pour sa part, Donald Trump soutient la prolongation des réductions d'impôts mises en place durant son mandat, qui incluaient des baisses pour les entreprises et les individus, proposant même une réduction supplémentaire².

1 « Unpacking Kamala Harris' economic agenda », Qatar National Bank, Economics report, 18 août 2024.

2 En 2017, Donald Trump a promulgué la « Tax Cuts and Jobs Act », une réforme fiscale majeure visant à réduire les impôts pour les entreprises et les particuliers. Cette réforme a notamment réduit le taux d'imposition des sociétés (IS) de 35% à 21%, tandis que les taux d'imposition individuels ont été réduits à différents niveaux de revenus. Le candidat préconiserait une baisse supplémentaire de l'IS de 21% à 15%.

- *Le commerce international.* La candidate démocrate privilégie les négociations multilatérales et les accords commerciaux, cherchant à renforcer les alliances avec les partenaires internationaux. En revanche, le candidat républicain soutient une politique commerciale plus protectionniste avec des tarifs douaniers élevés en particulier sur les produits chinois³, pour compenser notamment la baisse susmentionnée des recettes fiscales. Il favorise les accords bilatéraux et la renégociation des accords commerciaux existants pour privilégier les intérêts américains. Le seul trait d'union entre les deux candidats réside dans l'opposition à la Chine, même s'il n'existe pas de consensus sur la stratégie à suivre pour freiner les ambitions industrielles et technologiques du géant asiatique.

- *L'immigration.* Le candidat républicain met l'accent sur la sécurité des frontières et la réduction de l'immigration illégale. Il propose des politiques d'immigration strictes, notamment des mesures de déportation massives et des restrictions sévères sur les visas et l'immigration légale⁴. Pour sa part, Mme Harris plaide pour une approche plus inclusive, avec des réformes qui visent à régulariser les immigrants sans papiers, à améliorer le système de visas, et à renforcer les protections pour les demandeurs d'asile. La politique qui sera appliquée aura des effets sur le marché du travail, une approche restrictive pouvant exacerber les pénuries de main-d'œuvre dans certains secteurs, augmentant ainsi les salaires et exerçant des pressions inflationnistes.

- *Le changement climatique.* L'ancien président a souvent minimisé l'importance des actions climatiques, avec un soutien accru pour les énergies fossiles comme le charbon et le pétrole. Son administration a retiré les États-Unis de l'Accord de Paris et s'est opposée à des réglementations environnementales plus strictes. Kamala Harris, quant à elle, se concentre sur des initiatives écologiques ambitieuses, y compris la transition

3 Donald Trump souhaite instaurer un droit de douane de 60% sur toutes les importations en provenance de Chine et de 10% en provenance du reste du monde.

4 « What is the "Trump 2.0" economic agenda? », Qatar National Bank, Economics report, 11 août 2024.

5 « Présidentielle américaine: le long combat environnemental de Kamala Harris », Euractiv, 26 juillet 2024.

vers les énergies renouvelables, ainsi que des investissements massifs dans les infrastructures vertes pour lutter contre le changement climatique⁵.

En somme, quelle que soit l'issue de l'élection présidentielle en novembre prochain, la composition de la Chambre des représentants et du Sénat reste un facteur décisif. Une victoire des Démocrates pourrait aboutir à un Congrès divisé, tandis que celle des Républicains conduirait à un Congrès uni⁶.

- *Victoire des Républicains avec un Congrès uni :* les politiques réglementaires, énergétiques et fiscales favorables à la croissance pourraient se traduire par une inflation plus élevée, obligeant la Fed à interrompre son cycle de baisse prévu. Les rendements obligataires augmenteraient, le dollar s'apprécierait face à l'euro et les valeurs boursières gagneraient du terrain, en particulier les valeurs bancaires et les titres du secteur de la défense.

- *Victoire des Démocrates avec un Congrès divisé :* elle impliquerait une plus grande continuité politique et une poursuite de l'assouplissement monétaire par la Fed, ainsi qu'un impact plus neutre sur le dollar. Les actions défensives deviendraient plus attrayantes et les rendements des bons du Trésor à américain s'inscriraient en baisse.

5 « Elections américaines: scénarios et implications pour l'investissement », Lombard Odier, 13 août 2024.

2. Comptes extérieurs

Les données du commerce extérieur relatives aux sept premiers mois de l'année 2024 indiquent une accélération de la progression des échanges de biens, une poursuite de la dynamique favorable des recettes voyages et des transferts des MRE et une bonne performance des recettes d'IDE comparativement à l'année précédente. Ainsi, les exportations de biens ont augmenté de 5,5% et les importations de 3,7%. Le déficit commercial s'est, en conséquence, alourdi de 1,1% à 169 milliards et le taux de couverture s'est situé à 60,8% après 59,8% à fin juillet 2023. En parallèle, les recettes de voyage se sont améliorées de 3,5% et les transferts des MRE ont progressé de 3,3% pour atteindre 68,1 milliards de dirhams. Pour ce qui est des principales opérations financières, les recettes d'IDE se sont accrues de 9,5% à 22,2 milliards, alors que les investissements directs marocains à l'étranger ont poursuivi leur tendance baissière avec une contraction de 35,5% à 10,5 milliards. Dans ces conditions, l'encours des avoirs officiels de réserves s'est établi, à fin juillet 2024, à 365,9 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 14 jours d'importations de biens et services.

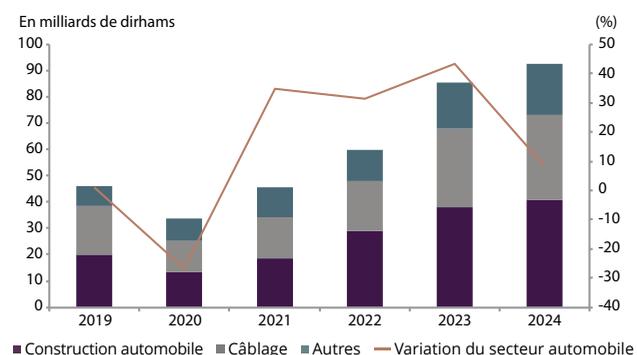
2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

L'augmentation des exportations a été tirée principalement par les ventes du secteur automobile qui ont enregistré une hausse de 8,5% à 92,8 milliards de dirhams. Cette évolution intègre notamment des progressions de 7,3% à 40,8 milliards pour le segment de la « construction » et de 8,3% à 32,3 milliards pour celui du « câblage ». De même, sous l'effet d'une augmentation des quantités expédiées, les ventes des phosphates et dérivés ont marqué une augmentation de 14,1% à 46,2 milliards, incluant des accroissements de 49,4% à 4,9 milliards des expéditions de phosphate brut, de 10,3% à 7,7 milliards pour l'acide phosphorique et de 11,2% à 33,5 milliards pour les engrais naturels et chimiques. En parallèle, les exportations du secteur aéronautique ont maintenu leur bonne performance, avec une hausse de 20,3% à 15,3 milliards. En revanche, les ventes du secteur de l'« électronique et électricité » se sont contractées de 2,6% à 10,2 milliards, avec une baisse de 11,3% pour les composants électroniques. Dans le même

sens, les exportations du secteur du « textile et cuir » ont fléchi de 2,1% à 27,9 milliards, reflétant des diminutions de 11,3% pour la branche des « chaussures » et de 1% pour celle des « vêtements confectionnés ». En parallèle, les exportations de produits agricoles et agro-alimentaires ont reculé de 0,9% à 51,1 milliards, traduisant des replis de 1,5% des ventes des industries alimentaires et de 1,1% de celles de produits agricoles.

Graphique 2.1 : Exportations du secteur automobile à fin juillet



Source : Office des Changes.

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

Secteurs/Segments	Janvier - juillet		Variations	
	2024	2023	En valeur	En %
Exportations	262 447	248 732	13 715	5,5
Automobile	92 750	85 514	7 236	8,5
Construction	40 838	38 065	2 773	7,3
Câblage	32 259	29 774	2 485	8,3
Intérieur véhicules et sièges	5 415	4 577	838	18,3
Phosphates et dérivés	46 168	40 455	5 713	14,1
Engrais naturels et chimiques	33 504	30 142	3 362	11,2
Phosphates	4 926	3 297	1 629	49,4
Acide phosphorique	7 738	7 017	721	10,3
Aéronautique	15 340	12 751	2 589	20,3
Assemblage	10 047	7 591	2 456	32,4
Système d'interconnexion de câblage électrique	5 219	5 108	111	2,2
Autres extractions minières	3 107	3 040	67	2,2
Minerais de zinc	238	303	-65	-21,5
Fluorine spath fluor	217	162	55	34,0
Sulfate de baryum	681	644	37	5,7
Electronique et Electricité	10 182	10 458	-276	-2,6
Composants électroniques	4 147	4 674	-527	-11,3
Appareils pour la coupure ou la connexion des circuits électriques et résistances	1 137	942	195	20,7
Appareils électr. pour la téléphonie ou télégraphie par fil	1 145	1 175	-30	-2,6
Industrie alimentaire	24 405	24 772	-367	-1,5
Agriculture, sylviculture, chasse	25 113	25 383	-270	-1,1
Industrie du tabac	739	601	138	23,0
Textile et Cuir	27 941	28 540	-599	-2,1
Vêtements confectionnés	18 504	18 686	-182	-1,0
Textile technique	312	337	-25	-7,4
Chaussures	1 754	1 977	-223	-11,3
Autres industries	15 828	16 362	-534	-3,3
Métallurgie et travail des métaux	4 375	4 816	-441	-9,2
Industrie pharmaceutique	881	970	-89	-9,2
Industrie du plastique et du caoutchouc	909	880	29	3,3

Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

L'accroissement des importations a concerné l'ensemble des groupements de produits, à l'exception des produits bruts et énergétiques. En effet, les acquisitions de biens d'équipement ont enregistré une hausse de 9,1% à 101,1 milliards, tirées essentiellement par les progressions de 49,7% des achats de voitures utilitaires et de 17,2% de ceux des « appareils pour coupure ou connexion des circuits électriques et résistances ». De même, les acquisitions de demi-produits ont augmenté de 8,6% à 94,6 milliards, en relation notamment avec les importations de « demi-produits en fer ou en aciers non alliés » qui ont presque triplé pour se situer à 3 milliards. Quant aux importations de biens de consommation, elles se sont améliorées de 3,6% à 96,1 milliards de dirhams, avec des hausses de 7,6% des achats de « parties et pièces pour voitures de tourisme » et de 19,5% de ceux de « médicaments et autres produits pharmaceutiques ». En parallèle, les approvisionnements en produits alimentaires ont augmenté de 1,4% à 53,7 milliards, tirés essentiellement par des accroissements de près de 60% des achats d'orge et d'« animaux vivants », ceux en blé ayant, à l'inverse, diminué de 5,9% à 11,4 milliards. Pour sa part, la facture énergétique s'est allégée de 4,1% à 66,8 milliards de dirhams, en lien essentiellement avec des reculs de 30,9% des achats des « houilles, coques et combustibles solides similaires » et de 19,3% de ceux de « gaz de pétrole et autres hydrocarbures » sous l'effet d'un repli de leurs prix à l'import de 19,2% et de 22,3% respectivement. Dans le même sens, les acquisitions de produits bruts ont baissé de 8,5% à 18,8 milliards.

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

Groupements d'utilisation	Janvier - juillet		Variations	
	2024	2023	en valeur	en %
Importations	431 453	415 886	15 567	3,7
Biens d'équipement	101 082	92 651	8 431	9,1
Voitures utilitaires	6 320	4 221	2 099	49,7
Appareils pour coup, ou connex. des circuits électr.	9 552	8 153	1 399	17,2
Moteurs à pistons	9 730	9 115	615	6,7
Demi produits	94 610	87 098	7 512	8,6
"Demi-produits en fer ou en aciers non alliés"	3 011	1 161	1 850	-
Produits chimiques	9 150	7 934	1 216	15,3
Papiers et cartons	5 040	4 268	772	18,1
Produits finis de consommation	96 079	92 699	3 380	3,6
Parties et pièces pour voitures de tourisme	19 219	17 857	1 362	7,6
Médicaments et autres produits pharmaceutiques	6 337	5 303	1 034	19,5
Tissus et fils de fibres synthétiques et artificielles	8 295	7 545	750	9,9
Produits alimentaires	53 680	52 962	718	1,4
Tourteaux	4 195	5 662	-1 467	-25,9
Animaux vivants	2 625	1 620	1 005	62,0
Blé	11 447	12 168	-722	-5,9
Orge	2 158	1 346	812	60,3
Produits bruts	18 761	20 499	-1 738	-8,5
Huile de soja brute ou raffinée	3 257	4 467	-1 210	-27,1
Ferraille, déchets et autres minerais	2 278	2 765	-487	-17,6
Produits énergétiques	66 815	69 636	-2 821	-4,1
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	12 060	14 938	-2 878	-19,3
Houilles, coques et combustibles solides similaires	7 602	10 998	-3 396	-30,9
Gas-oils et fuel-oils	34 350	31 393	2 957	9,4

Source : Office des Changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

S'agissant des échanges de services, leur solde excédentaire a reculé de 4,1% à 71,7 milliards, résultat d'une hausse de 11,1% des importations à 78,8 milliards, plus importante que celle de 3,3% des exportations à 150,5 milliards.

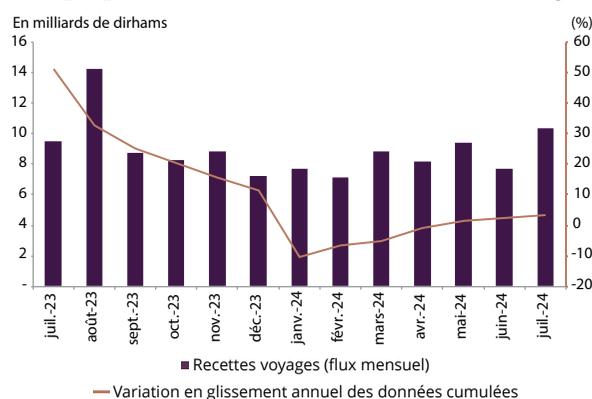
Tableau 2.3 : Balance des services (en millions de dirhams)

	Janvier - juillet		Variation	
	2024	2023	en valeur	en %
Importations	78 767	70 891	7 876	11,1
Exportations	150 476	145 633	4 843	3,3
Solde	71 709	74 742	-3 033	-4,1

Source : Office des Changes.

En particulier, et sous l'effet en particulier de la bonne performance de l'activité touristique durant la période estivale, les recettes de voyage ont atteint 59,4 milliards sur les 7 premiers mois de l'année, en progression de 3,5% par rapport à la même période de 2023. Les dépenses au même titre se sont, pour leur part, accrues de 16,9% à 16,9 milliards.

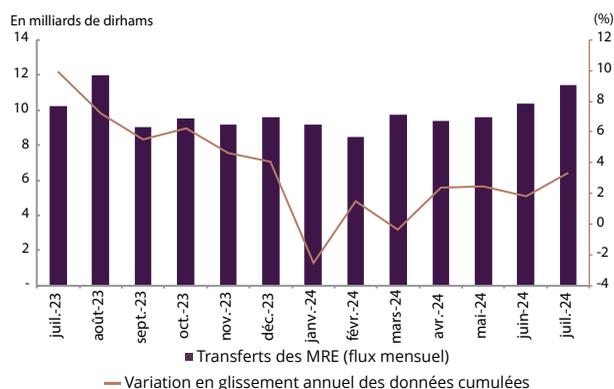
Graphique 2.2 : Evolution mensuelle des recettes voyages



Source : Office des Changes.

S'agissant des transferts des MRE, ils ont poursuivi leur dynamique avec une progression de 3,3% à 68,1 milliards de dirhams.

Graphique 2.3 : Evolution mensuelle des transferts des MRE



Source : Office des Changes.

2.3 Compte financier

En ce qui concerne les principales opérations financières, le flux net d'IDE s'est établi à 13,1 milliards contre 8,9 milliards sur la même période un an auparavant, tiré par une hausse de 9,5% des recettes à 22,2 milliards, alors que les dépenses au même titre ont reculé de 19,6% à 9,2 milliards.

Quant aux investissements directs marocains à l'étranger, leur flux net s'est replié de 6,4 milliards, en relation avec une diminution de 5,8 milliards de ces investissements.

A fin juillet 2024, l'encours des avoirs officiels de réserve s'est situé à 365,9 milliards de dirhams, représentant l'équivalent de 5 mois et 14 jours d'importations de biens et services.

Tableau 2.4 : Investissements directs (en millions de dirhams)

	Janvier - juillet		Variation	
	2024	2023	en valeur	en %
Investissements directs étrangers	13 068	8 901	4 167	46,8
Recettes	22 236	20 311	1 925	9,5
Dépenses	9 168	11 410	-2 242	-19,6
Investissements directs marocains à l'étranger	741	7 097	-6 356	-89,6
Dépenses	10 519	16 305	-5 786	-35,5
Recettes	9 778	9 208	570	6,2

Source : Office des Changes.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du deuxième trimestre 2024, les conditions monétaires ont été caractérisées par une quasi-stabilité des taux débiteurs et une appréciation du taux de change effectif réel. Concernant le crédit bancaire au secteur non financier, il s'est accru de 2%, en glissement annuel, au lieu de 2,6% un trimestre auparavant, reflétant notamment le ralentissement des prêts aux entreprises. Les données relatives au mois de juillet font ressortir une croissance de 2,8% en lien avec l'amélioration des concours aux entreprises privées. Concernant les autres contreparties de la masse monétaire, les créances nettes sur l'administration centrale ont augmenté de 2,7% après un repli de 5,4% et les avoirs officiels de réserves ont enregistré une hausse de 3,5% après celle de 5%. Au total, la masse monétaire a progressé de 4,4% après 3,7% un trimestre auparavant.

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

Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI s'est apprécié en glissement trimestriel de 2,2% au deuxième trimestre 2024 et le volume des transactions est passé, d'un trimestre à l'autre, de 13,1 milliards de dirhams à 28,3 milliards. Dans ce contexte, la capitalisation boursière ressort en accroissement de 10,6% depuis le début de l'année à 692,4 milliards de dirhams.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Le besoin en liquidité des banques s'est légèrement accentué, sous l'effet de la hausse de la monnaie fiduciaire, de 111,6 milliards en moyenne hebdomadaire au premier trimestre 2024 à 113,8 milliards au deuxième trimestre.

Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté ses injections à 128,2 milliards de dirhams, après 123,9 milliards, dont 44,6 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 51,4 milliards à travers les opérations de pensions livrées et 32,2 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 63,2 jours à 64,2 jours et le taux interbancaire est demeuré aligné sur le taux directeur.

Les dernières données disponibles indiquent une nouvelle accentuation du besoin de liquidité bancaire à 129,4 milliards de dirhams en moyenne en juillet et août 2024.

Graphique 3.1 : Taux interbancaire (données quotidiennes)



Au niveau du marché des bons du Trésor, les taux sont restés quasi-stables au deuxième trimestre aussi bien sur le marché primaire que secondaire,

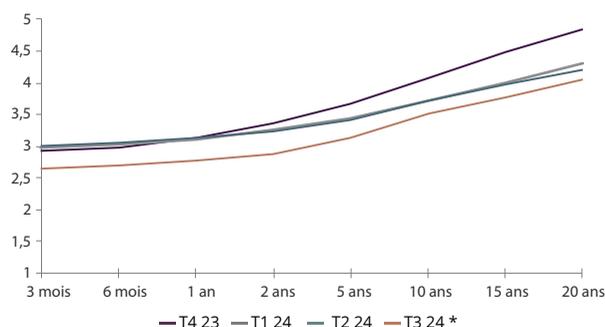
avant de s'orienter à la baisse après la décision du Conseil de la Banque du 25 juin dernier de réduire le taux directeur de 25 points de base (pb) à 2,75%.

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

	2023			2024		
	T2	T3	T4	T1	T2	T3*
26 semaines	3,15	3,07	2,98	2,86	2,85	2,70
2 ans	3,79	3,49	3,38	3,25	3,24	2,88
5 ans	4,16	3,82	3,72	3,42	3,43	3,17
10 ans	4,55	4,20	4,14	3,79	3,75	3,54
15 ans	4,93	4,64	4,51	4,05	4,03	3,81

*Moyenne observée en juillet et août 2024.

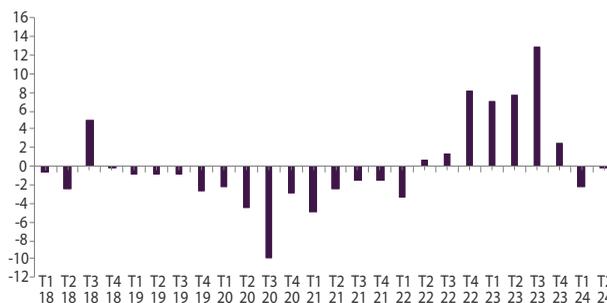
Graphique 3.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire (en %)



*Moyenne observée en juillet et août 2024.

Concernant les taux des émissions des certificats de dépôt, ils sont restés quasi-stables au deuxième trimestre 2024. Pour ce qui est des taux créditeurs, ils ont connu des augmentations trimestrielles de 2 pb à 2,56% en moyenne pour les dépôts à 6 mois et de 20 pb à 3,06% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement des banques¹ est demeuré quasi-stable d'un trimestre à l'autre.

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



Les dernières données disponibles relatives au mois de juillet 2024 indiquent des baisses mensuelles des taux créditeurs de 10 pb à 2,67% pour les dépôts à 6 mois et de 46 pb à 2,74% pour ceux à 12 mois. En ce qui concerne le taux minimum de rémunération des comptes sur carnet, il a été fixé pour le deuxième semestre de l'année 2024 à 2,48%, en repli de 25 pb par rapport au semestre précédent.

Tableau 3.2 : Taux créditeurs (en %)

	2023				2024		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	Juillet
6 mois	2,38	2,45	2,51	2,47	2,54	2,56	2,67
12 mois	2,69	2,97	2,63	2,86	2,86	3,06	2,74

S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au deuxième trimestre 2024 indiquent une quasi-stabilité du taux moyen global à 5,43%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les crédits aux entreprises ont augmenté de 11 pb à 5,37% avec des accroissements de 8 pb à 5,38% pour les facilités de trésorerie, de 50 pb à 5,69% pour les prêts à la promotion immobilière, et un recul de 12 pb à 4,99% pour les crédits à l'équipement. S'agissant des taux appliqués aux crédits aux particuliers, ils ont baissé de 20 pb à 5,89%, avec notamment des replis de 19 pb à 7,03% pour les prêts à la consommation et de 2 pb à 4,79% pour ceux à l'habitat.

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

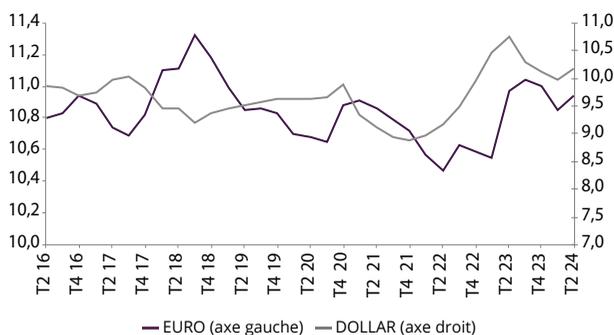
Tableau 3.3 : Taux débiteurs (en %)

	2023				2024	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Taux global	5,03	5,26	5,36	5,36	5,03	5,43
Particuliers	5,63	5,93	5,94	5,94	6,09	5,89
Crédits immobiliers	4,36	4,64	4,74	4,83	4,81	4,79
Crédits à la consommation	6,95	7,27	7,25	7,18	7,22	7,03
Entreprises	4,98	5,22	5,32	5,30	5,26	5,37
Crédits de trésorerie	4,98	5,28	5,31	5,35	5,30	5,38
Crédits à l'équipement	4,81	4,72	5,09	4,90	5,11	4,99
Crédits immobiliers	5,37	5,43	5,71	5,49	5,19	5,69

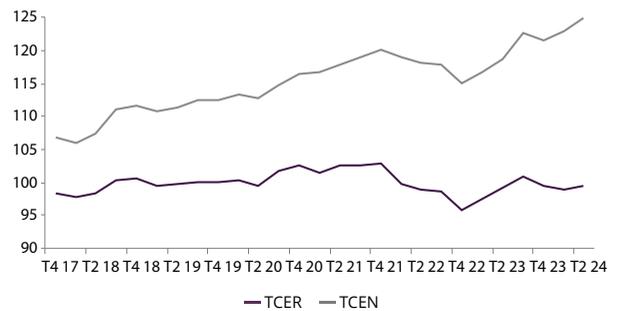
3.1.2 Marché des changes

Au cours du deuxième trimestre de 2024, l'euro s'est déprécié de 0,82% par rapport au dollar américain. Dans ce contexte, la valeur du dirham a connu des appréciations de 0,95% vis-à-vis de l'euro et de 0,15% face au dollar américain. De même, comparativement aux devises des principaux pays émergents, le dirham s'est apprécié de 5,40% par rapport au réal brésilien, de 4,72% face à la livre turque, de 0,89% contre le yuan chinois et de 0,58% contre la livre sterling. En conséquence, le taux de change effectif s'est apprécié de 1,50% en termes nominaux et de 0,71% en termes réels, tenant compte de l'évolution du différentiel d'inflation avec les principaux partenaires et concurrents commerciaux du Maroc.

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, le volume mensuel moyen des échanges de devises contre dirhams sur le marché interbancaire a marqué une baisse annuelle de 19,4% au deuxième trimestre à 48,5 milliards de dirhams. Concernant les opérations au comptant des banques avec leur clientèle, elles ont enregistré des replis annuels de 0,9% à 34 milliards pour les achats et de 1,6% à 34,1 milliards de dirhams pour les ventes. S'agissant des opérations à terme, les achats se sont accrus de 2,1% à 17,1 milliards en moyenne mensuelle et les ventes ont reculé de 19% à 2,4 milliards.

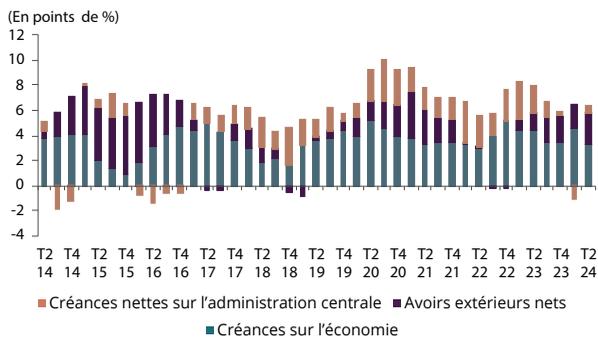
3.1.3 Situation monétaire

L'agrégat M3 s'est accru de 4,4%, en glissement annuel, au deuxième trimestre 2024 après 3,7% un trimestre auparavant. Cette évolution traduit l'augmentation des dépôts en devises de 10% après un repli de 0,5%, ainsi que l'atténuation de la baisse des dépôts à terme de 7,2% à 5,3%, en lien principalement avec l'expansion de ceux des entreprises publiques de 22,5% après un recul de 29,1%. Dans le même sens, le rythme d'accroissement des dépôts à vue s'est accéléré de 7,1% à 7,4%, reflétant la progression des dépôts des ménages de 6,7% après 5,8%.

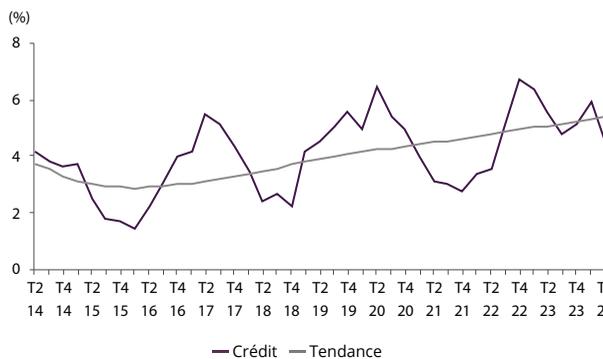
Concernant la circulation fiduciaire, elle a enregistré une croissance annuelle de 9% après 10,2% au premier trimestre. Pour sa part, la baisse de l'encours des titres d'OPCVM monétaires s'est légèrement accentuée passant de 15,7% à 16,2%.

Par principales contreparties, l'accélération de la masse monétaire reflète la hausse des créances nettes sur l'administration centrale de 2,7% après un repli de 5,4%, alors que les rythmes de progression du crédit bancaire et des avoirs officiels de réserve sont revenus de 6% à 4,6% et de 5% à 3,5% respectivement.

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



Graphique 3.7 : Crédit bancaire (variation en glissement annuel)



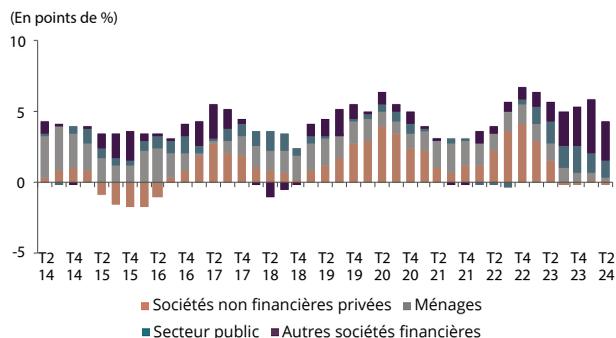
En particulier, le crédit au secteur non financier a augmenté de 2% après 2,6% un trimestre auparavant, résultat du recul des prêts aux entreprises privées de 0,4% après une hausse de même ampleur, et des ralentissements des progressions des concours octroyés aux entreprises publiques de 22,7% à 17,6% et de ceux aux ménages de 1,2% à 0,8%.

L'évolution du crédit aux entreprises privées reflète notamment le recul des facilités de trésorerie de 6%, tandis que les crédits à l'équipement et à la

promotion immobilière ont augmenté de 5,5% et 3,8% respectivement. Pour ce qui est des concours aux entreprises publiques, les facilités de trésorerie se sont améliorées de 57,1% et les prêts à l'équipement ont baissé de 1,1%. Pour leur part, les concours aux entrepreneurs individuels se sont repliés de 8,1% et les prêts aux particuliers se sont accrus de 1,9%, avec des augmentations de 1,3% des crédits à l'habitat et de 0,5% de ceux à la consommation.

Par branche d'activité, les données relatives au deuxième trimestre 2024 indiquent un repli des crédits accordés aux entreprises du secteur des « Industries extractives » de 0,2% après une hausse de 50,3% et un ralentissement du rythme d'accroissement des prêts à la branche de l'« Electricité, gaz et eau » de 26,9% à 13,7%. A l'inverse, les reculs des concours aux « Industries alimentaires et tabac » et aux entreprises du « Commerce, réparations automobiles et d'articles domestiques » se sont atténués respectivement de 5% à 2,5% et de 6,3% à 5,6%.

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



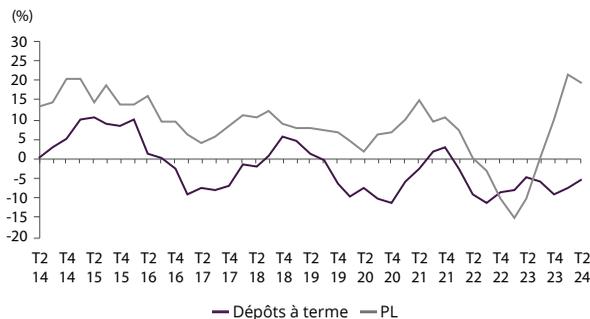
S'agissant des créances en souffrance, elles se sont accrues de 4,2% d'un trimestre à l'autre et leur ratio à l'encours du crédit bancaire est resté inchangé à 8,7%. Elles ont progressé de 2,8% pour les entreprises non financières privées et de 5,9% pour les ménages avec des ratios quasi-stables à 12,9% et 10,3% respectivement.

Les dernières données relatives au mois de juillet indiquent une croissance annuelle du crédit bancaire de 4,6%, traduisant des accroissements de 2,8% du crédit au secteur non financier et de 15% des prêts accordés aux autres sociétés financières.

Pour ce qui est des crédits accordés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils ont augmenté de 2,7% au deuxième trimestre 2024. Cette évolution intègre un accroissement de 5,7% des prêts octroyés par les sociétés de financement, une quasi-stabilité de ceux consentis par les associations de microcrédit et une baisse de 12,6% des prêts octroyés par les banques offshore.

Concernant les agrégats de placements liquides, ils ont enregistré une hausse de 19,2% après celle de 21,3% un trimestre auparavant avec des ralentissements des progressions des titres des OPCVM obligataires de 34,5% à 28,1%, des bons du Trésor de 15,5% à 13,5%, et une accélération de la hausse des titres des OPCVM actions et diversifiés de 21,6% à 23%.

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



3.2 Prix des actifs

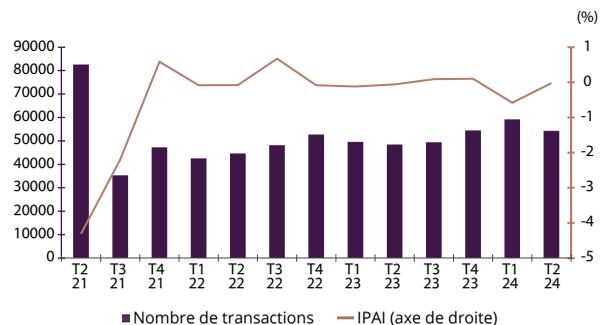
3.2.1 Actifs immobiliers

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

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

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

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



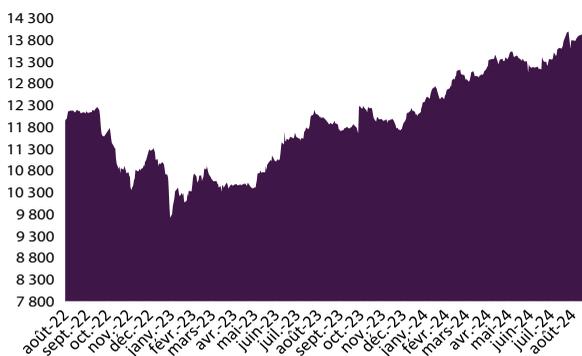
Sources : BAM et ANCFCC.

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

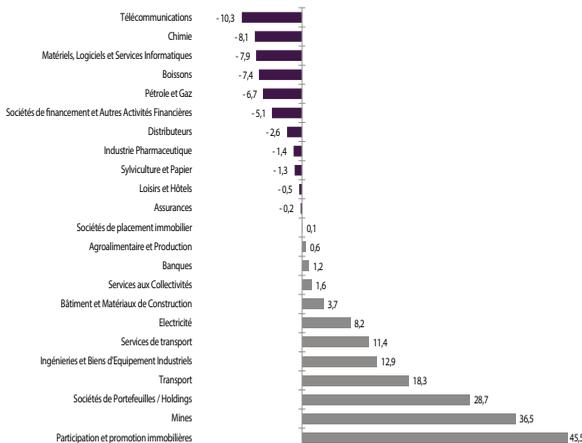
Au cours du deuxième trimestre de 2024, le MASI s'est apprécié de 2,2%. Cette évolution reflète principalement les progressions des indices sectoriels de la « participation et promotion immobilière » de 45,5%, des mines de 36,5% et des « bâtiments et matériaux de construction » de 3,7%. A l'inverse ceux relatifs aux secteurs du « pétrole et gaz » et des télécommunications ont diminué de 6,7% et 10,3% respectivement.

Graphique 3.11 : Evolution de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

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



Source : Bourse de Casablanca.

Pour ce qui est du volume des échanges, il s'est chiffré à 28,3 milliards de dirhams contre 13,1 milliards le trimestre précédent, en liaison principalement avec la progression des échanges sur le marché des blocs de 270,6 millions à 8,5 milliards et sur le marché central actions où le chiffre d'affaires a atteint 16,5 milliards après 11,3 milliards, ainsi qu'avec l'opération d'augmentation de capital réalisée par Managem le 17 avril pour près de 3 milliards de dirhams. Dans ce contexte, la capitalisation boursière s'est accrue depuis le début de l'année de 10,6% à 692,4 milliards de dirhams.

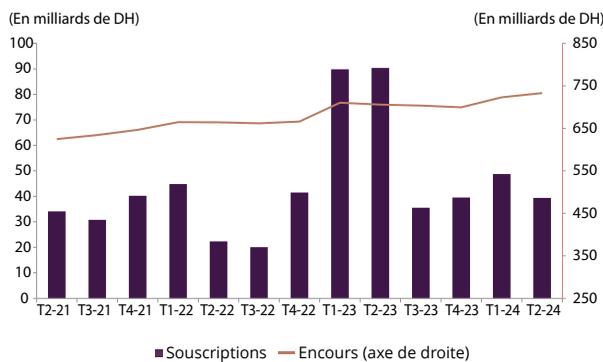
Les dernières données mensuelles disponibles font ressortir une hausse du MASI de 5,1% en juillet et un léger recul de 0,4% en août, soit une performance depuis le début de l'année de 15,2%. Ce repli mensuel reflète les baisses des indices des secteurs de l'agroalimentaire de 2,5%, des « bâtiments et matériaux de construction » de 2% et des banques de 0,7%. En revanche, ceux relatifs aux secteurs des télécommunications et des « Matériels, logiciels et services informatiques » ont progressé de 2,8% et de 7,8% respectivement. S'agissant du volume des transactions, il est revenu de 5,6 milliards de dirhams en juillet, dont près d'un milliard de dirhams au titre de l'opération d'augmentation du capital de la société AKDITAL, à 3,7 milliards en août, dont 3,3 milliards réalisé sur le marché actions. Dans ce contexte la capitalisation boursière a atteint 723 milliards, en accroissement de 15,5% depuis décembre 2023.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les émissions du Trésor sur le marché intérieur se sont établies au deuxième trimestre 2024 à 39,4 milliards de dirhams après 48,7 milliards le trimestre précédent. Ces levées ont porté à hauteur de 54% sur des maturités moyennes, de 39% sur celles longues et de 7% sur celles courtes. Tenant compte des remboursements d'un montant de 29,4 milliards, l'encours des bons du Trésor a atteint 732,9 milliards, en hausse de 4,8% d'un trimestre à l'autre.

Les dernières données disponibles font ressortir une baisse des émissions de bons de Trésor en août à 8,5 milliards contre 38,5 milliards de dirhams en juillet. Celles-ci ont porté à hauteur de 61% sur des maturités moyennes, de 30% sur celles longues et de 8% sur celles courtes. Compte tenu des remboursements d'un montant de 2,8 milliards, l'encours des bons du Trésor a atteint, à fin août, 750,5 milliards, en accroissement de 7,3% depuis décembre 2023.

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



Source : BAM.

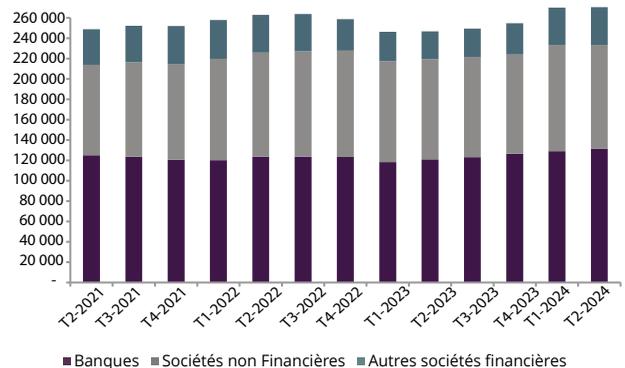
3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions ont augmenté de 5,4% à 25,2 milliards de dirhams au deuxième trimestre 2024. Les banques ont levé un montant de 19,6 milliards contre 12,6 milliards le trimestre précédent et les sociétés non financières, 1,9 milliard après 8,1 milliards.

Par instrument, les émissions des titres de créances négociables ont diminué de 17,5% à 18,5 milliards dont 14,8 milliards sous forme de certificats de dépôts, 3,2 milliards de bons de sociétés de financement et 470 millions de billets de trésorerie. Pour leur part, les émissions des obligations se sont chiffrées à 6,7 milliards réalisées à hauteur de 79% par les sociétés financières.

Les dernières données disponibles montrent un accroissement des émissions de dette privée à 14,4 milliards en juillet 2024, après 9,8 milliards en juin. Compte tenu des remboursements, l'encours de ces titres a atteint 271,7 milliards de dirhams, en hausse de 6,2% depuis le début de l'année.

Graphique 3.14 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur (en millions de dirhams)



Source : Maroclear et calculs BAM.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Concernant l'activité de gestion collective de l'épargne, la collecte nette réalisée par les OPCVM a atteint 14,9 milliards de dirhams, résultat d'augmentations de 7,3% des souscriptions à 300,2 milliards et de 3,9% des rachats à 285,4 milliards. 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 monétaires à 2,5% pour ceux diversifiés.

Les dernières données du mois d'août indiquent une augmentation de 12,3% de l'actif net des OPCVM depuis le début de l'année à 628,7 milliards de dirhams, incluant des hausses des encours allant de 4,3% pour les fonds obligataires à court terme à 33% pour les OPCVM contractuels.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Au titre des huit premiers mois de 2024, l'exécution budgétaire s'est soldée par un déficit, hors produit de cession des participations de l'Etat, de 41,9 milliards de dirhams, en léger creusement de 283 millions comparativement à la même période de 2023. Les recettes ordinaires ont connu une amélioration de 11,2% à 251,6 milliards, reflétant des progressions de 11,8% des rentrées fiscales et de 6,3% de celles non fiscales. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 8,4% à 237 milliards sous l'effet des augmentations de 10,3% des charges des biens et services et de 6,6% de celles des intérêts de la dette, alors que les dépenses de compensation ont diminué de 8,2%. Dans ces conditions, le solde ordinaire est ressorti excédentaire à 14,6 milliards au lieu de 7,7 milliards à fin août 2023. De leur côté, les dépenses d'investissement ont affiché une hausse de 10,7% à 65,4 milliards, portant ainsi celles globales à 302,5 milliards, en accroissement de 8,9%. Pour ce qui est du solde positif des comptes spéciaux du Trésor, il a régressé de 9,3% à 8,9 milliards.

Compte tenu de la réduction du stock des opérations en instance de 4,9 milliards, le déficit de caisse s'est allégé à 46,9 milliards, contre 51,8 milliards un an auparavant. Outre l'encaissement de recettes de cession des participations de l'Etat de 1,7 milliard, ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 40,3 milliards et par un flux net extérieur de 4,9 milliards. Ainsi, l'encours de la dette publique directe aurait progressé de 5,5% à fin août 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 août 2024 fait ressortir un accroissement de 11,2% à 251,6 milliards des recettes ordinaires, avec des progressions de 11,8% à 220,5 milliards des rentrées fiscales, tirées principalement par les produits de l'IS et de l'IR, et de 6,3% à 27,9 milliards de celles non fiscales.

Les recettes des impôts directs se sont améliorées de 12% à 86 milliards de dirhams, recouvrant des augmentations de 11,4% à 43,7 milliards du produit de l'IS et de 12,3% à 39,6 milliards des rentrées de l'IR. Cette évolution incorpore des hausses de 1,5 milliard des recettes générées par l'IR sur les salaires, de 0,5 milliard pour l'IR sur les profits fonciers ainsi que 0,7 milliard de dirhams pour l'IR retenu à la source sur les produits de placements à revenu fixe et sur les profits de cession de valeurs mobilières. Quant à la hausse de l'IS, elle résulte principalement des accroissements

de 2,3 milliards des recettes du complément de régularisation, de 1,2 milliard des deux premiers acomptes et de 1,1 milliard de l'IS retenu à la source sur les rémunérations allouées à des tiers, sur les produits de placements à revenu fixe et sur les produits bruts perçus par les personnes morales non-résidentes.

Pour ce qui est des recettes des impôts indirects, elles ont drainé 108 milliards, en progression de 12,3%, traduisant celles de 12,5% à 85,3 milliards des rentrées de la TVA et de 11,3% à 22,7 milliards de celles de la TIC. L'évolution de cette dernière taxe reflète en particulier un renforcement de 12,2% à 11,9 milliards des TIC sur les produits énergétiques. L'amélioration de la TVA découle des appréciations de 17,3% à 30,6 milliards de dirhams des recettes de celle à l'intérieur et de 10% à 54,7 milliards des rentrées de celles à l'importation.

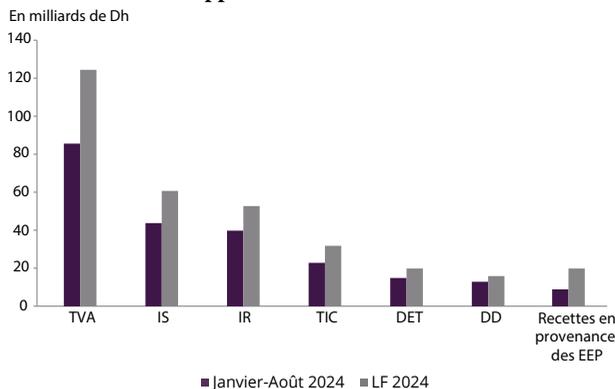
Tableau 4.1 : Recettes ordinaires
(en milliards de dirhams)*

	Jan.- Août 2023	Jan.- Août 2024	Var. en %	LF 2024	Réalisation par rapport à la LF (en %)
Recettes ordinaires	226,3	251,6	11,2	371,7	67,7
Recettes fiscales	197,2	220,5	11,8	308,0	71,6
- Impôts directs	76,8	86,0	12,0	116,9	73,6
Dont IS	39,3	43,7	11,4	59,9	73,0
IR	35,3	39,6	12,3	52,7	75,2
- Impôts indirects	96,2	108,0	12,3	156,1	69,2
TVA*	75,8	85,3	12,5	124,2	68,7
TIC	20,4	22,7	11,3	31,9	71,0
- Droits de douane	10,4	12,1	16,4	15,7	76,9
- Enregistrement et timbre	13,9	14,4	3,5	19,3	74,6
Recettes non fiscales	26,2	27,9	6,3	60,3	46,3
- Recettes en provenance des EEP	9,8	8,3	-15,3	19,5	42,7
- Autres recettes	16,4	19,6	19,2	40,8	48,0
Mécanismes de financement spécifiques	9,0	11,0	0,0	35,0	31,4
Recettes des CST	2,8	3,3	16,8	3,5	94,7

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

De leur côté, les rentrées des droits de douane se sont raffermies de 16,4% à 12,1 milliards et des droits d'enregistrement et de timbre de 3,5% à 14,4 milliards.

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



Sources : 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 19,6 milliards au titre de la rubrique des autres recettes, contre 16,4 milliards à fin août 2023, incluant 11 milliards au titre des rentrées des mécanismes de financement innovants. Celles provenant des établissements et entreprises publics (EEP) ont totalisé 8,3 milliards, au lieu de 9,8 milliards, versées principalement par l'OCP à hauteur de 3 milliards, au lieu de 6 milliards un an auparavant, par Bank Al-Maghrib pour un montant de 2,6 milliards, contre 690 millions, et par l'Agence de la Conservation Foncière pour 2 milliards, après 2,5 milliards à fin août 2023.

4.2 Dépenses

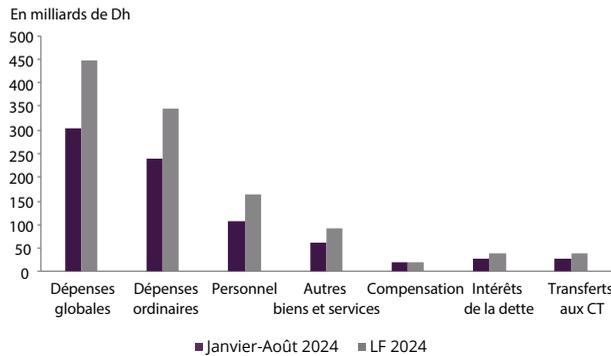
Les dépenses globales se sont alourdies de 8,9% à 302,5 milliards à fin août 2024, avec des accroissements de 8,4% à 237 milliards de celles ordinaires et de 10,7% à 65,4 milliards de celles d'investissement. Les dépenses de biens et services se sont élevées à 166,6 milliards, en augmentation de 10,3%, résultat de celles de 5,5% à 106,5 milliards de la masse salariale et de 19,9% à 60 milliards des dépenses au titre des autres biens et services. Celles-ci tiennent compte des transferts d'un montant de 29,1 milliards aux EEP et de 9,7 milliards aux comptes spéciaux du Trésor, en hausse de 3,1 milliards et 2,4 milliards respectivement. Concernant l'évolution de la masse salariale, la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel s'est accrue de 5,7% à 90,1 milliards, traduisant des progressions de 4,9% de la composante structurelle et de 15,8% des rappels.

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

	Jan.-Août 2023	Jan.-Août 2024	Var. en %	LF 2024	Exécution par rapport à la LF (en %)
Dépenses globales	277,7	302,5	8,9	444,7	68,0
Dépenses ordinaires	218,6	237,0	8,4	344,3	68,8
Biens et services	151,1	166,6	10,3	252,8	65,9
Personnel	101,0	106,5	5,5	161,6	65,9
Autres biens et services	50,1	60,0	19,9	91,2	65,8
Intérêts de la dette	25,1	26,8	6,6	37,2	72,0
Compensation	19,7	18,1	-8,2	17,0	106,5
Transferts aux CT	22,7	25,6	12,5	37,2	68,7
Investissement	59,1	65,4	10,7	100,4	65,2

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

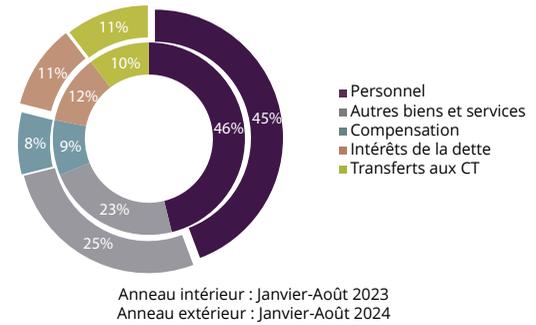
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



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

S'agissant des charges en intérêts de la dette, elles ont augmenté de 6,6% à 26,8 milliards, recouvrant un rebond de 43,6% à 6,8 milliards de celles sur la dette extérieure et un recul de 2,1% à 19,9 milliards de celles sur la dette intérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires

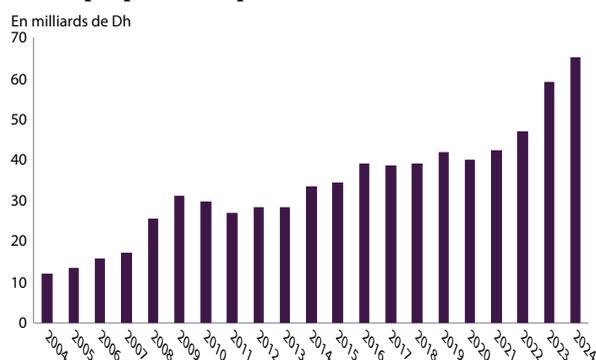


Sources : Données MEF (DTFE) et retraitement TVA par BAM.

Pour leur part, les charges de compensation se sont repliées de 8,2% à 18,1 milliards, soit un taux d'exécution de 106,5% par rapport à la LF. Cette évolution reflète des baisses d'un milliard à 10,4 milliards de la charge allouée au gaz butane et de moitié à 1,6 milliard de celle de la farine nationale de blé tendre, alors que la subvention du sucre a augmenté de 0,5 milliard à 4,4 milliards. Le soutien accordé aux professionnels du secteur du transport routier s'est élevé à 1,6 milliard de dirhams contre 1,1 milliard un an auparavant. Il est à noter qu'une décompensation partielle du gaz butane a été opérée à partir du 20 mai 2024 et a porté sur une réduction des subventions de 2,5 dirhams pour la bonbonne de 3 kg et de 10 dirhams pour celle de 12 kg.

De leur côté, les dépenses d'investissement ont progressé de 10,7% à 65,4 milliards, soit un taux d'exécution de 65,2% par rapport aux prévisions d'émissions de la LF. Elles incorporent un accroissement de 19,4% à 38 milliards des dépenses des Ministères.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin août

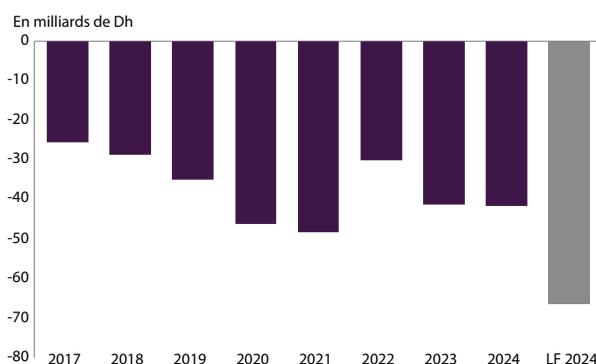


Source : MEF (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

Tenant compte de l'évolution des recettes et des dépenses ainsi que du solde des comptes spéciaux du Trésor, la situation des charges et ressources du Trésor s'est soldée par un léger creusement du déficit budgétaire, passant d'une année à l'autre de 41,7 milliards à 41,9 milliards. Par ailleurs, le Trésor a réduit de 4,9 milliards, contre 10,2 milliards, son stock des opérations en instance ramenant ainsi le déficit de caisse à 46,9 milliards, au lieu de 51,8 milliards à fin août 2023.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin août



Source : MEF (DTFE).

Outre l'encaissement de recettes de cession des participations de l'Etat de 1,7 milliard¹, le besoin de financement du Trésor a été couvert par des ressources intérieures nettes de 40,3 milliards et par un flux net extérieur positif de 4,9 milliards de dirhams. Celui-ci recouvre des tirages bruts à hauteur de 22,7 milliards, contre 38,9 milliards un an auparavant, dont 12,9 milliards tirés auprès de la Banque mondiale et 3,3 milliards du FMI.

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

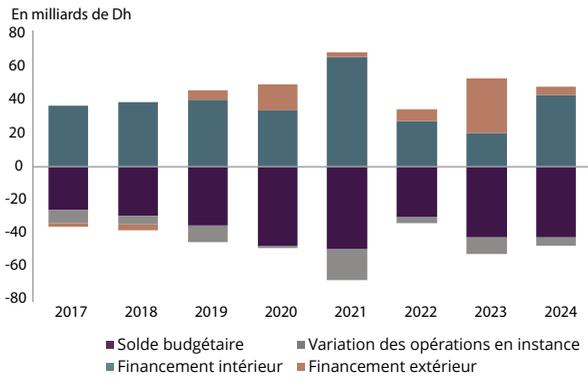
	Jan.-Août 2023	Jan.-Août 2024	LF 2024
Solde ordinaire	7,7	14,6	27,5
Solde des CST	9,8	8,9	6,0
Solde primaire	-16,5	-15,1	-29,7
Solde budgétaire	-41,7	-41,9	-67,0
Variation des opérations en instance	-10,2	-4,9	0,0
Besoin de financement	-51,8	-46,9	-67,0
Financement intérieur	19,7	40,3	10,8
Financement extérieur	32,1	4,9	51,1
Cession des participations de l'Etat	0,0	1,7	5,0

Sources : MEF (DTFE).

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a permis de mobiliser un montant net de 51,1 milliards contre 37,6 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes ont porté notamment sur les bons à 30 ans pour un montant de 23,6 milliards, ceux à 15 ans à hauteur de 14,9 milliards, les bons à 10 ans pour un montant de 11,2 milliards, ceux à 20 ans pour 8,3 milliards, les bons à 2 ans pour 5,4 milliards et ceux à 13 semaines pour 2,4 milliards. En parallèle, les remboursements nets ont été réalisés sur les bons à 52 semaines pour un montant de 14,7 milliards et sur ceux à 26 semaines pour 921 millions.

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

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin août*



Source : MEF (DTFE).

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

S'agissant des conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, les données arrêtées à fin août 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 67 pb à 3,34% pour les bons à 5 ans, 60 pb à 3,15% pour ceux de 2 ans, 52 pb à 2,88% pour les bons à 52 semaines, 37 pb à 2,79% pour ceux de 26 semaines et 21 pb à 2,80% pour les bons à 13 semaines. De même, pour les maturités longues, les taux ont reculé de 86 pb à 4,24% pour les bons de 20 ans, de 85 pb à 3,98% pour ceux de 15 ans, de 70 pb à 3,71% pour les bons de 10 ans et de 60 pb à 4,90% pour ceux de 30 ans.

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

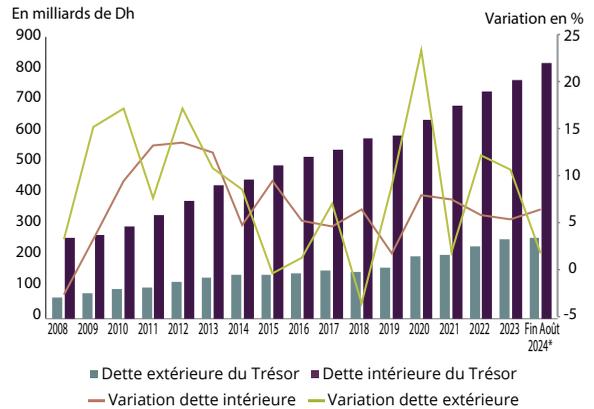
	2019	2020	2021	2022	2023	Fin août 2024*
Dette extérieure du Trésor	161,6	199,7	203,8	228,9	253,6	258,5
Var en %	9,2	23,6	2,0	12,3	10,8	1,9
Dette intérieure du Trésor	585,7	632,9	681,5	722,9	763,0	813,9
Var en %	1,9	8,1	7,7	6,1	5,6	6,7
Encours de la dette directe	747,3	832,6	885,3	951,8	1016,7	1072,3
Var en %	3,4	11,4	6,3	7,5	6,8	5,5

Source : MEF (DTFE).

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

Dans ces conditions, la dette publique directe se serait accrue de 5,5% à fin août 2024 comparativement à son niveau à fin décembre 2023, avec des hausses de 6,7% de sa composante intérieure et de 1,9% de celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



Sources : Données MEF (DTFE)

* Estimations BAM.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHE DU TRAVAIL

Au premier trimestre 2024, la croissance économique a ralenti à 2,5%, après 3,9% au même trimestre 2023, résultat d'un recul de 5%, au lieu d'une hausse de 2,1%, de la valeur ajoutée agricole et d'un accroissement de 3,2%, après 3,9%, de celle non agricole. Du côté de la demande, sa composante intérieure a contribué positivement à la croissance à hauteur de 3,7 points de pourcentage, alors que les échanges extérieurs de biens et services en volume ont participé négativement de l'ordre de 1,1 point.

Aux deuxième et troisième trimestres 2024, et sous l'effet des conditions climatiques défavorables, la valeur ajoutée agricole se serait contractée de 6,7% en moyenne, alors que le rythme des activités non agricoles se serait accéléré à 3,4%, la croissance se serait ainsi située à 2,7%.

Sur le marché du travail, l'économie nationale a accusé, entre le deuxième trimestre 2023 et la même période de 2024, une perte de 82 mille emplois exclusivement en milieu rural. L'agriculture et le BTP ont affiché des replis respectifs de 152 mille et 35 mille postes, alors que les autres secteurs ont enregistré des augmentations de 58 mille dans l'« industrie y compris l'artisanat » et de 49 mille dans les services. Tenant compte d'une entrée nette de 8 mille actifs, le taux d'activité a de nouveau reculé, revenant de 44,8% à 44,2%, et le taux de chômage s'est accru de 12,4% à 13,1% au niveau national, de 16,3% à 16,7% en milieu urbain et de 5,7% à 6,7% en zones rurales.

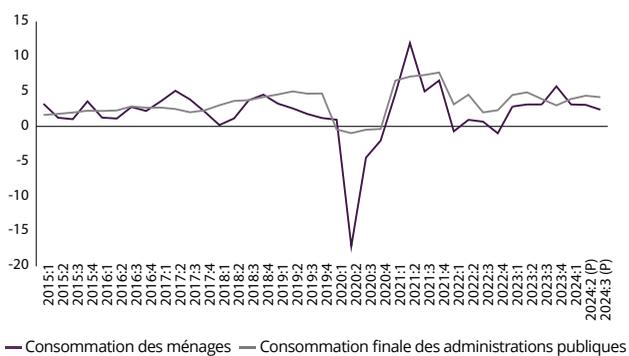
5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

Les réalisations au premier trimestre 2024 font ressortir une accélération à 3%, après 0,9%, du rythme de la consommation des ménages. Sa contribution à la croissance est ressortie positive, passant de 0,6 point à 1,9 point de pourcentage.

Dans un contexte caractérisé par la poursuite du ralentissement de l'inflation et des revalorisations salariales décidées dans le cadre des dialogues sectoriel et social, la consommation des ménages se serait accrue de 2,8% en moyenne aux cours des deuxième et troisième trimestres de 2024, après 4,4% à la même période une année auparavant. Cette évolution reflète essentiellement une contraction des revenus agricoles, ainsi qu'une décélération du flux des transferts des MRE et du crédit à la consommation.

Graphique 5.1 : Dépenses de consommation (variation en %)



— Consommation des ménages — Consommation finale des administrations publiques

Sources : Données HCP et prévisions BAM.

5.1.2 Investissement

Au premier trimestre de 2023, l'investissement a marqué une hausse de 4,6%, après un repli de 5% au même trimestre de l'année précédente, portant ainsi sa participation à la croissance à 1 point de pourcentage après une contribution négative de 1,2 point.

Les indicateurs disponibles suggèrent que son rythme se serait accéléré à 5,4% en moyenne au cours des deuxième et troisième trimestres de l'année en cours, contre une baisse de 3,8% à la même période un an auparavant. Cette évolution traduit notamment des augmentations à fin juillet de 19,5%, après 7,6%, des importations en volume de biens d'équipement, de 13,1%, après 0,8%, des ventes de ciment et de 12,4%, au lieu de 6,6%, des crédits à l'équipement.

Par ailleurs, les résultats trimestriels de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib au titre du deuxième trimestre 2024 montrent que le climat des affaires a été qualifié de « normal » par 67% des entreprises, au lieu de 68% un trimestre auparavant, et de « défavorable » par 19% après 24%.

5.2 Demande extérieure

Au premier trimestre 2024, les exportations nettes de biens et services en volume ont contribué négativement à la croissance de l'ordre de 1,1 point de pourcentage après une participation positive de 3,6 points au premier trimestre 2023. Les exportations ont progressé de 7,3%, au lieu de 18,6%, et les importations de 9,5% après 7,8%.

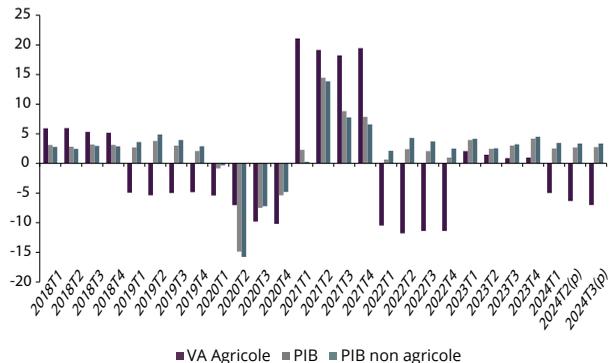
En termes de perspectives, les exportations se seraient améliorées de 8,9% en moyenne durant les deuxième et troisième trimestres, après 6,3% un an auparavant, traduisant en particulier la bonne performance des ventes de phosphates et dérivés et des expéditions des secteurs de l'automobile et de l'aéronautique. De même, les importations auraient augmenté de 10%, au lieu de 4,4%.

5.3 Offre globale

Au premier trimestre 2024, la croissance économique s'est établie à 2,5% au lieu de 3,9% au même trimestre de l'année précédente. Cette décélération reflète un repli de 5%, contre un accroissement de 2,1%, de la valeur ajoutée agricole et une hausse de 3,2%, après celle de 3,9%, de celle non agricole.

Au cours des deuxième et troisième trimestres 2024, le PIB aurait augmenté de 2,7% en moyenne, soit un rythme inchangé par rapport à la même période de 2023. La valeur ajoutée agricole se serait contractée de 6,7%, après une progression de 1,2%, résultat notamment d'une chute de 43% de la récolte céréalière à 31,2 millions de quintaux (MQx), tandis que celle non agricole se serait améliorée de 3,4% au lieu de 2,8%.

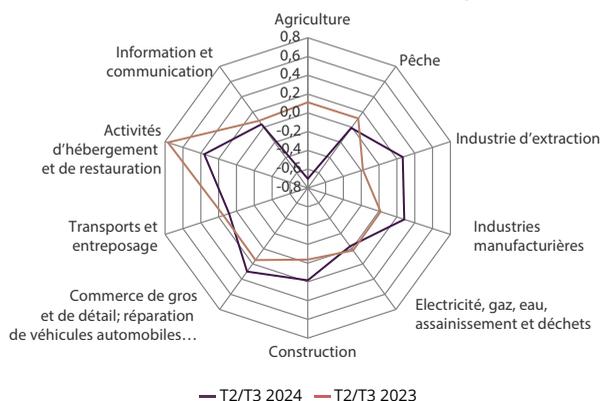
Graphique 5.2 : PIB par composante (aux prix de l'année précédente, variation en %, en glissement annuel, base 2014)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Pour le secteur secondaire, l'activité se serait accrue de 2,9% en moyenne, après un repli de 0,6% un an auparavant. Cette évolution traduirait notamment des augmentations de 14%, contre un recul de 6,4%, dans les mines et de 2%, après 0,1%, dans les industries manufacturières. En revanche, la branche « électricité et eau » accuserait une baisse de 1,3% au lieu d'une hausse de 1,2%.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Au niveau du secteur tertiaire, la valeur ajoutée aurait progressé de 3,6% en moyenne au cours des deuxième et troisième trimestres, après 4,3% à la même période de l'année précédente.

En particulier, les activités d'« hébergement et de restauration » auraient poursuivi leur amélioration avec un accroissement de 8,5%. De même, les branches « administration publique et défense, sécurité sociale obligatoire » et « éducation, santé humaine et activités d'action sociale » auraient connu une progression de leur valeur ajoutée en lien avec les revalorisations salariales décidées dans le cadre du dialogue social.

5.4 Marché du travail et capacités de production

5.4.1 Activité et emploi

Entre le deuxième 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 12,5 millions de personnes. Cette évolution recouvre une diminution de 2,2% dans les campagnes et une hausse de 1,4% dans les villes.

Compte tenu d'un accroissement de 1,4% de la population en âge d'activité, le taux d'activité a diminué de 0,6 point à 44,2% au niveau national,

de 1,2 point à 48% dans les zones rurales et de 0,3 point à 42,3% en milieu urbain.

En parallèle, l'économie nationale a accusé une perte de 82 mille emplois, après celle de 86 mille un an auparavant, et la population active occupée a ainsi diminué de 0,7% à près de 10,9 millions de personnes. L'agriculture et le BTP ont connu des replis respectifs de 152 mille et 35 mille emplois, alors que l'industrie, y compris l'artisanat, a enregistré une augmentation de 58 mille postes et les services 49 mille.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population au chômage s'est accrue de 5,8% à 1,6 million de personnes, et le taux de chômage est passé de 12,4% à 13,1% au niveau national, de 16,3% à 16,7% en milieu urbain et de 5,7% à 6,7% en zones rurales. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, le taux a connu une hausse de 2,5 points à 36,1% globalement, de 2,7 points à 48,8% dans les villes et de 1,8 point à 20,2% dans les campagnes.

Parallèlement, la situation a été marquée par un accroissement du sous-emploi¹, avec un taux passant de 9% à 9,6% au niveau national et de 9,9% à 11,6% en zones rurales, celui dans les villes s'étant légèrement replié de 0,1 point à 8,3%.

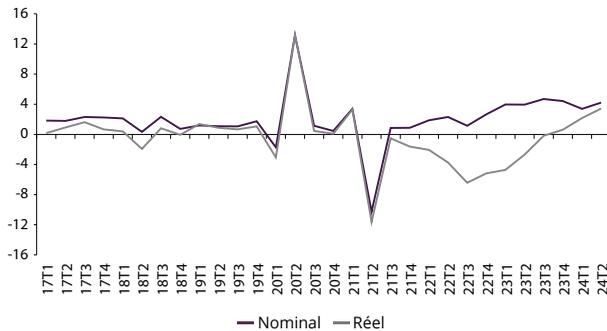
5.4.3 Productivité et salaires

Dans les activités non agricoles, la productivité apparente du travail, appréhendée par le ratio de la valeur ajoutée à l'emploi, se serait améliorée au deuxième trimestre 2024 de 2,4% après 0,2% un an auparavant. Cette évolution aurait résulté d'une progression de 3,4%, au lieu de 2,5%, de la valeur ajoutée et de 0,9%, après 2,4%, des effectifs employés.

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

Pour sa part, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS en rapportant la masse salariale aux effectifs employés, a enregistré, au deuxième trimestre 2024, une hausse de 4,2% en termes nominaux, au lieu de 3,9% un an auparavant, et de 3,4% en termes réels après une diminution de 2,7%.

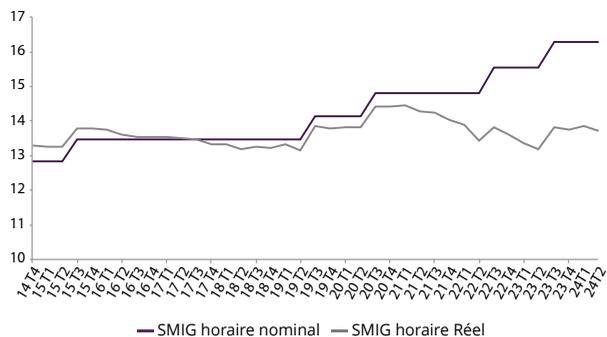
Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)



Sources : Données CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il s'est établi, en termes nominaux, à 16,29 dirhams au deuxième trimestre 2024, en augmentation de 4,8% en glissement annuel. Tenant compte d'un accroissement de 0,8% de l'indice des prix à la consommation, il se serait accru en termes réels de 4%.

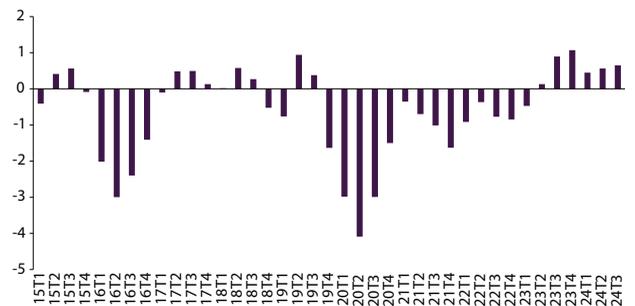
Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)



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

Au total, l'output-gap devrait rester positif aux deuxième et troisième trimestres 2024.

Graphique 5.6 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T2 2023	T2 2024
Taux d'activité (en %)	44,8	44,2
Urbain	42,6	42,3
Rural	49,2	48,0
Taux de chômage (en %)	12,4	13,1
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	33,6	36,1
Urbain	16,3	16,7
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	46,1	48,8
Rural	5,7	6,7
Créations d'emplois (en milliers)	-86	-82
Urbain	121	60
Rural	-206	-141
Secteurs		
- Agriculture, forêt et pêche	-266	-152
- Industrie y compris l'artisanat	46	58
- BTP	30	-35
- Services	103	49
Productivité apparente non agricole (variation en %)	0,2	2,4
Indice des salaires moyens (variation en %)		
Nominal	3,9	4,2
Réel	-2,7	3,4

Source HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

Tel que prévu dans le RPM de juin dernier, l'inflation s'est inscrite en décélération, revenant à 0,8% au deuxième trimestre 2024 au lieu de 1,2% un trimestre auparavant. Elle est ensuite passée à 1,5% en moyenne en juillet et août, ramenant sa moyenne au titre des huit premiers mois de l'année à 1,1%. L'accélération observée entre le deuxième trimestre et les deux derniers mois reflète, en grande partie, l'atténuation de la baisse annuelle des prix des produits alimentaires à prix volatils, ainsi que le renchérissement des produits à tarifs réglementés. Pour sa part, l'inflation sous-jacente continue d'évoluer à un niveau modéré, se situant à 2% après 2,1% en moyenne au deuxième trimestre.

Au troisième trimestre, l'inflation devrait s'établir à 1,4% en moyenne tandis que sa composante sous-jacente se maintiendrait à 2,1%.

6.1 Evolution de l'inflation

Après s'être établie à 0,8% en moyenne au deuxième trimestre, l'inflation est passée à 1,5% en moyenne en juillet et août. Cette relative accélération est imputable essentiellement à l'atténuation du repli, en glissement annuel, des prix des produits alimentaires à prix volatils ainsi qu'à l'accélération de l'accroissement des tarifs réglementés. Quant à l'inflation sous-jacente, elle continue de ralentir, revenant de 2,1% au deuxième trimestre à 2% en moyenne en juillet et août.

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

Les prix des produits alimentaires à prix volatils ont affiché un recul, en glissement annuel, de 0,5% en moyenne en juillet et août après celui de 5,1% au deuxième trimestre. Cette atténuation a été tirée essentiellement par un renchérissement de 13,8%, au lieu d'une baisse de 2,3%, des prix des « volaille et lapin », ainsi que par l'accélération de la progression des prix de 8,9% à 19,4% pour les « fruits frais » et de 6,4% à 15% pour les « poissons frais ».

Au total, cette composante a contribué à l'inflation à hauteur de -0,1 point de pourcentage au lieu de -0,7 point en moyenne au deuxième trimestre.

Tableau 6.1 : Inflation et ses composantes

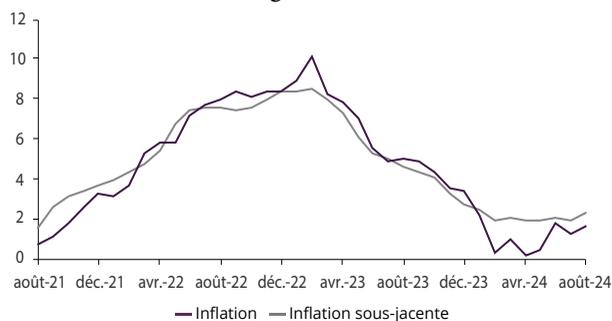
(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	juin 24	juil. 24	août 24	juin 24	juil. 24	août 24
Inflation	0,4	-0,2	0,8	1,8	1,3	1,7
- Produits alimentaires à prix volatils	0,4	-2,2	5,1	0,5	-2,2	1,2
- Produits réglementés	1,1	0,0	0,0	2,0	2,0	1,9
- Carburants et lubrifiants	-2,0	1,3	-1,8	5,2	6,0	-2,4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

¹ Hors produits réglementés.

² Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

Sources : Données HCP et calculs BAM.

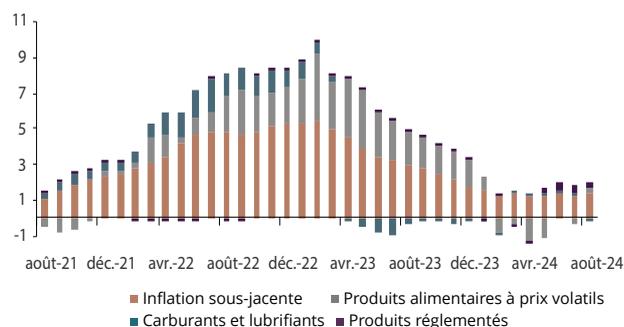
Graphique 6.1 : Inflation et inflation sous-jacente (en %, en glissement annuel)



Sources : HCP et calculs BAM.

Quant aux tarifs réglementés, ils ont progressé de 1,9% en moyenne en juillet et août après 0,9% au deuxième trimestre, traduisant l'effet du relèvement des prix du gaz butane opéré le 20 mai dernier. Ils ont par conséquent contribué de 0,4 point de pourcentage à l'inflation moyenne en juillet et août au lieu de 0,2 point.

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

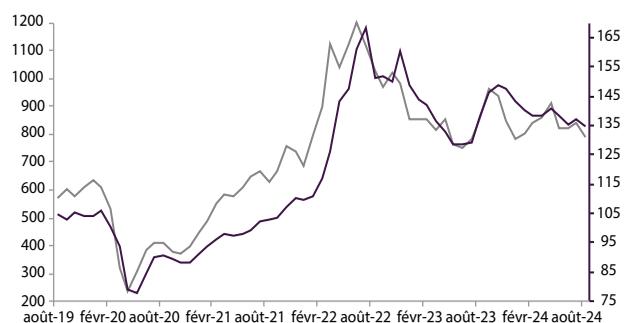


Sources : Données HCP et calculs BAM.

Pour leur part, les prix des carburants et lubrifiants ont enregistré un recul mensuel cumulé de 0,6% en juillet et août, dans un contexte marqué par une baisse des cours internationaux des produits pétroliers. En particulier, le prix du Brent a reculé de 84,9\$/bl au deuxième trimestre à 83,1\$/bl en moyenne en juillet et août.

En glissement annuel, les prix des carburants et lubrifiants ont vu leur rythme d'accroissement revenir de 6,2% au deuxième trimestre à 1,7% en moyenne en juillet et août, contribuant à hauteur de 0,1 point de pourcentage en moyenne à l'inflation au lieu de 0,2 point un trimestre auparavant.

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



— Brent (en dirhams/bl) — Indice des prix des carburants et lubrifiants (axe de droite)

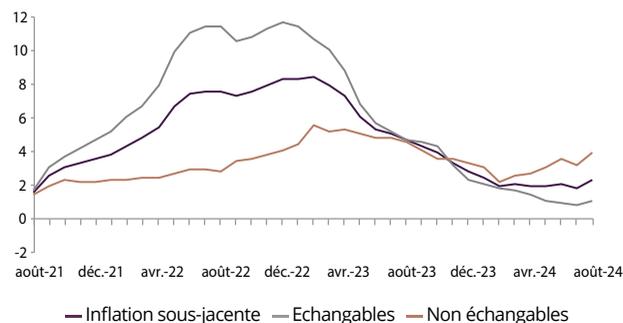
Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

6.1.2. Inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente poursuit son ralentissement graduel pour revenir de 2,1% au cours du deuxième trimestre à 2% en moyenne en juillet et août. Cette décélération est liée exclusivement à celle de 1,6% à 1,5% de sa composante non alimentaire, avec notamment la baisse du rythme de progression des prix de 1% à 0,6% pour les « meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer » et de 2% à 1,8% pour les « articles d'habillement et chaussures ».

A l'opposé, les prix des produits alimentaires ont vu leur rythme d'accroissement s'accroître à 2,9% en moyenne en juillet et août au lieu de 2,6% au deuxième trimestre, tirés en particulier par la hausse des prix des « viandes fraîches » de 11,4% après 8,9%.

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 référence de l'inflation sous-jacente en produits échangeables et non échangeables indique que son ralentissement a concerné exclusivement sa composante échangeable.

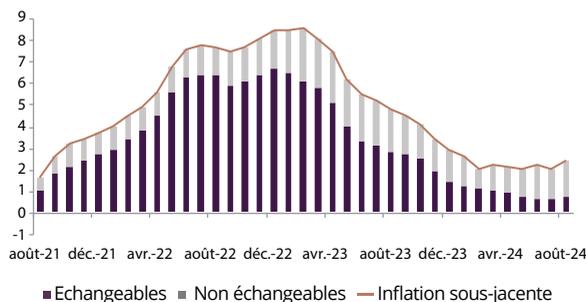
Tableau 6.2 : Indices des prix des biens échangeables et non échangeables

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

Sources : Données HCP et calculs BAM.

En effet, les prix de cette dernière se sont accrus de 0,9% en moyenne en juillet et août après 1,2% au cours du trimestre précédent, en lien particulièrement avec des décélérations de la progression des prix des « huiles », des « produits laitiers » et des « autres appareils, articles et produits pour soins corporels ».

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

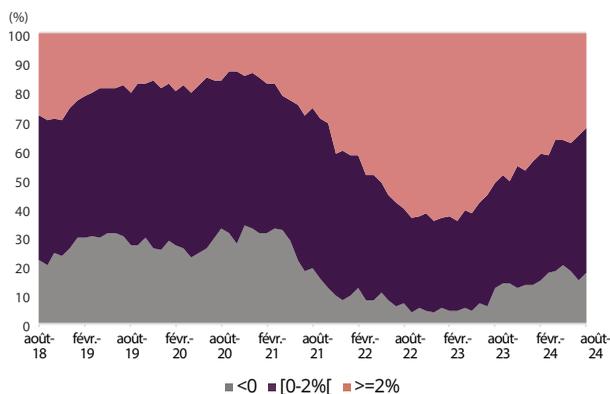


Sources : HCP et calculs BAM.

A l'opposé, les prix des biens et services non échangeables ont connu un accroissement de 3,6% en moyenne en juillet et août au lieu de 3,1% au deuxième trimestre, attribuable en majeure partie à l'accélération de la hausse des prix des « viandes fraîches ».

Le ralentissement des prix au niveau du panier de l'IPC se généralise progressivement, la part des produits dont les prix ayant augmenté de plus de 2% est en effet revenue de 37% au deuxième trimestre à 34% en moyenne en juillet et août.

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



Sources : HCP et calcul BAM.

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

Au troisième trimestre, l'inflation devrait atteindre 1,4% après 0,8% au deuxième trimestre de l'année 2024.

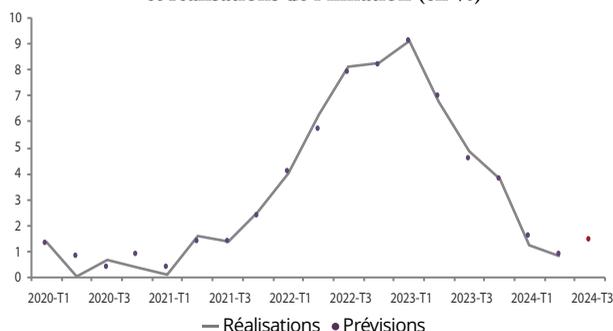
Cette accélération serait liée, d'une part, à l'atténuation prévue de la diminution des prix des produits alimentaires à prix volatils. En effet, les données du mois de juillet, celles disponibles des prix au niveau des marchés de gros, ainsi que le profil saisonnier des prix de cette catégorie de produits, laissent indiquer un recul de leurs prix en glissement annuel de 0,1%, contre 5,1% un trimestre auparavant.

D'autre part, elle s'expliquerait par l'augmentation des tarifs réglementés de 2%, portée par l'effet du relèvement des prix du gaz butane opéré en mai 2024 dans le cadre de la décompensation graduelle de ce produit.

En revanche, les prix des carburants et lubrifiants enregistreraient un repli de 0,8% au troisième trimestre après un accroissement de 6,2% en moyenne au deuxième trimestre, reflétant l'évolution des cours internationaux des produits pétroliers.

Quant à l'inflation sous-jacente, elle devrait se situer autour de 2,1%, soit quasiment le même rythme que celui observé un trimestre auparavant.

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

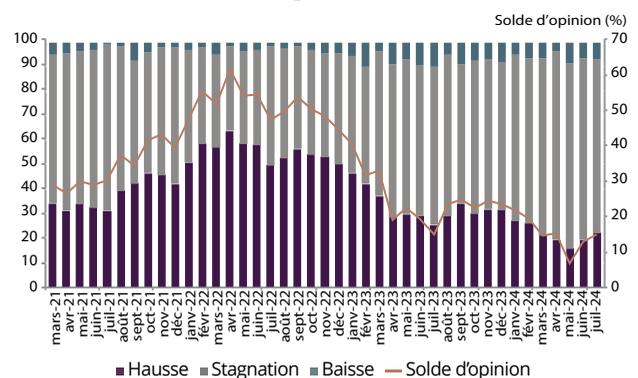


Source : Données HCP et prévisions BAM.

6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib auprès des industriels pour le mois de juillet 2024 montrent que 71% des enquêtés s'attendent à une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 22% anticipent une hausse, tandis que 7% d'entre eux tablent sur une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à 15%.

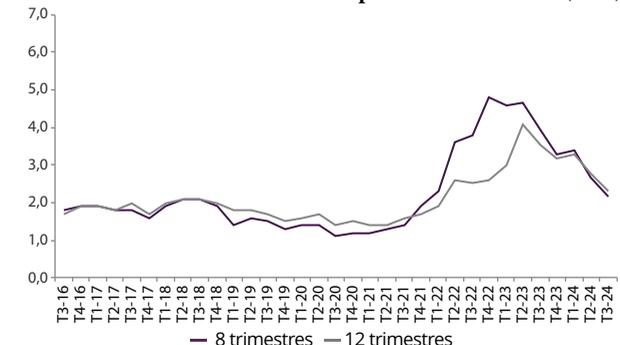
Graphique 6.8 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs d'entreprises (en %)



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation, menée par Bank Al-Maghrib auprès des experts du secteur financier au titre du troisième trimestre 2024, révèlent que ces derniers anticipent une poursuite du recul de l'inflation. En effet, ils s'attendent à un retour de l'inflation moyenne à 2,2%, au lieu de 2,7% un trimestre auparavant, à l'horizon des huit prochains trimestres, et à 2,3%, après 2,8%, à l'horizon des 12 prochains trimestres.

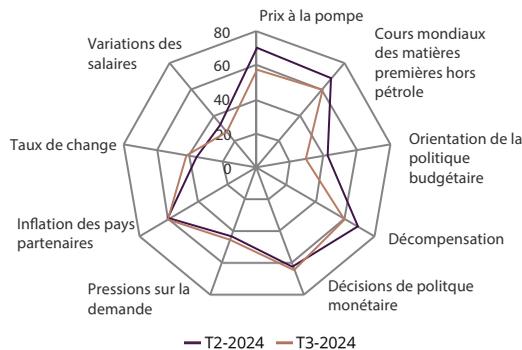
Graphique 6.9 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier au cours des huit prochains trimestres (en%)



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

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

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



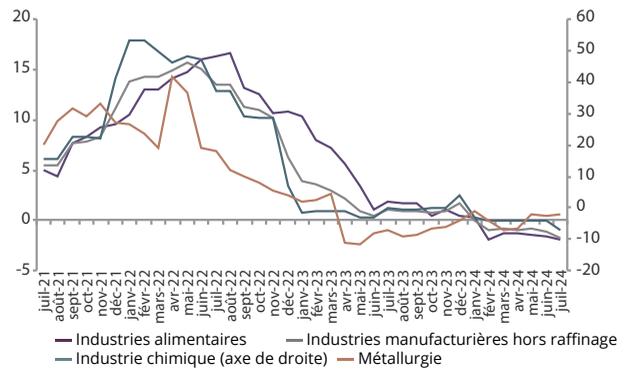
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4 Prix à la production

Les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage de pétrole ont enregistré une progression mensuelle de 0,2% en juillet. Cette augmentation a été portée principalement par la hausse des prix à la production de 0,5% pour les « industries alimentaires » et de 0,8% pour la branche de « fabrication de textiles ». En revanche, les prix à la production ont diminué de 0,4% pour la « fabrication d'autres produits minéraux non métalliques ».

En comparaison annuelle, les prix à la production hors raffinage sont ressortis en baisse pour le sixième mois consécutif, avec une accentuation du repli à -1,8% en juillet après -1,1% en juin.

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



Source : HCP.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

Dans un contexte marqué par des niveaux élevés d'incertitudes, liées notamment à la persistance des tensions géopolitiques, la croissance mondiale devrait décélérer quoiqu'à un rythme moins rapide qu'initialement prévu en juin, passant de 3,3% en 2023 à 3,2% en 2024, avant de se situer à 2,9% en 2025. Au niveau des économies avancées, la croissance devrait atteindre 2,6% cette année aux Etats-Unis, portée par les dépenses de consommation et d'investissements, avant de ralentir à 1,6% en 2025. Dans la zone euro, elle resterait faible, se situant à 0,8% en 2024, avant de s'accroître à 1,5% en 2025. Au Royaume-Uni, le PIB devrait s'accroître de 1,1% en 2024 puis de 1,4% en 2025, alors qu'au Japon, le rythme de l'activité devrait décélérer à 0,2% en 2024 avant d'augmenter à 1,2% en 2025.

Dans les principales économies émergentes, après avoir atteint 5,2% en 2023, la croissance de l'économie chinoise ralentirait à 5% en 2024 et à 4,7% en 2025, pâtissant notamment des difficultés persistantes du marché immobilier et des 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 1,9% cette année et à 1,8% en 2025, alors qu'en Russie, la croissance s'établirait à 4% en 2024 puis à 1% en 2025.

Sur les marchés des matières premières, le cours du Brent ressortirait stable à 82,5 dollars le baril en moyenne cette année puis augmenterait légèrement à 84,2 dollars en 2025. Concernant le charbon, son prix poursuivrait sa tendance baissière en 2024, favorisée en cela par une baisse 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, les projections de la Banque mondiale d'avril pour le marché européen tablent sur une contraction des prix en 2024 avant une légère appréciation en 2025.

S'agissant des cours du phosphate et dérivés marocains, le CRU table sur une baisse de ceux du brut en 2024 et en 2025, alors que les prix du DAP et du TSP devraient demeurer quasi-stables en 2024, avant de rebondir en 2025. Pour les denrées alimentaires, l'indice FAO devrait baisser de 3,5% en 2024, avant d'augmenter de 3,2% en 2025 et ce, après le repli de 13,8% enregistrée en 2023.

Les pressions inflationnistes continueraient globalement 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 Fed a décidé à l'issue de sa réunion des 17 et 18 septembre, et pour la 1^{ère} fois depuis mars 2020, de réduire de 50 points de base la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4,75%-5%]. De même, à l'issue de sa réunion du 12 septembre, et après une première baisse de 25 points de ses taux directeurs en juin dernier, la BCE a décidé de réduire le taux d'intérêt de la facilité de dépôt de 25 points de base à 3,50%. Quant à la Banque d'Angleterre, elle a décidé le 18 septembre de laisser inchangé son taux directeur à 5%, après l'avoir baissé de 25 points de base en août. Pour sa part, après avoir relevé en juillet son taux directeur de 25 points à 0,25%, la Banque du Japon l'a maintenu inchangé suite à sa réunion du 20 septembre.

Au niveau national, l'année 2024 serait marquée par une reprise des échanges extérieurs de biens, avec une hausse de près de 5% aussi des exportations que des importations, et par la poursuite de la bonne performance des recettes voyages et des transferts des MRE. Le déficit du compte courant devrait ainsi terminer l'année à 1,4% du PIB, après 0,6% en 2023. Par ailleurs, les recettes des IDE augmenteraient à l'équivalent de 3,1% du PIB contre 2,4% enregistrée en 2023.

En 2025, la progression des échanges commerciaux devrait afficher une nouvelle accélération. Ainsi, portées par la dynamique prévue des secteurs automobile et des phosphates, les exportations devraient s'améliorer de 9,2%. Pour leur part, et sous l'effet notamment de la hausse des achats de biens d'équipement, les importations s'alourdiraient de 9%. En parallèle, les recettes voyages devraient s'accroître de 4,6% à 117,3 milliards de dirhams et les transferts des MRE devraient se renforcer de 3,1% à 121,8 milliards. Le déficit du compte courant s'établirait ainsi à 2,6% du PIB. Au niveau du compte financier, les recettes d'IDE se situeraient, pour leur part, à l'équivalent de 3,2% du PIB et sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus, les avoirs officiels de réserve s'établiraient à 384,3 milliards de dirhams à fin 2024 puis à 397,4 milliards à fin 2025. Leur couverture se situerait, ainsi, respectivement à 5 mois et 10 jours et 5 mois et demi d'importations de biens et services.

S'agissant des conditions monétaires, après le ralentissement enregistré en 2023, le rythme de progression du crédit bancaire au secteur non financier devrait s'accélérer à 3,3% en 2024 et à 4,7% en 2025. Pour sa part, le taux de change effectif réel poursuivrait son appréciation en 2024 avant de se stabiliser en 2025.

Au niveau des finances publiques, le déficit budgétaire devrait se stabiliser autour de 4,4% du PIB en 2024, soit le même niveau qu'en 2023, avant de revenir à 3,9% du PIB en 2025, en amélioration de 0,2 point du PIB par rapport à l'exercice de juin. Pour 2024, outre les réalisations budgétaires à fin août 2024 et les nouvelles projections macroéconomiques de BAM, ce résultat incorpore notamment les crédits supplémentaires ouverts au titre du budget général de 14 milliards de dirhams, dont 6,5 milliards consacrés à l'augmentation des salaires publics décidée dans le cadre du dialogue social.

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 4,4% 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 de 55 MQx. Quant aux activités non agricoles, leur rythme d'évolution devrait s'améliorer graduellement, atteignant 3,6% en 2024 et 3,9% 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 de 6,6% en 2022 et de 6,1% en 2023, l'inflation enregistrerait une nette décélération, revenant à 1,3% en 2024 avant de s'établir à 2,5% en 2025. Sa composante sous-jacente ralentirait de 5,6% en 2023 à 2,1% en 2024, reflétant notamment la baisse de l'inflation importée, et resterait autour de ce niveau en 2025.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

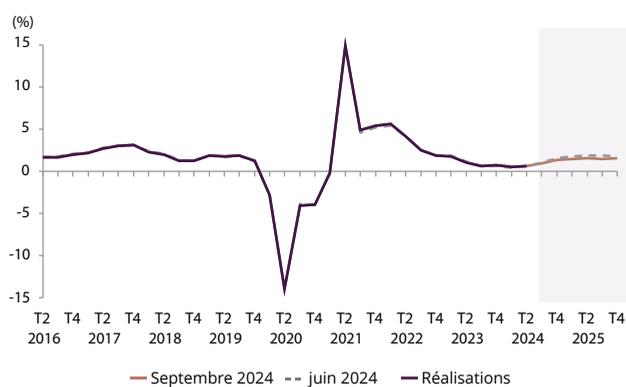
Légère décélération de l'activité économique mondiale en 2024 et 2025

Après avoir atteint 3,3% en 2023, la croissance de l'économie mondiale devrait connaître une légère décélération sur l'horizon de prévision, mais de moindre ampleur que prévu en juin, passant de 3,3% en 2023 à 3,2% en 2024 et à 2,9% en 2025.

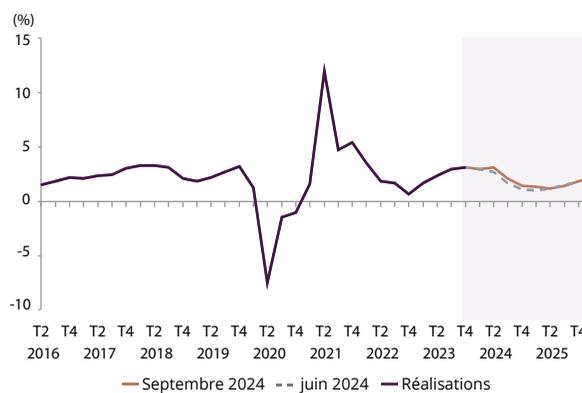
Aux Etats-Unis, la croissance devrait atteindre 2,6% cette année, portée par les dépenses de consommation et d'investissements. Toutefois, un ralentissement à 1,6% est prévu en 2025, en raison d'une modération de la consommation des ménages, de la détérioration de la situation budgétaire et des déséquilibres externes. Concernant la zone euro, la croissance devrait être inférieure à 1% en 2024, freinée par l'atonie de l'économie allemande, mais elle devrait s'accélérer à 1,5% en 2025. Au Royaume-Uni, après une faible progression du PIB en 2023, la croissance s'établirait à 1,1% en 2024, soit une révision à la hausse de 0,3 pp par rapport à juin, puis à 1,4% en 2025, portée par le renforcement de la consommation. Quant au Japon, le rythme de l'activité économique devrait ralentir à 0,2% en 2024, avant de rebondir à 1,2% en 2025, tiré par le renforcement de la demande intérieure.

Au sein des principales économies émergentes, la Chine devrait réaliser cette année son objectif de 5% de croissance, grâce notamment à l'amélioration de la demande extérieure, mais une décélération est prévue au cours des prochaines années. Le rythme de l'économie chinoise ralentirait à 4,7% en 2025, freiné principalement par la crise du secteur immobilier. En Inde, la croissance du PIB devrait rester vigoureuse à moyen terme avec la poursuite de l'effort d'investissement public. Après avoir atteint 7,8% en 2023, elle s'établirait à 7,3% en 2024, puis à 6,8% en 2025. Quant au Brésil, l'économie devrait enregistrer une croissance limitée de 1,9% cette année et de 1,8% en 2025, compte tenu de la dégradation des finances publiques et de la recrudescence des tensions inflationnistes. En Russie, l'économie afficherait une progression solide en 2024, en raison de la vigueur des dépenses militaires et de l'augmentation des salaires publics, la croissance devant ressortir à 4% en 2024 avant de fléchir à 1% en 2025, en raison de la modération attendue de la demande interne.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



Source : GPMN, août 2024.

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

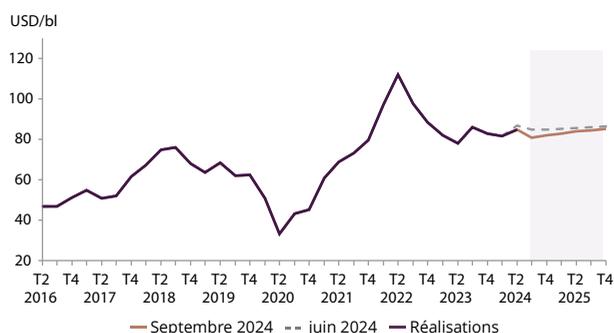
S'agissant des matières premières, le prix du Brent devrait se maintenir à 82,4 dollars le baril en moyenne en 2024, avant d'atteindre 84,2 dollars le baril en 2025, en raison des réductions de production opérées par l'OPEP+ et de la montée des tensions géopolitiques. Concernant le charbon, son cours maintiendrait sa tendance baissière entamée en 2023 pour s'établir à 112 dollars la tonne en moyenne en 2024, reflétant une réduction de la demande à mesure que le prix du gaz continue de reculer et que la production d'énergie renouvelable augmente. Il devrait, néanmoins, se redresser à 118 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 10 dollars/mmbtu, avant de s'apprécier légèrement à 11 dollars en 2025, selon les projections de la Banque mondiale d'avril 2024.

Concernant les cours du phosphate et dérivés, l'offre moins importante que prévue de dérivés de phosphate en provenance de Chine conjuguée à l'augmentation de la demande saisonnière ont entraîné une nette hausse des prix au début du troisième trimestre 2024, une tendance qui devrait se maintenir en 2025. Dans ces conditions, selon le CRU, les prix des dérivés d'origine marocaine devraient rester quasi-stables en 2024 à 589 USD/t pour le DAP et à 450 USD/t pour le TSP, avant d'augmenter en 2025 à 596 USD/t pour le DAP et à 472 USD/t pour le TSP. Quant au phosphate brut Maroc, le CRU prévoit une diminution de son prix à 229 USD/t en 2024 puis à 217,5 USD/t en 2025.

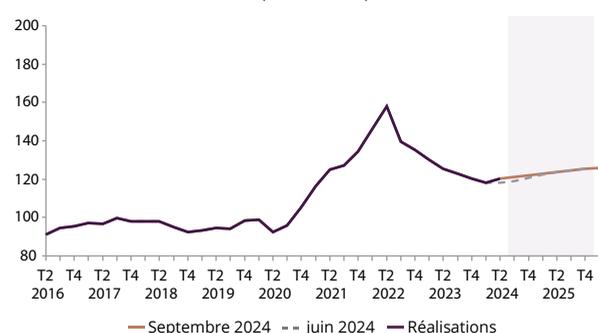
Pour ce qui est des prix des denrées alimentaires, après la contraction de 13,8% observée en 2023, l'indice FAO devrait continuer de baisser avec un recul de 3,5% prévu en 2024, suivi d'une augmentation de 3,2% en 2025. S'agissant du blé dur américain en particulier, son cours devrait enregistrer une contraction de 14,8% en 2024 et de 1,7% en 2025 selon les projections de la Banque mondiale d'avril 2024.

Dans ces conditions, l'inflation mondiale poursuivrait sa décélération à moyen terme pour se situer à 3,7% en 2024 puis à 3,2% en 2025. Dans la zone euro, elle reviendrait de 5,4% en 2023 à 2,5% cette année et demeurerait à ce niveau en 2025. De même, aux Etats-Unis, elle poursuivrait sa tendance baissière, revenant de 4,1% en 2023 à 2,9% en 2024. A l'inverse, en Chine l'inflation s'établirait à 0,4% en moyenne cette année avant de s'accélérer à 1,7% en 2025 à mesure que la demande continue de se redresser.

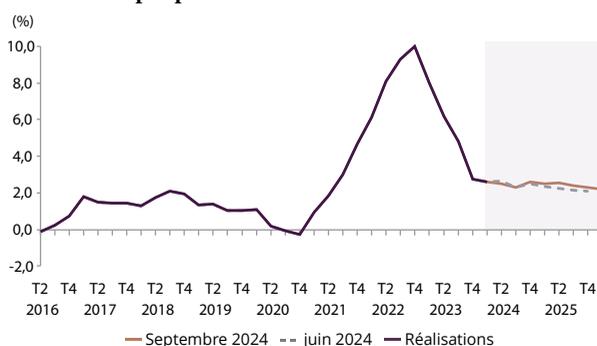
Graphique 7.3 : Prix du Brent



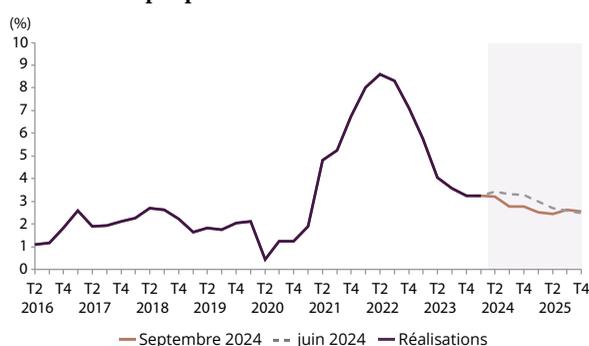
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2017=100)



Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.6 : Inflation aux Etats-Unis



Source : GPMN, août 2024.

Baisse des taux directeurs de la Fed et de la BCE

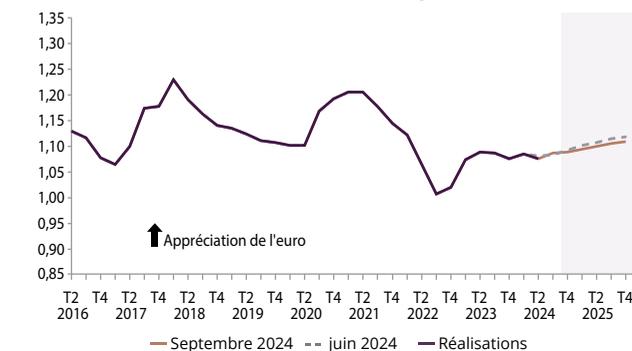
La Fed a décidé à l'issue de sa réunion des 17 et 18 septembre, et pour la 1^{ère} fois depuis mars 2020, de réduire de 50 points de base la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [4,75%-5%], dans un contexte caractérisé par un rythme soutenu de l'activité économique, une augmentation du taux de chômage, et une inflation se rapprochant davantage de l'objectif de 2% mais restant quelque peu élevée. En parallèle, la FED continuera à réduire les avoirs en titres du Trésor et en titres adossés à des créances hypothécaires.

Pour sa part, à l'issue de sa réunion du 12 septembre, et après une première baisse de 25 points de ses taux directeurs en juin dernier, la BCE a décidé de réduire le taux d'intérêt de la facilité de dépôt, à travers lequel elle pilote l'orientation de la politique monétaire, de 25 points de base à 3,50%, marquant une étape supplémentaire dans la modération du caractère restrictif de la politique monétaire. En conséquence, et conformément à son cadre opérationnel, les taux des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal sont abaissés à 3,65% et à 3,90% respectivement. La BCE a, en outre, indiqué que son Programme d'achat d'actifs (APP) se contracte à un rythme mesuré et prévisible, l'Eurosystème ne réinvestissant plus les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance. Quant au Programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP), l'Eurosystème ne réinvestit plus la totalité des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance, réduit le portefeuille de ce programme de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne, et prévoit de mettre un terme aux réinvestissements en fin 2024.

La Banque d'Angleterre a quant à elle décidé lors de sa réunion du 18 septembre, de maintenir inchangé son taux directeur à 5%, après la baisse de 25 points de base opérée en août. Elle a également décidé de réduire son stock d'obligations d'État britanniques de 100 milliards de livres supplémentaires au cours des 12 prochains mois, soit au même rythme que l'année écoulée. En outre, son Comité a réitéré le fait que la politique monétaire devra rester restrictive suffisamment longtemps jusqu'à ce que les risques pesant sur un retour durable de l'inflation à l'objectif de 2% à moyen terme se soient davantage dissipés. Parallèlement, et après avoir relevé en juillet son taux directeur de 25 points à 0,25%, la Banque du Japon a décidé de le maintenir inchangé suite à sa réunion du 20 septembre. Elle a également annoncé en juillet réduire ses achats d'obligations d'État japonaises d'environ 400 milliards de yens par trimestre jusqu'en mars 2026.

Au niveau du marché de change international, compte tenu notamment des prévisions du différentiel des taux à l'horizon 2025, l'euro devrait poursuivre son appréciation face au dollar, avec des hausses de 0,3% à 1,08 dollar en moyenne en 2024, puis de 1,7% à 1,1 dollar en 2025.

Graphique 7.7 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, août 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 aurait favorisé le développement des cultures arboricoles et maraichères. Dans ces conditions, la valeur ajoutée agricole devrait accuser une diminution de 6,9% en 2024, prévision inchangée comparativement aux projections communiquées en juin.

Pour la campagne 2024/2025, sous l'hypothèse d'une production céréalière moyenne de 55 MQx¹ et d'une évolution tendancielle des autres cultures, la valeur ajoutée agricole devrait progresser de 8,6% en 2025, prévision inchangée par rapport à juin.

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, de l'actualisation des prévisions macroéconomiques ainsi que des réalisations à fin juillet 2024, le déficit du compte courant devrait terminer l'année à 1,4% du PIB, après 0,6% en 2023, avant d'augmenter à 2,6% en 2025.

En 2024, les exportations connaîtraient une augmentation de 4,8%, tirées essentiellement par un accroissement de 11,7% des ventes du secteur automobile, et dans une moindre mesure, par une progression de 6,1% des exportations de phosphates et dérivés sous l'effet d'une hausse prévue des quantités expédiées. S'agissant des importations, elles progresseraient de 5%, en relation principalement avec des hausses des achats de biens d'équipement et des demi-produits. La facture énergétique devrait, en revanche, s'alléger de 2,8% à 118,6 milliards de dirhams. En parallèle, les recettes voyages devraient s'accroître de 7,1% à 112,2 milliards de dirhams et les transferts des MRE devraient augmenter de 2,5%

¹ Cette hypothèse est basée sur la moyenne des cinq dernières récoltes observées.

à 118,2 milliards. Concernant les recettes des IDE, elles augmenteraient à 46,5 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 3,1% du PIB, après 2,4% enregistré en 2023.

Sous l'hypothèse de la concrétisation des financements extérieurs prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve devraient se renforcer 384,3 milliards de dirhams à fin 2024, soit l'équivalent de 5 mois et 10 jours d'importations de biens et services.

En 2025, le rythme de progression des exportations devraient s'accélérer à 9,2%, en relation principalement avec des hausses de près de 13% aussi bien des expéditions du secteur automobile que de celles de phosphates et dérivés. Les importations devraient, en parallèle, augmenter de 9%, reflétant en particulier la forte dynamique prévue des acquisitions de biens d'équipement. Dans le même sens, la facture énergétique s'alourdirait de 4,5% à 123,9 milliards de dirhams. En parallèle, les recettes voyages et les transferts des MRE devraient afficher des améliorations de 4,6% et 3,1% respectivement et les recettes d'IDE s'accroîtraient pour atteindre l'équivalent de 3,2% du PIB.

Tenant compte notamment des tirages et remboursements prévus au titre de la dette extérieure du Trésor, les AOR devraient atteindre 397,4 milliards à fin 2025, représentant l'équivalent de 5 mois et demi d'importations de biens et services.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

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

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

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

Le déficit de liquidité bancaire devrait se creuser pour ressortir à 120,4 milliards de dirhams à fin 2024 et à 146,6 milliards en 2025 en lien essentiellement avec la progression de la circulation fiduciaire. Après un accroissement de 10,7% en 2023, celle-ci devrait croître de 8,6% en 2024 et de 8,4% 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 anticipations du système bancaire, il s'accélérerait à 3,3% en 2024 et à 4,7% 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 4,2% en 2024 et de 4,3% en 2025.

Pour sa part, le taux de change effectif réel devrait poursuivre son appréciation à moyen terme, avec un taux de 0,7% en 2024, en lien avec l'appréciation de sa valeur en termes nominaux, et un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux, avant de se stabiliser en 2025.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations					Prévisions		Ecart (sept./juin)	
	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	3,3	4,7	-1,1	-0,6
M3	3,8	8,4	5,1	8,0	3,9	4,2	4,3	-0,7	-0,8
Besoin de liquidité, en MMDH	-64,6	-74,6	-64,4	-86,6	-111,4	-120,4	-146,6	-10,6	-13,0

Le déficit budgétaire devrait se stabiliser en 2024 avant de baisser 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 revenir à 3,9% du PIB en 2025, en révision à la baisse de 0,2 point du PIB. Outre les ajustements opérés lors de l'exercice de prévision de juin relatifs à l'impact du dialogue social, à l'intégration des nouveaux crédits ouverts ainsi qu'à la performance des recettes fiscales, ces projections tiennent compte de l'exécution budgétaire à fin août 2024, des nouvelles prévisions macroéconomiques de BAM, de la note d'orientation du PLF 2025 et de la présentation de la Ministre des Finances au Parlement en juillet au sujet notamment de la programmation budgétaire triennale (PBT) 2025-2027.

En 2024, les recettes fiscales se renforceraient de 9,6%, reflétant des améliorations de 15,2% de celles des impôts indirects et de 5% de celles des impôts directs. Les rentrées non fiscales, quant à elles, enregistreraient un rebond de 24,2%, à la faveur essentiellement des recettes issues des mécanismes de financement innovants et des produits en provenance des entreprises et établissements publics (EEP). En regard, les dépenses ordinaires devraient s'alourdir de 10,8% par rapport à 2023, avec en particulier un accroissement de 11,8% des dépenses de biens et services. La masse salariale augmenterait de 10,8%, tenant compte des crédits supplémentaires alloués au dialogue social d'un montant de 6,5 milliards, et des dépenses des autres biens et services de 13,6%. Pour leur part, les dépenses de compensation devraient reculer de 14,5% et celles d'investissement de 2,7% à 107,8 milliards, chiffre inchangé par rapport aux prévisions de juin qui intègre les crédits supplémentaires ouverts de 7,5 milliards.

En 2025, le produit fiscal devrait s'améliorer de 5,5%, avec des hausses de 8,3% des rentrées des impôts directs et de 3,9% de celles des impôts indirects. Les recettes non fiscales régresseraient de 1,6%, 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 parallèle, les dépenses ordinaires devraient s'alourdir de 5,1%, tirées principalement par des progressions de 9% des dépenses de biens et services et de 7,8% des charges en intérêts de la dette et tenant compte de la revue à la hausse des charges de compensation de 5 à 16,5 milliards comme indiqué dans la lettre d'orientation pour la préparation du projet de loi de finances 2025. La masse salariale augmenterait de 10,4% et les dépenses au titre des autres biens et services de 6,3%.

Poursuite de l'amélioration des activités non agricoles, mais la croissance globale resterait tributaire des conditions climatiques

Après une accélération à 3,4% en 2023, la croissance économique devrait ralentir à 2,8% cette année, prévision inchangée comparativement aux projections de juin. Cette évolution recouvre, du côté de

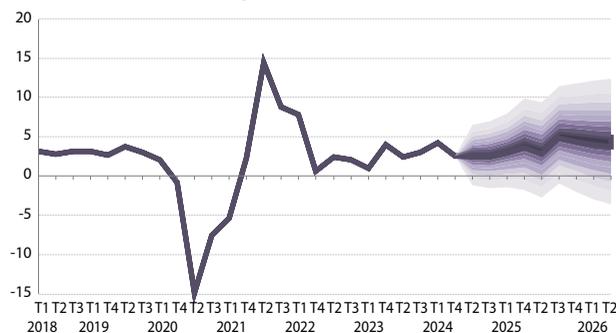
l'offre, une baisse de 6,9% de la valeur ajoutée agricole tenant compte d'une récolte céréalière estimée par le Département de l'Agriculture à 31,2 MQx, avant de s'accroître à 8,6% en 2025, sous l'hypothèse d'un retour à une récolte céréalière moyenne. Quant aux activités non agricoles, leur rythme d'évolution devrait s'améliorer progressivement, atteignant 3,6% en 2024 et 3,9% 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 ou prévus 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 (sept./juin)	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2024	2025
Croissance nationale	2,9	-7,2	8,2	1,5	3,4	2,8	4,4	0	-0,1
VA agricole	-5,0	-8,1	19,5	-11,3	1,4	-6,9	8,6	0	0
VA non agricole	4,0	-6,9	6,4	3,4	3,5	3,6	3,9	-0,2	-0,2

Sources : Données du HCP et prévisions BAM.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T2 2024 - T2 2026), en glissement annuel *

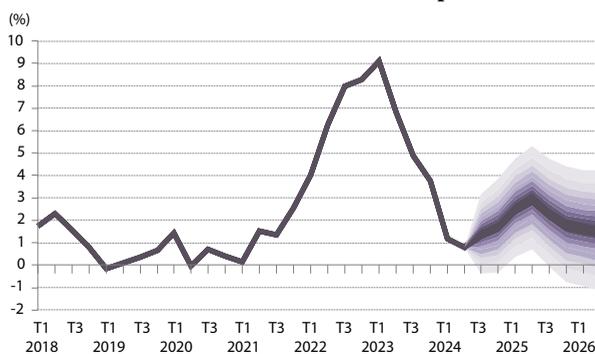


* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Ralentissement rapide de l'inflation en 2024 avant une accélération en 2025

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

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T3 2024 - T2 2026)*



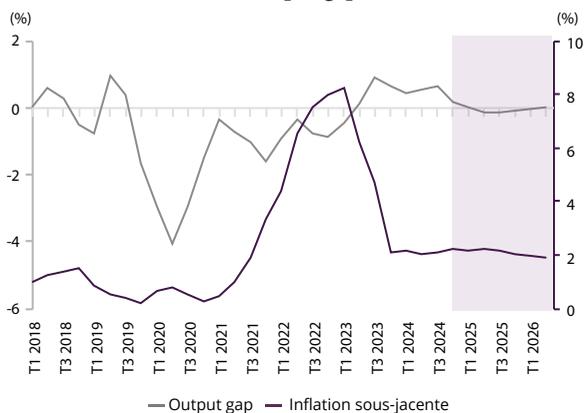
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente

	Réalizations					Prévisions			Ecart (sept./juin)	
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	T3-2024 - T2-2026	2024	2025
Inflation	0,2	0,7	1,4	6,6	6,1	1,3	2,5	2,0	-0,2	-0,2
Inflation sous-jacente	0,5	0,5	1,7	6,6	5,6	2,1	2,1	2,1	-0,2	-0,2

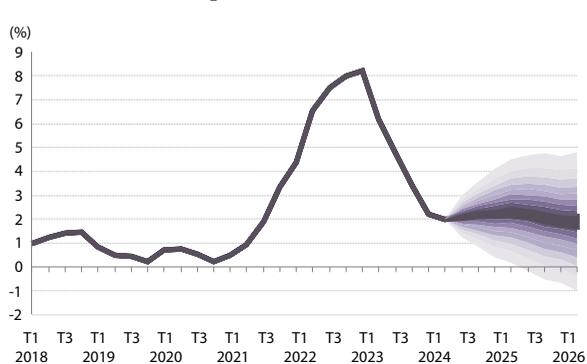
Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

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



— Output gap — Inflation sous-jacente

Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T3 2024 - T2 2026)*



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

7.3 Balance des risques

Les incertitudes entourant les perspectives de l'économie mondiale restent importantes, particulièrement avec les élections prévues en 2024 dans de nombreux pays notamment aux Etats-Unis, la crise immobilière en Chine et l'atonie de l'économie allemande. Ces incertitudes orientent les risques vers une croissance plus faible. De surcroit, la persistance du conflit en Ukraine et le risque d'escalade au Moyen-Orient pourraient fragiliser davantage l'activité économique mondiale et perturber les chaînes d'approvisionnements notamment énergétiques, entraînant une hausse des prix des matières premières et par conséquent une accélération de l'inflation.

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

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

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

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1 : Evolution de quelques indicateurs avancés de l'activité aux Etats-Unis et dans la zone euro.....	17
Graphique 1.2 : Evolution du taux de change euro/dollar	18
Graphique 1.3 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	19
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	20
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	21
Graphique 1.10 : Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	21
Graphique 2.1 : Exportations du secteur automobile à fin juillet.....	23
Graphique 2.2 : Evolution mensuelle des recettes voyages.....	25
Graphique 2.3 : Evolution mensuelle des transferts des MRE.....	26
Graphique 3.1 : Taux interbancaire	27
Graphique 3.2 : Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	28
Graphique 3.3 : Coût de financement des banques	28
Graphique 3.4 : Taux de change du dirham.....	29
Graphique 3.5 : Taux de change effectifs nominal et réel	29
Graphique 3.6 : Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire en glissement annuel	30
Graphique 3.7 : Crédit bancaire	30
Graphique 3.8 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit	30
Graphique 3.9 : Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme	31
Graphique 3.10 : Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	31
Graphique 3.11 : Evolution de l'indice MASI	32
Graphique 3.12 : Evolution des indices sectoriels au deuxième trimestre 2024	32
Graphique 3.13 : Evolution des levées des bons du Trésor	33
Graphique 3.14 : Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur.....	33
Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes par rapport à la loi de finances	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 août	38
Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin août.....	38
Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin août.....	39
Graphique 4.7 : Endettement du Trésor	39
Graphique 5.1 : Dépenses de consommation	40
Graphique 5.2 : PIB par composante	41
Graphique 5.3 : Contribution des branches d'activité à la croissance	42
Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé	43
Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels	43

Graphique 5.6 : 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	47
Graphique 6.10 : Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier	48
Graphique 6.11 : Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle	48
Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro	51
Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis	51
Graphique 7.3 : Prix du Brent.....	52
Graphique 7.4 : Indice FAO des prix des produits alimentaires	52
Graphique 7.5 : Inflation dans la zone euro	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	58
Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision	58

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1 : Profil trimestriel de la croissance, en glissement annuel	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 : Elections présidentielles américaines : un événement majeur pour l'économie mondiale	21
---	----