

## Note de conjoncture du troisième trimestre 2023 et perspectives pour le quatrième trimestre

L'économie nationale aurait progressé de 2,4% au troisième trimestre 2023, en variation annuelle, appuyée par une hausse de la valeur ajoutée agricole. Hors agriculture, l'activité aurait évolué au même rythme (+2,4%), tirée principalement par les services non marchands. Au quatrième trimestre 2023, la croissance économique s'établirait à +2,6%, en rythme annuel, profitant d'un rétablissement progressif de la demande intérieure.

### Economie mondiale : croissance difficile et tensions inflationnistes toujours persistantes

L'économie mondiale aurait continué de ralentir au troisième trimestre 2023, sur fond de resserrement des politiques monétaire et budgétaire, de l'absorption de l'épargne excédentaire des ménages qui aurait été à la fois dépensée et déflatée, de l'affaiblissement des marges des entreprises et de la poursuite du recul de la production industrielle. La vigueur des services, qui avait soutenu la croissance au premier semestre, se serait amenuisée. Cette détérioration aurait été visible dans toutes les grandes économies ; les indices PMI des directeurs d'achat des services étant en décélération quasi-générale depuis le mois de juillet 2023.

En zone euro, la croissance se serait établie à 0,8% au troisième trimestre 2023, sous l'effet du ralentissement de la demande intérieure. Les dépenses de consommation des ménages se seraient modérées, dans un contexte de maintien des tensions inflationnistes jugées encore élevées et d'un marché de travail peu dynamique. L'investissement se serait, pour sa part, contracté, sur fond d'affaiblissement de la demande, de la remontée du coût du financement externe et de l'incertitude élevée qui aurait pesé sur l'activité des entreprises. Aux Etats-Unis, la croissance de l'activité, quoique plus résiliente, aurait décéléré, passant de +2,5% en variation annuelle, au deuxième trimestre 2023, à +1,9% au troisième trimestre. La consommation des ménages aurait été peu dynamique avec l'épuisement progressif de l'épargne excédentaire et l'investissement privé se serait inscrit en baisse, dans le sillage du durcissement des conditions de financement.

La croissance économique des pays émergents, notamment ceux du sud-est asiatique, se serait, également, modérée, en ligne avec le recul des échanges commerciaux avec la Chine. Cette dernière aurait connu un net ralentissement par rapport au trimestre passé. La faiblesse de la demande intérieure, conjuguée aux difficultés persistantes du marché immobilier chinois, auraient continué de pénaliser la croissance, dont le rythme se serait établi à +5,5%, contre +6,6% au deuxième trimestre 2023.

Le ralentissement de la croissance économique mondiale se serait accompagné par un relatif apaisement des tensions inflationnistes, sur fond de décélération des prix des matières premières et de normalisation des chaînes d'approvisionnement. L'inflation sous-jacente aurait, toutefois, persisté, avec le maintien des pressions sur les coûts de production et les marges encore élevées dans certains secteurs. Globalement, l'inflation aux Etats-Unis et en zone euro se serait établie respectivement à +3,4% et +5,2%, en rythmes annuels, au troisième trimestre 2023, au lieu de +4% et +6,2% au deuxième trimestre.

### Perte de vigueur des échanges extérieurs nationaux

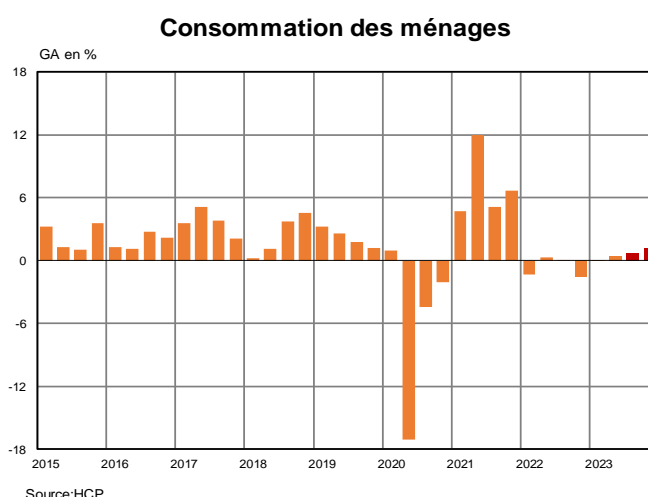
Le volume des exportations nationales de biens et services aurait affiché une hausse de 2,6% en variation annuelle, au troisième trimestre 2023, au lieu de +6,5% un trimestre plus tôt, alors que celui des importations aurait accusé un recul de 1,4%. En valeur, les exportations de biens auraient, toutefois, connu une baisse de 5,9%, pâtissant de la poursuite de la contraction des expéditions des phosphates et de l'acide phosphorique. Ces derniers, subissant l'atonie de la demande extérieure, auraient contribué pour -8,2 points à cette évolution. Hors produits phosphatés, les exportations auraient, à l'inverse, continué de bénéficier de la bonne tenue des ventes extérieures de l'automobile dans les segments « construction », « câblage » et « intérieur sièges et cuir » avec une contribution de +9,9 points, suivies par celles des produits des industries électriques et électroniques (+1,4 point).

Les importations de biens en valeur auraient, pour leur part, poursuivi leur recul pour le deuxième trimestre consécutif au rythme de -10,7%, attribuable à l'allègement de la facture énergétique, en particulier les achats de houille et des gasoils et fuels. Hors énergie, la diminution des importations aurait, également, marqué les demi-produits notamment l'ammoniac, les produits chimiques et les papiers et cartons, ainsi que les produits bruts. A l'inverse, les achats des biens d'équipement industriel se seraient inscrits en hausse continue, tirés par les acquisitions des appareils pour la coupure et la connexion électrique, des machines et appareils divers et des moteurs à piston, suivis par les importations des biens de consommation, notamment les voitures de tourisme et leurs pièces détachées et les médicaments.

Le repli plus prononcé des importations des biens, en valeur, par rapport aux exportations se serait traduit par un allègement du déficit de la balance commerciale des biens et engendré une amélioration du taux de couverture, au troisième trimestre 2023, de 2,9 points par rapport à la même période de 2022, pour atteindre 56,8%.

### Amélioration de la demande intérieure

Le retournement à la hausse de la demande intérieure, prévu au deuxième trimestre 2023, se serait différé au troisième trimestre. Les dépenses de consommation des administrations publiques se seraient renforcées, affichant une hausse de 3,6%, au lieu de +3,1% au trimestre précédent. Celles des ménages, encore exposées au maintien des tensions inflationnistes élevées et à la faible dynamique des revenus d'activité, auraient connu une hausse de 0,7% au cours de la même période. Elles auraient été particulièrement alimentées par un recours plus intensifié à l'épargne, dans un contexte de maintien du renchérissement du crédit bancaire. L'augmentation des dépenses des ménages aurait principalement profité aux biens domestiques, alors que celles consacrées aux produits agroalimentaires et agricoles auraient faiblement diminué.



L'investissement aurait de nouveau apporté une contribution négative à la croissance économique nationale. En variation annuelle, la formation brute de capital se serait infléchi de 2,7% au troisième trimestre 2023, après une baisse de 3,1% le trimestre précédent. Bien que les sociétés non financières aient abordé le choc du ralentissement de la demande extérieure dans une position financière moins dégradée, leurs dépenses d'investissement se seraient abaissées, notamment au niveau des entreprises opérant dans l'industries et certaines branches tertiaires. Selon les résultats de la dernière enquête de conjoncture réalisée par le HCP auprès des commerçants du gros, les intentions de commande relatives aux biens d'équipement industriels et informatiques se seraient inscrites en baisse de 1,7 et 5 points respectivement, en variations annuelles.

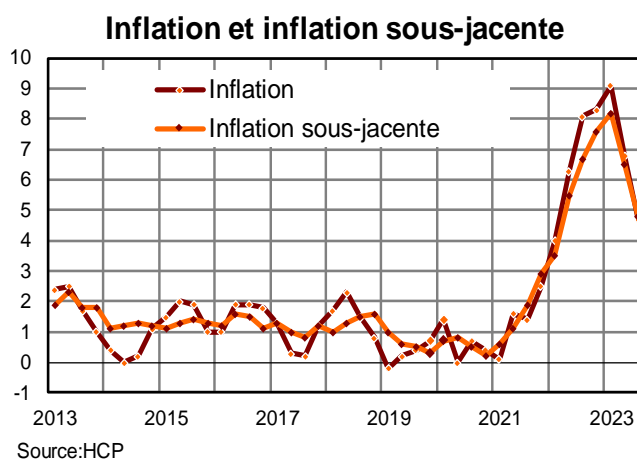
### L'inflation continue de ralentir au niveau national mais reste encore élevée

Après avoir enregistré un pic de +9,1%, en glissement annuel, au premier trimestre 2023, les prix à la consommation auraient connu une progression moins rapide au troisième trimestre, dans un contexte de décélération des cours internationaux des matières premières. Le taux d'inflation globale aurait atteint +4,7% au troisième trimestre, après +6,8% au deuxième trimestre et +8,1% un an plus tôt. Cette détente aurait résulté à la fois d'une poursuite du ralentissement des prix des produits non-alimentaires, en hausse de 1% seulement sur un an, mais aussi d'une augmentation de moindre ampleur de ceux des produits alimentaires, s'établissant à +10,3%, au lieu de +14,9% au deuxième trimestre et +17,6% lors du premier trimestre.

Malgré les nouvelles hausses des prix des carburants qui avaient marqué l'été 2023, la contribution de l'énergie au glissement annuel de l'indice des prix à la consommation serait restée négative, grâce à un effet de base baissier, lié aux niveaux très élevés des prix des produits pétroliers enregistrés à la même période de 2022. Cet effet, à lui seul, aurait réduit l'inflation d'ensemble de 0,5 point. Pour les autres groupes de produits, l'inflation se serait atténuée, y compris pour les services dont les prix avaient affiché une résistance à la baisse un trimestre auparavant. Leur prix

aurait évolué de +2,1% sur un an, contre +2,3% le trimestre précédent, grâce notamment au repli des prix des services de transport routier, compensé, en partie, par la hausse des prix de la restauration et de l'hébergement.

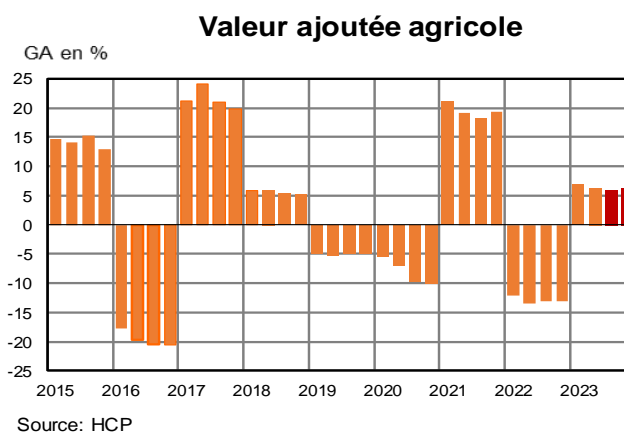
Au niveau des produits alimentaires, bien que la hausse des prix se soit atténuée, reflétant entre autres, la détente des cours mondiaux des matières premières alimentaires, notamment ceux du blé et de l'huile végétale, ils se seraient situés toujours à des niveaux encore élevés. Stimulée par une progression des prix des produits frais, à deux chiffres pour le cinquième trimestre consécutif, quoiqu'en décélération, l'augmentation des prix des produits alimentaires aurait contribué pour +3,9 points à la hausse globale des prix à la consommation. Les disponibilités plus restreintes des produits agricoles, attribuables aux conditions climatiques sèches, ainsi que les effets du renforcement de la demande durant la période estivale, auraient entravé une décélération rapide du taux d'inflation des produits alimentaires frais.



De leur côté, les prix des produits alimentaires hors frais et des biens manufacturés auraient continué à alimenter le recul de l'inflation d'ensemble, en raison du relâchement des tensions exercées sur les prix des intrants. Cet affaiblissement se serait, également, répercuté sur l'inflation sous-jacente, qui exclut les prix soumis à l'intervention de l'Etat et les produits à prix volatils, en hausse de 4,8% sur un an, au troisième trimestre, après +6,5% le trimestre précédent.

### Progression de l'activité agricole

La valeur ajoutée agricole se serait améliorée de 6% au troisième trimestre 2023, en variation annuelle, au lieu de 6,3% un trimestre plus tôt. Cette performance aurait été soutenue, comme au trimestre précédent, par la progression de 62% de la production des céréales pour par rapport à 2022. Les autres cultures auraient été marquées par une faiblesse relative des récoltes, qui aurait engendré une hausse des prix à la consommation des légumes et des fruits frais de 24,1% et 9,2% respectivement, au cours des deux premiers mois du troisième trimestre 2023, en variation annuelle. Les prix des filières animales se seraient, également, accrus, notamment ceux de la viande rouge en hausse de 15,7%, en variation annuelle, au cours de la même période. Les activités d'élevage du cheptel avaient été touchées par les sécheresses persistantes ayant marqué ces dernières années et induit une hausse des coûts de production et une réduction de l'offre de bétail destiné à l'abattage. Leurs prix avaient amorcé une tendance haussière au début de l'année qui se seraient, toutefois, atténuée avec le renforcement du près du quadruple des importations des animaux vivants. Hors viande rouge, les prix des productions animales auraient décéléré, notamment au niveau de la filière avicole, où une augmentation de la production de viande de poulet de chair de 10,4% aurait été enregistrée. Les prix du lait se seraient stabilisés avec la reprise de sa collecte, consécutive à l'arrêt de décapitalisation des vaches laitières et la détente relative des coûts d'affouragement. En conséquence, les quantités importées de lait se seraient infléchies de 38,3% au terme des mois de juillet et août 2023, en variation annuelle.



### Evolution hétérogène des activités hors agriculture

Le renforcement du ralentissement de l'économie mondiale et les effets induits liés aux conditions climatiques particulièrement sèches auraient pesé sur les activités hors agriculture, ramenant leur évolution annuelle à +2,4% au troisième trimestre 2023, au lieu de +3,2% au début de l'année. Cette croissance aurait été principalement le fait des branches tertiaires qui auraient sensiblement décéléré après deux années de performances soutenues. En variation annuelle, leur valeur ajoutée se serait accrue de 3,3%, en variation annuelle, au troisième trimestre 2023, au lieu de +4,4% un trimestre plus tôt, pâtissant du ralentissement de la demande adressée aux services marchands. Dans le commerce, l'activité serait restée, également, peu dynamique. Selon la dernière enquête de conjoncture, les intentions d'achat et d'approvisionnement se seraient réduites dans l'ensemble du secteur de commerce de gros

comparativement à la même période de l'année passée. La conjoncture aurait été particulièrement mal orientée dans le commerce des biens agricoles et agroalimentaires, sur fond du maintien des niveaux élevés des prix.

La valeur ajoutée des branches secondaires aurait, à l'inverse, connu des évolutions contrastées. Le repli des industries extractives à l'œuvre depuis le début de 2022 se serait poursuivi au rythme de -4,3% au troisième trimestre 2023, au lieu de -9,4% au trimestre précédent. La baisse des exportations des minerais non-métalliques bruts se serait prolongée, mais la demande des industries chimiques locales aurait légèrement repris, dans un contexte de baisse des coûts des intrants, notamment ceux du soufre brut et de l'ammoniac. Les quantités exportées des engrais se seraient redressées, en ligne avec l'amélioration des perspectives de l'utilisation mondiale des fertilisants à base de phosphate brut, portées notamment par le raffermissement de la demande des pays de l'Amérique du Nord et de l'Europe.

L'industrie manufacturière aurait, à l'inverse, crû de 0,5% lors de la même période, après avoir fléchi de 2,1% au deuxième trimestre. Le repli de l'industrie agroalimentaire se serait atténué, pour s'établir à -1,8%, sous l'effet conjugué de la légère reprise des activités de fabrication des conserves de poissons et des produits à base de céréales et de la poursuite du repli de celles des produits transformés à base de viande, de fruits et de légumes. S'inscrivant dans la même trajectoire, la baisse de la valeur ajoutée des industries chimiques se serait limitée à -1,3%, profitant d'un redressement des quantités exportées des engrais. L'activité des branches du matériel de transport, de l'électricité et de l'électronique aurait été, pour sa part, orientée à la hausse, portée par la demande extérieure, alors que celle des autres branches manufacturières se serait, à l'inverse, réajustée à la faible performance de leurs ventes destinées tant au marché local qu'extérieur.

Dans la construction, la valeur ajoutée se serait redressée au troisième trimestre 2023, affichant une croissance de 1,3%, après six trimestres de baisses consécutives. L'amélioration de l'activité des travaux publics aurait permis de compenser l'atonie conjoncturelle de la production de logements. Cette performance aurait été confirmée par la hausse des ventes de ciment de 6,5% au troisième trimestre 2023, par rapport à la même période de l'année précédente, au lieu d'une baisse de 3,9% au deuxième trimestre.

Compte tenu des estimations sectorielles et des indicateurs collectés jusqu'à fin septembre 2023, la croissance économique nationale se serait, ainsi, établie à +2,4%, au troisième trimestre 2023, au lieu de +2,3%, le trimestre précédent.

### **Poursuite de la décélération des crédits à l'économie**

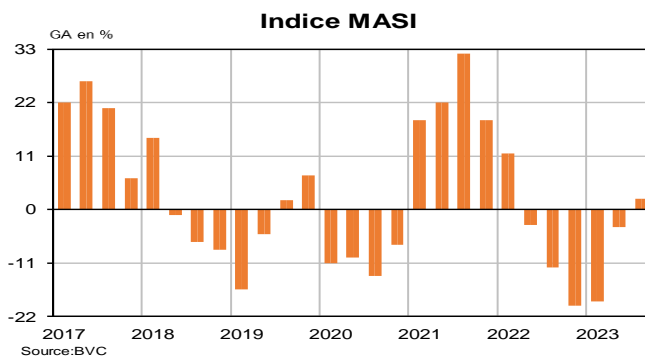
La masse monétaire aurait ralenti au troisième trimestre 2023, affichant une hausse de 7,1%, après une augmentation de 7,6% un trimestre auparavant. Le besoin de liquidité des banques se serait légèrement réduit en variation annuelle, à la suite d'une baisse de la circulation fiduciaire. Bank Al-Maghrib aurait, ainsi, diminué le volume de ses financements aux banques. Les avoirs officiels de réserves auraient augmenté de 6%, favorisés par l'emprunt obligataire du Trésor effectué sur le marché financier international et les créances nettes sur l'administration centrale auraient décéléré, traduisant une hausse de 10,2% de l'endettement monétaire du Trésor.

Les créances sur l'économie auraient poursuivi leur ralentissement. Leur encours aurait augmenté de 4,3%, au troisième trimestre 2023 et en glissement annuel, après +4,6% enregistré un trimestre plus tôt. Cette évolution serait attribuable à la baisse des crédits de trésorerie aux entreprises et à la décélération des crédits à l'immobilier et ceux à la consommation des ménages. Bank Al-Maghrib aurait continué de marquer une pause de sa politique de resserrement monétaire en maintenant stable son taux directeur à 3%. Cette démarche intervient dans une conjoncture d'un léger repli des tensions inflationnistes au niveau national. Les taux d'intérêt sur le marché interbancaire se seraient stabilisés au niveau du taux directeur, élevant leur niveau moyen de 148 points de base en variation annuelle. Parallèlement, les taux auraient augmenté sur le marché des adjudications des bons du Trésor, à un rythme moins important, avec des hausses de 124 points et 118 points de base pour les taux de maturité 1 an et 5 ans. Pour leur part, les taux créditeurs auraient limité leur croissance à 35 points de base seulement en moyenne. Sur le marché de change, le dirham se serait déprécié de 2,2% vis-à-vis de l'euro, mais se serait apprécié de 6% par rapport au dollar américain.

### **Amélioration des indicateurs boursiers**

Le marché des actions aurait connu un retournement à la hausse au troisième trimestre 2023, après une tendance nettement baissière au premier trimestre et une réduction des pertes au deuxième trimestre. Les investisseurs auraient corrigé positivement leur perception envers le marché des actions, tout en améliorant leur confiance en bourse. La hausse des indices boursiers se serait manifestée par la progression des cours de plusieurs sociétés cotées, malgré un environnement caractérisé par la hausse des taux d'intérêts monétaires. L'indice MASI aurait

progressé de 2,2%, en glissement annuel, au troisième trimestre 2023, après une baisse de 3,6% un trimestre auparavant. La capitalisation boursière se serait, ainsi, appréciée de 1%. L'évolution du marché boursier traduirait, principalement, l'accroissement des cours boursiers des secteurs de la promotion immobilière, des loisirs et hôtels, des holdings, des boissons, des services de transport et du secteur des banques. La liquidité du marché boursier aurait poursuivi son amélioration et le volume des transactions se serait accru de 8,9%, en variation annuelle, au troisième trimestre 2023.



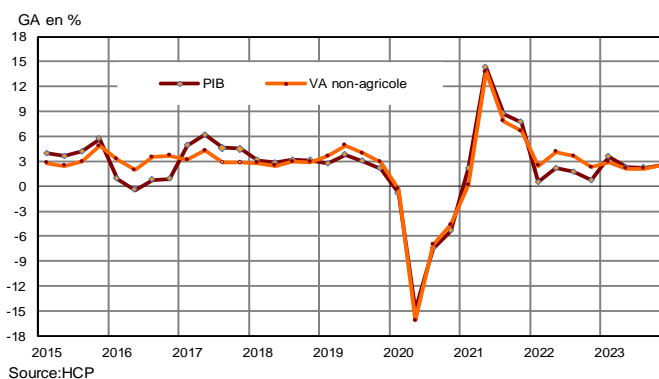
### Perspective de croissance de l'économie nationale au quatrième trimestre 2023

L'économie nationale évoluerait au quatrième trimestre 2023 dans un contexte marqué par la conjonction de nouveaux chocs. Dans la plupart des économies avancées, la croissance poursuivrait son ralentissement, sous l'effet du durcissement de la politique macroéconomique nécessaire pour juguler l'inflation et placer les finances publiques sur une trajectoire viable. Les difficultés structurelles de l'économie chinoise devraient entraîner un ralentissement de la croissance, notamment au niveau des économies émergentes et des économies productrices de matières premières, du fait de leurs liens commerciaux relativement étroits avec la Chine. La croissance aux Etats-Unis continuerait à ralentir, pour atteindre +1,4%, alors qu'en zone euro, elle devrait s'établir à 1%.

Le processus du reflux de l'inflation devrait se poursuivre également, dans le sillage du reflux de la demande intérieure, notamment au niveau des pays avancés. Le prolongement résolu de la réduction de la production du pétrole dans l'Arabie Saoudite et la Russie jusqu'à la fin de l'année (1,3 million de barils par jour) avait surpris les marchés, qui s'attendaient à une sortie de ce régime début octobre 2023, et soutenu le retournement à la hausse des prix du pétrole. Il est à noter que le cours international du Brent avait marqué une hausse de 11% au troisième trimestre 2023, en comparaison avec le deuxième, mais se serait inscrit en baisse de 12,6% en variation annuelle.

Dans ces conditions, la croissance économique nationale devrait s'établir à 2,6%, au quatrième trimestre 2023, en variation annuelle. Cette performance serait attribuable à une hausse de la valeur ajoutée agricole. Hors agriculture, la croissance atteindrait 2,6%. Les services poursuivraient leur évolution au ralenti, affichant une hausse de 2,8%, au lieu de 5,4% au début de l'année, alors que l'industrie manufacturière, secteur le plus touché par le fléchissement conjoncturel de l'activité mondiale, verrait son activité se redresser progressivement, grâce à la reprise des industries chimiques et au maintien de la dynamique des activités de fabrication du matériel de transport et de l'automobile.

### PIB global et valeur ajoutée non-agricole



La demande extérieure nette continuerait de soutenir la croissance au quatrième trimestre 2024, malgré la modération du rythme de croissance du volume des exportations des biens et des services. La contribution des échanges extérieurs à la croissance économique globale resterait positive, du fait notamment de la faible dynamique du volume des importations due à la poursuite du ralentissement des achats des biens énergétiques et de certains demi-produits. Elle devrait, toutefois, s'affaiblir d'un trimestre à l'autre, perdant 1,1 point en comparaison avec le troisième trimestre.

La consommation des ménages accélérerait légèrement, dans le sillage de la réduction des pertes du pouvoir d'achat. En termes nominaux, le revenu des ménages s'améliorerait, alors que les prix à la consommation décéléreraient de nouveau, aussi bien au niveau général qu'au niveau de leur composante sous-jacente. En moyenne annuelle, le taux d'inflation devrait avoisiner 6,1% en 2023, au lieu de +6,6% en 2022. La hausse des dépenses de consommation des administrations publiques se maintiendrait et leurs dépenses d'investissement seraient particulièrement dynamiques, dans le cadre de l'effort de reconstruction post séisme qui avait affecté sept provinces du Royaume en septembre. L'investissement des entreprises non financières conserverait, pour sa part, son rythme baissier, principalement dans les industries manufacturières, mais le mouvement de déstockage amorcé en début de l'année s'atténuerait sensiblement. Dans l'ensemble, le soutien de la demande intérieure à la croissance

économique nationale s'améliorerait, avec un surplus de contribution de 1,2 point comparativement au troisième trimestre 2023.

*Le scénario de croissance que nous envisageons pour le quatrième trimestre 2023 repose fermement sur l'hypothèse d'une reprise de la demande adressée aux industries chimiques et activités annexes. Cependant, il est essentiel de noter que tout retournement à la baisse de cette demande pourrait avoir des conséquences significatives sur les perspectives de croissance des branches secondaires. De plus, un autre facteur crucial d'incertitude est la prise en compte complète des effets du séisme ayant affecté le Royaume au mois de septembre 2023. Cet événement pourrait générer des impacts différenciés qui pourraient affecter les prévisions de croissance pour le quatrième trimestre 2023.*