



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 60/2021

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB
DU 13 OCTOBRE 2021

Dépôt légal : 2021/0033

BANK AL-MAGHRIB

Administration Centrale

277, Avenue Mohammed V - B.P. 445 - Rabat

Tél. : (212) 5 37 57 41 04 / 05

Fax : (212) 5 37 57 41 11

E-mail : deri@bkam.ma

www.bkam.ma



@BankAlMaghrib

SOMMAIRE

PRÉAMBULE

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

7

APERÇU GÉNÉRAL

11

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

17

1.1 Activité économique et emploi

17

1.2 Conditions monétaires et financières

18

1.3 Prix des matières premières et inflation

20

2. Comptes extérieurs

24

2.1 Balance commerciale

24

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

26

2.3 Compte financier

27

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

28

3.1 Conditions monétaires

28

3.2 Prix des actifs

32

4. Orientation de la politique budgétaire

35

4.1 Recettes ordinaires

35

4.2 Dépenses

36

4.3 Déficit et financement du Trésor

37

5. Demande, offre et marché du travail

39

5.1 Demande intérieure

39

5.2 Demande extérieure

40

5.3 Offre globale

40

5.4 Marché du travail et capacités de production

41

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

43

6.1 Evolution de l'inflation

43

6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

45

6.3 Anticipations de l'inflation

46

6.4 Prix à la production

47

7. Perspectives à moyen terme

48

Synthèse

48

7.1 Hypothèses sous-jacentes

50

7.2 Projections macroéconomiques

53

7.3 Balance des risques

57

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

58

LISTE DES GRAPHIQUES

60

LISTE DES TABLEAUX

61

LISTE DES ENCADRÉS

61

بنك المغرب
بنك المغرب

PRÉAMBULE

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

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

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

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

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

Le Wali, Président

Le Directeur Général

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

Mme Mouna CHERKAOUI

M. Mohammed DAIRI

Mme Najat EL MEKKAOUI

M. Larabi JAÏDI

M. Mustapha MOUSSAOUI

M. Fathallah OUALALOU

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

بنك المغرب
بنك المغرب
بنك المغرب

COMMUNIQUÉ DE PRESSE

REUNION DU CONSEIL DE BANK AL-MAGHRIB

Rabat, le 13 octobre 2021

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrif a tenu le mercredi 13 octobre sa troisième session trimestrielle de l'année 2021.
2. Lors de cette réunion, il a analysé, à la lumière de l'évolution de la situation sanitaire, la conjoncture économique aux niveaux national et international, ainsi que les projections macroéconomiques à moyen terme de la Banque. Il a noté à cet égard les progrès significatifs réalisés par notre pays en matière de vaccination, la poursuite de la reprise de l'activité économique et l'évolution de l'inflation à des niveaux modérés en dépit d'une certaine accentuation des pressions inflationnistes externes.
3. Le Conseil s'est enquis également des derniers développements sur le marché de change et de l'impact des interventions récentes de la Banque pour résorber les excédents conjoncturels de devises.
4. Sur la base de l'ensemble de ces évaluations, le Conseil a estimé que l'orientation de la politique monétaire reste largement accommodante, assurant des conditions de financement adéquates. Il a jugé en particulier que le niveau actuel du taux directeur demeure approprié et a décidé ainsi de le maintenir inchangé à 1,5%.
5. Le Conseil a noté qu'après une relative accélération à 1,6% en moyenne au deuxième trimestre de 2021 et à 2,2% en juillet, l'inflation est revenue à 0,8% en août en lien avec la baisse des prix des produits alimentaires à prix volatils. Dans un contexte marqué par le renchérissement des produits énergétiques, le redressement de la demande intérieure et l'accroissement de l'inflation importée, elle devrait ressortir à 1,2% sur l'ensemble de cette année et s'établir à 1,6% en 2022 et ce, après un taux de 0,7% en 2020. Sa composante sous-jacente devrait passer de 0,5% en moyenne en 2020 à 1,4% en 2021 et atteindrait 2,1% en 2022.
6. Au plan international, les perspectives économiques apparaissent favorables mais entourées d'incertitudes élevées. Aux Etats-Unis, l'économie connaîtrait, après la contraction de 3,4% en 2020, un rebond de 5,9% cette année, porté par l'avancée de la campagne de vaccination et la forte impulsion budgétaire, suivi d'une consolidation à 3,2% en 2022. De même, dans la zone euro, après le repli de 6,3%, le PIB s'accroîtrait de 5,2% en 2021 puis de 3,8% en 2022. Sur les marchés du travail, la situation marquerait une nette amélioration aux Etats-Unis, le taux de chômage devant en effet reculer de 8,1% en moyenne à 5,6% en 2021 puis à 4,7% en 2022. Dans la zone euro, les politiques de soutien à l'emploi ont largement atténué l'impact de la crise, ce taux étant prévu en légère progression de 7,9% en 2020 à 8,1% en 2021 avant de diminuer à 7,3% en 2022, niveau proche de ceux d'avant crise. Dans les principaux pays émergents, la croissance s'accélérait en Chine, passant de 2% en 2020 à 8,6% en 2021, avant de retrouver un rythme en ligne avec la politique de rééquilibrage de l'économie, soit autour de 5%. En Inde, pâtissant des répercussions de la vague des contaminations des mois d'avril et mai, la croissance se limiterait à 8%, après une contraction de 7,1% en 2020, et s'accélérait à 12,7% en 2022.

7. Sur les marchés des matières premières, l'orientation à la hausse des cours se poursuit. Pour les produits énergétiques, le prix du Brent en particulier devrait passer de 42,3 USD/bl en moyenne en 2020 à 68,1 USD/bl en 2021, puis à 68,5 USD/bl en 2022. S'agissant du phosphate et dérivés, l'amélioration de la demande et le renchérissement des intrants ont induit une augmentation importante de leurs prix au cours des neuf premiers mois de l'année, avec des progressions de 78,8% à 147,5 USD/t pour le phosphate brut et de 79% à 643,8 USD/t pour le DAP. Ces niveaux sont largement plus élevés que les dernières projections de la Banque mondiale datant d'avril dernier et qui tablent sur des prix respectifs de 90 USD/t et 450 USD/t en 2021 et de 91,9 USD/t et 425 USD/t en 2022.
8. Ce renchérissement des matières premières, conjugué notamment à la reprise de l'activité économique et aux contraintes d'approvisionnement, continueraient d'exercer une forte pression sur les prix à la consommation. Ainsi, l'inflation ressortirait à 4,4% sur l'ensemble de cette année aux Etats-Unis, avant de ralentir légèrement à 4,2% en 2022, tandis que dans la zone euro, elle resterait proche de la cible de la BCE, atteignant 2,3% en 2021 et 1,9% en 2022.
9. Face aux tensions inflationnistes, plusieurs banques centrales de pays émergents et en développement ont procédé à des resserrements de leurs politiques monétaires. En revanche, celles des principales économies avancées, jugeant ces pressions comme temporaires, ont maintenu des conditions accommodantes. Ainsi, lors de la réunion de son conseil du 9 septembre, la BCE a laissé inchangés ses taux directeurs, conservé le rythme de ses achats mensuels dans le cadre de son programme APP et indiqué poursuivre son programme PEPP au moins jusqu'à mars 2022. De même, la FED a décidé, lors de sa réunion des 21 et 22 septembre, de garder inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0-0,25%] et déclaré, néanmoins, entamer bientôt le ralentissement de son programme d'achats d'actifs à condition que les progrès vers la réalisation de ses objectifs de stabilité des prix et d'emploi maximum se poursuivent.
10. Au niveau national, les dernières données des comptes nationaux relatives au deuxième trimestre de 2021, indiquent une croissance de 15,2%, en glissement annuel, avec des progressions de 18,6% de la valeur ajoutée agricole et de 14,8% de celle des activités non agricoles. La reprise devrait se poursuivre, soutenue par les progrès notables de la campagne de vaccination, la très bonne campagne agricole, le stimulus budgétaire ainsi que l'orientation accommodante de la politique monétaire. Ainsi, selon les projections actualisées de Bank Al-Maghrib, le PIB en termes réels terminerait l'année avec un rebond de 6,2%, en révision à la hausse de 0,9 point par rapport aux prévisions de juin dernier. Cette amélioration reflète une augmentation de 18,8% de la valeur ajoutée agricole, compte tenu d'une récolte céréalière de 103,2 millions de quintaux, et une augmentation de 4,6% de celle non agricole. En 2022, la croissance se consoliderait à 3%, recouvrant un repli de 3,3% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne, et un accroissement de 3,6% de celle des activités non agricoles. Sur le marché du travail, les données du deuxième trimestre 2021 font ressortir une création de 405 mille emplois en glissement annuel, un nombre qui reste en deçà des 533 mille actifs qui ont rejoint le marché au cours de la même période. En conséquence, le taux d'activité s'est amélioré de 1,3 point à 46,1% alors que le taux de chômage s'est aggravé de 0,5 point à 12,8%.

11. S'agissant des échanges extérieurs, les données à fin août indiquent une accélération généralisée de la reprise du commerce de biens. Cette dynamique se poursuivrait avec une hausse des exportations de 22,6% en 2021 puis de 5,9% en 2022, tirées principalement par les ventes du phosphate et dérivés et de la construction automobile. En parallèle, les importations s'accroîtraient de 19,6% en 2021, traduisant essentiellement les augmentations prévues des achats de biens d'équipement et de consommation, ainsi que l'alourdissement de la facture énergétique, avant d'accuser une décélération de leur rythme à 4% en 2022. Par ailleurs, les restrictions sanitaires continuent de peser sur les recettes voyages avec une nouvelle baisse de 8,6% à 33,3 milliards de dirhams prévue en 2021 après celle de 53,7% en 2020. En 2022, sous l'hypothèse d'un allègement significatif de ces mesures, ces recettes connaîtraient un rebond à 60,7 milliards, un niveau qui reste toutefois bien en deçà de celui de 78,7 milliards enregistré en 2019. Pour leur part, après un accroissement de 4,9% en 2020, les transferts des MRE afficheraient une progression importante de 27,7% en 2021 pour atteindre un record de 87 milliards de dirhams, avant de baisser de 5% à 82,7 milliards en 2022. Dans ces conditions, le déficit du compte courant se creuserait de 1,5% du PIB en 2020 à 2,5% en 2021 avant de s'alléger à 1,4% en 2022. S'agissant des flux d'investissement direct étranger, ils devraient osciller autour de l'équivalent de 3% du PIB sur l'horizon de prévision. Tenant compte, en particulier, des financements extérieurs prévus du Trésor et de l'allocation de DTS de 10,8 milliards de dirhams, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 335 milliards de dirhams à fin 2021 et à 345,1 milliards à fin 2022, soit l'équivalent de plus de 7 mois d'importations de biens et services.
12. Concernant les conditions monétaires, le taux de change effectif réel devrait terminer l'année avec une augmentation de 0,4%, résultat de l'appréciation nominale du dirham et d'un niveau d'inflation nationale inférieur à celui des partenaires et concurrents. En 2022, il devrait se déprécier de 1,9% en lien avec le repli de la valeur nominale de la monnaie nationale. Quant aux taux débiteurs, ils ont enregistré une baisse trimestrielle de 13 points de base au deuxième trimestre qui a bénéficié principalement aux entreprises. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, sa progression a connu un léger ralentissement à 3,3% au deuxième trimestre, reflétant en particulier la décélération des prêts accordés aux entreprises non financières privées après la fin de certains programmes de soutien mis en place en 2020 dans le cadre de la réponse à la crise de la Covid-19. Il devrait terminer cette année avec une hausse de 3,7% puis augmenter de 3,8% en 2022.
13. Au plan des finances publiques, l'exécution budgétaire au terme des huit premiers mois de l'année fait ressortir un déficit de 48,8 milliards de dirhams, en creusement de 2,2 milliards d'une année à l'autre. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 9,3%, tirées par la hausse du produit fiscal de toutes les catégories d'impôt à l'exception de celui au titre de l'IS qui est ressorti en recul. En parallèle, les dépenses globales se sont alourdies de 8%, en lien notamment avec les augmentations des dépenses de biens et services, des transferts aux Collectivités Territoriales et de la charge de compensation. Intégrant une réduction du stock des opérations en instance d'un montant de 18,5 milliards, le déficit de caisse s'est établi à 67,4 milliards, au lieu de 48,2 milliards à la même période en 2020. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 59 milliards, des produits de cessions de participations de l'Etat pour 5,4 milliards et par un flux net extérieur positif de 3 milliards. Tenant compte de ces évolutions, le déficit budgétaire, hors privatisation, devrait s'améliorer, selon les projections de Bank Al-Maghrib, passant de 7,6% du PIB en 2020 à 7,3% en 2021 et à 6,8% en 2022.

APERÇU GÉNÉRAL

En dépit des incertitudes liées essentiellement à la résurgence des contaminations dans plusieurs pays et à la réapparition de nouveaux variants ainsi qu'au déploiement inégal de la vaccination, les dernières données relatives à la conjoncture internationale indiquent une reprise de l'économie mondiale, avec des perspectives globalement favorables. Ainsi, aux Etats-Unis, le PIB a enregistré au deuxième trimestre un rebond de 12,2%, en glissement annuel, reflétant en particulier l'amélioration de la consommation des ménages et de l'investissement. Dans la zone euro, il ressort en hausse de 14,3%, avec notamment des augmentations de 18,7% en France, de 17,5% en Espagne et de 17,3% en Italie. De même, au Royaume-Uni, la croissance s'est nettement raffermie au deuxième trimestre atteignant 23,6%, après un recul du PIB de 5,8%, en lien avec le déconfinement et la réouverture de l'économie suite à l'avancement notable dans la campagne de vaccination.

Au niveau des principaux pays émergents, après la reprise amorcée depuis le deuxième trimestre de 2020, la croissance a ralenti en Chine à 7,9% au deuxième trimestre. En revanche, elle s'est accélérée en Inde à 18,8%, à la faveur d'un accroissement sensible des dépenses privées et de l'investissement. De même, le PIB s'est accru de 12,4% au Brésil, tiré en particulier par la hausse de l'investissement et de la consommation des ménages, et de 10,5% en Russie, porté notamment par le rebond des prix mondiaux des matières premières.

Sur les marchés du travail, la situation continue de s'améliorer dans la majorité des pays avancés. Aux Etats-Unis, le taux de chômage a reculé de 5,2% en août à 4,8% en septembre, avec une création de 194 mille emplois après 366 mille un mois auparavant. Dans la zone euro, ce taux a légèrement reculé à 7,5% contre 7,6% en juillet.

Sur les marchés boursiers, les cours se sont inscrits en baisse entre août et septembre, en lien avec les perspectives d'un resserrement monétaire, les tensions inflationnistes et les incertitudes entourant le relèvement du plafond de la dette publique. Ainsi, le Dow-Jones a reculé de 1,5%, l'Eurostoxx 50 de 0,4% et le FTSE 100 de 1%. Du côté des pays émergents, et à l'exception du MSCI de l'Inde qui s'est apprécié de 7,6% en septembre, les principales bourses ont accusé un repli, avec des taux de 0,7% pour la Chine, de 7% pour le Brésil et de 2,5% pour la Turquie.

Au niveau des marchés de la dette souveraine, les taux des bons du Trésor à 10 ans se sont accrus, s'établissant au mois de septembre à 1,37% pour les Etats-Unis, à 0,33% pour l'Espagne, à -0,04% pour la France et à -0,3% pour l'Allemagne. Du côté des économies émergentes, le taux de rendement des obligations de même maturité a augmenté d'un mois à l'autre de 1 point de base à 2,87% pour la Chine et de 7 pb à 16,84% pour la Turquie, tandis qu'il a baissé de 5 pb à 6,18% pour l'Inde et a stagné à 10,55% au Brésil.

Sur le marché de change, l'euro s'est apprécié, entre août et septembre, de 0,5% vis-à-vis de la livre sterling et de 0,3% face au yen japonais, tandis qu'il a stagné par rapport au dollar. Quant aux monnaies des principaux pays émergents, le renminbi chinois et la roupie indienne ont affiché des appréciations respectives de 0,3% et de 0,7% face au dollar, alors que le real brésilien et la livre turque ont été en baisse de 0,5% et de 1,1% respectivement. Concernant le crédit bancaire, son rythme s'est accéléré en août à 5,7% aux Etats-Unis et a légèrement ralenti à 2,9% dans la zone euro.

S'agissant des matières premières, les cours du pétrole se sont inscrits en hausse au cours du mois de septembre par rapport à août, dans un contexte marqué par la reprise de la demande et par les ruptures d'approvisionnement dues essentiellement à l'ouragan Ida. Le cours du Brent s'est établi en moyenne à 74,6 dollars le baril, en hausse de 6,5% d'un mois à l'autre et en accroissement de 36,8% en glissement annuel. Hors énergie, les cours étaient également orientés à la hausse avec un accroissement de 27,5% en glissement annuel en septembre, traduisant l'augmentation de 37,2% pour les métaux et minerais et de 20,9% pour les produits agricoles. En ce qui concerne le phosphate et dérivés, leurs prix ont nettement progressé entre janvier et septembre pour atteindre en moyenne 111,3 USD/t pour le phosphate brut, 563 USD/t pour le DAP, et 498,7 USD/t pour le TSP.

La hausse des cours des matières premières, ainsi que les goulets d'étranglement au niveau de la production de certains biens et l'augmentation du coût du fret, continuent d'exercer de fortes pressions sur les prix. Aux Etats-Unis, l'inflation s'est établie à 5,3% en août, après un pic de 5,4% en juin et en juillet, et dans la zone euro, elle s'est accélérée à 3,4% en septembre après 3% en août.

Pour ce qui est des décisions monétaires, la BCE a décidé, le 9 septembre, de maintenir inchangés ses taux directeurs à 0%. Elle a indiqué que les conditions de financement favorables peuvent être maintenues avec un rythme d'achats nets d'actifs d'urgence face à la pandémie (PEPP) modérément inférieur à celui des deux trimestres précédents. Elle a également rappelé que son programme d'achat d'actifs se poursuivra aussi longtemps que nécessaire et se terminera avant qu'elle ne commence à relever ses taux directeurs. Enfin, elle a réitéré qu'elle continuera à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement à long terme. Il est à noter que la BCE a révisé, le 8 juillet, sa stratégie de politique monétaire, en adoptant notamment une cible d'inflation symétrique de 2% à moyen terme.

De même, la FED a décidé, lors de sa réunion des 21 et 22 septembre, de garder inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0-0,25%] et ce, jusqu'à ce que les conditions du marché du travail aient atteint les niveaux souhaités et que l'inflation ait progressé à 2% et soit en voie de dépasser modérément ce taux pendant un certain temps. De surcroît, elle a indiqué qu'elle continuera d'accroître ses avoirs en titres d'au moins 120 milliards de dollars par mois jusqu'à ce que des progrès considérables aient été atteints en matière d'emploi maximal et de stabilité des prix. Si les progrès se poursuivent globalement comme prévu, le Comité estime qu'une modération du rythme des achats d'actifs pourrait bientôt se justifier.

Au niveau national, les dernières données des comptes nationaux relatives au deuxième trimestre indiquent un rebond de 15,2% du PIB, en glissement annuel, à la faveur d'un effet de base important, des progrès dans la campagne de vaccination et de l'assouplissement des restrictions sanitaires. Cette évolution reflète une expansion de 18,6% de la valeur ajoutée agricole et de 14,8% de celle non agricole. Du côté de la demande, elle recouvre une contribution positive de 18,2 points de pourcentage de sa composante intérieure et une participation négative de 3 points des exportations nettes en volume.

Sur le marché du travail, la situation a connu un relatif redressement entre le deuxième trimestre de 2021 et la même période de 2020, avec une création de 405 mille postes, après une perte de 589 mille un an auparavant. Ces créations sont concentrées dans l'agriculture avec près des quatre cinquièmes du total, suivi par le BTP avec

108 mille postes et les services avec 40 mille. A l'inverse, l'industrie y compris l'artisanat a enregistré une perte de 53 mille postes. Tenant compte d'une entrée nette de 533 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a progressé de 1,3 point à 46,1% et le taux de chômage s'est aggravé de 0,5 point à 12,8%.

S'agissant des échanges extérieurs, les données à fin août font ressortir un déficit commercial en creusement de 24,9 milliards de dirhams pour atteindre 136,5 milliards, résultat de progressions de 63,6 milliards des importations et de 38,7 milliards des exportations. Le taux de couverture est ainsi passé de 59,3% à 59,6% d'une année à l'autre. L'amélioration des exportations a concerné l'ensemble des secteurs, avec en particulier une dynamique importante des ventes de phosphate et dérivés, leur expansion ayant atteint 42,2%. Du côté des importations, leur évolution est attribuable à des progressions de 38,7% des achats de produits finis de consommation, de 24% des acquisitions de demi-produits et de 14,4% de celles des biens d'équipement. Pour sa part, et sous l'effet principalement de l'augmentation des prix, la facture énergétique s'est alourdie de 30,6% pour atteindre 44,8 milliards de dirhams. En parallèle, la reprise des recettes voyages durant les trois derniers mois a contribué à atténuer leur contreperformance depuis le début de l'année à 17,6%, alors que les transferts des MRE ont poursuivi leur tendance haussière, avec un accroissement de 45,7% à 63,7 milliards à fin août. Pour ce qui est des principales opérations financières, les recettes des IDE ont progressé de 16% et les dépenses des investissements directs marocains à l'étranger ont affiché une augmentation de 6,9 milliards à 12,2 milliards de dirhams. Pour ce qui est des avoirs officiels de réserve, leur encours s'est élevé à 312,6 milliards de dirhams à fin août, soit l'équivalent de 6 mois et 28 jours d'importations de biens et services.

Concernant les conditions monétaires, le besoin de liquidité des banques s'est accentué à 83,2 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire au troisième trimestre, contre 66,3 milliards un trimestre auparavant. Face à ce creusement, Bank Al-Maghrib a augmenté le montant de ses injections à 97 milliards. Selon les données disponibles au deuxième trimestre, les conditions monétaires ont été marquées par une appréciation du taux de change effectif et par une baisse de 13 points de base du taux débiteur moyen global à 4,32%. Ce repli recouvre notamment un recul de 19 points des taux appliqués aux entreprises et, une stabilité de ceux des prêts aux particuliers. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, il a enregistré un léger ralentissement de sa progression de 4,1% au premier trimestre à 3,3% au deuxième, reflétant en particulier la décélération de 5,6% à 2,7% du rythme d'accroissement des prêts accordés aux entreprises non financières privées.

Au plan des finances publiques, l'exécution budgétaire au terme des huit premiers mois de l'année fait ressortir un déficit budgétaire hors privatisation de 48,8 milliards, en creusement de 2,2 milliards d'une année à l'autre. Les dépenses ordinaires se sont alourdies de 8,6% à 189,5 milliards, tirées notamment par des augmentations de 6,1% des dépenses de biens et services, de 22,7% des transferts aux Collectivités Territoriales et de 31,7% de la charge de compensation. En regard, les recettes ordinaires hors privatisation se sont améliorées de 9,3% à 173,4 milliards, recouvrant une progression de 11,7% des rentrées fiscales et un repli de 16,5% de celles non fiscales. Ainsi, le solde ordinaire est ressorti négatif à 16,2 milliards, en hausse de 315 millions par rapport à celui enregistré un an auparavant. Pour sa part, l'investissement a augmenté de 5,4% à 42,3 milliards, portant les dépenses globales à 231,8 milliards, en progression de 8%. Dans ces conditions, l'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 4,5% par rapport à son niveau à fin décembre 2020. Concernant les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles demeurent favorables, les taux moyens appliqués ayant été en baisse durant les huit premiers mois de l'année 2021 comparativement à la même période en 2020.

Au niveau du marché des actifs, les prix des biens immobiliers sont ressortis au deuxième trimestre 2021 en baisse de 5,4% en glissement trimestriel, résultat des diminutions de 5,6% des prix du résidentiel, de 5% de ceux des terrains et de 7,3% de ceux des biens à usage professionnel. Pour ce qui est du nombre de transactions, il a augmenté de 18,8%, traduisant la hausse des ventes du résidentiel de 22% et des terrains de 29,2%, les acquisitions de biens à usage professionnel ayant connu une régression de 20,7%. Au niveau de la Bourse de Casablanca, le MASI s'est apprécié de 6,3% au terme du troisième trimestre, reflétant notamment les accroissements des indices sectoriels des « bâtiments et matériaux de construction » de 11,2%, des banques de 6,8% et des télécommunications de 3,6%. Pour ce qui est du volume des transactions, il s'est établi à 16,1 milliards après 17,5 milliards de dirhams un trimestre auparavant. Dans ce contexte, la capitalisation boursière a enregistré une hausse trimestrielle de 6,2% à 677,3 milliards de dirhams.

Pour ce qui est de l'inflation, elle a enregistré une légère décélération, revenant de 1,6% au deuxième trimestre à 1,5% en moyenne en juillet et août. Cette évolution s'explique par le repli des rythmes d'évolution de 1,6% à 0,7% pour les prix des produits alimentaires volatils, de 22,3% à 13,7% pour les prix des carburants et lubrifiants, et de 1,7% à 1,1% pour les tarifs réglementés. En revanche, l'inflation sous-jacente continue de s'inscrire sur une tendance haussière pour atteindre 1,6% en moyenne en juillet et août au lieu de 1% au second trimestre.

Les perspectives économiques mondiales demeurent globalement favorables en dépit des incertitudes liées notamment à la réapparition des nouveaux variants de la Covid-19 et aux disparités entre pays en matière de déploiement de la vaccination. La croissance mondiale s'accélérait à 6,2% en 2021, avant de ralentir à 4,1% en 2022. Aux Etats-Unis, la croissance devrait s'établir à 5,9% cette année, portée par le progrès de la campagne de vaccination et la forte impulsion budgétaire, et devrait revenir à 3,2% en 2022. Dans la zone euro, elle devrait se redresser à 5,2% en 2021, puis se consolider à 3,8% en 2022, et le Royaume-Uni est prévu de connaître une croissance de 6,3% en 2021, suivie d'un ralentissement à 3,2% en 2022.

Dans les principaux pays émergents, la croissance économique en Chine devrait s'établir à 8,6% en 2021, avant de retrouver un rythme en ligne avec la politique de rééquilibrage de l'économie, soit autour de 5%. L'Inde enregistrerait une accélération à 8% en 2021, en révision à la baisse en raison de la deuxième vague de contaminations qui a mis à mal l'économie au cours des mois d'avril et de mai de cette année, avant de rebondir ensuite de 12,7% en 2022. Au Brésil, l'économie s'accroîtrait de 5,4% en 2021, à la faveur de la stabilisation attendue de la situation sanitaire et d'une amélioration des termes de l'échange, pour se limiter ensuite à 1% en 2022, sous l'effet de la lenteur de la vaccination et des incertitudes politiques.

Concernant les prix des matières premières, les projections des cours du pétrole ont été révisées à la hausse, avec un cours du Brent devant ressortir à 68,1 USD/bl en moyenne en 2021, puis à 68,5 USD/bl en 2022. Quant aux produits alimentaires, les conditions climatiques défavorables, la demande accrue de la Chine et les perturbations des chaînes d'approvisionnement, devraient maintenir les prix à des niveaux élevés en 2021, avant de s'atténuer à mesure que ces effets se dissipent. Pour ce qui est du phosphate et dérivés, les projections d'avril de la Banque mondiale font ressortir des hausses en 2021 à 90 USD/t pour le phosphate brut, à 450 USD/t pour le DAP et à 410 USD/t pour le TSP. En 2022, ces cours atteindraient 91,9 USD/t, 425 USD/t et 380 USD/t respectivement. Ces niveaux restent bien en deçà de ceux enregistrés sur les neuf premiers mois de cette année.

Le renchérissement des matières premières, conjugué notamment à la reprise de l'activité économique, à l'effet de base et aux contraintes d'approvisionnement continueraient d'exercer une forte pression sur les prix. Ainsi, l'inflation devrait ressortir à 4,4% sur l'ensemble de cette année aux Etats-Unis, avant de ralentir légèrement à 4,2% en 2022, et dans la zone euro, elle atteindrait 2,3% cette année avant de décélérer à 1,9% en 2022.

Au niveau national, l'embellie des exportations devrait se poursuivre avec une hausse prévue de 22,6% en 2021, puis de 5,9% en 2022, tirées principalement par une progression des ventes de la construction automobile de 34,1% à 39,2 milliards puis de 11,3% à 43,6 milliards, ainsi que par les expéditions de phosphates et dérivés qui devraient s'accroître de 46,2% à 74,4 milliards en 2021, avant d'accuser un recul de 4,8% à 70,8 milliards de dirhams en 2022. En parallèle, les importations devraient s'accroître de 19,6% en 2021, traduisant essentiellement des augmentations prévues des achats de biens d'équipement de 9,2% à 119,5 milliards et de ceux de biens de consommation de 27,6% à 121,3 milliards, ainsi que l'alourdissement de la facture énergétique de 50,7% à 75,3 milliards de dirhams, avant d'enregistrer une décélération de leur rythme à 4% en 2022. Pour ce qui est des recettes voyages, les restrictions sanitaires continueraient de peser sur leur reprise, avec une baisse de 8,6% à 33,3 milliards en 2021. En 2022, sous l'hypothèse d'un allègement significatif de ces restrictions, elles devraient rebondir de 82,1% à 60,7 milliards, un niveau qui reste bien en deçà de ceux d'avant crise. Pour leur part, après une progression de 4,9% en 2020, les transferts des MRE devraient s'accroître de 27,7% en 2021 à 87 milliards de dirhams, avant de reculer de 5% en 2022 à 82,7 milliards. Compte tenu de ces évolutions, et sous l'hypothèse de rentrées de dons de 3 milliards en 2021 et de 1,6 milliard en 2022, le déficit du compte courant se situerait à 2,5% du PIB en 2021 avant de s'alléger à 1,4% en 2022. Les recettes des IDE devraient, quant à elles, osciller autour de l'équivalent de 3% du PIB sur l'horizon de prévision.

S'agissant des avoirs officiels de réserves, et tenant compte en particulier de l'allocation de DTS de 10,8 milliards de dirhams octroyée par le FMI au Maroc et des projections de financement extérieurs du Trésor, ils termineraient l'année à 335 milliards et atteindraient 345,1 milliards en 2022, assurant ainsi une couverture de plus de 7 mois d'importations de biens et services.

Compte tenu notamment de l'évolution prévue des réserves de change et de la hausse de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité bancaire devrait s'atténuer à 58,2 milliards de dirhams à fin 2021, avant de s'accroître à 64,9 milliards à fin 2022. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, après une progression de 3,9% en 2020, son rythme connaîtrait une légère décélération à 3,7% en 2021 et s'accroîtrait à 3,8% en 2022. Pour sa part, et sous l'effet notamment d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents, le taux de change effectif réel devrait connaître une dépréciation de 1,9% en 2022, après une appréciation annuelle moyenne de près de 0,5% au cours des trois années précédentes.

Sur le volet des finances publiques, le déficit budgétaire devrait s'atténuer légèrement bien qu'à un rythme plus lent que prévu en juin en liaison essentiellement avec la révision à la hausse des dépenses courantes. En effet, après s'être établi à 7,6% du PIB en 2020, il devrait se situer, selon les projections de BAM, à 7,3% du PIB en 2021 et à 6,8% en 2022.

Après une contraction de 6,3% en 2020, l'économie nationale devrait rebondir de 6,2% en 2021, soutenue par la levée progressive des restrictions, les avancées notables enregistrées en matière de vaccination, la très bonne

année agricole, le stimulus budgétaire ainsi que les conditions monétaires accommodantes. Cette amélioration reflète une progression de 18,8% de la valeur ajoutée agricole, compte tenu d'une récolte céréalière de 103,2 millions de quintaux (MQx), et une augmentation de 4,6% de celle non agricole. En 2022, BAM table sur une consolidation de la croissance à 3%, recouvrant une baisse de 3,3% de la valeur ajoutée du secteur agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne, et une hausse de 3,6% de celle des activités non agricoles.

Dans ces conditions, l'inflation devrait s'accélérer de 0,7% en 2020 à 1,2% en 2021, et à 1,6% en moyenne en 2022, portée principalement par le renchérissement des carburants et lubrifiants et le rebond attendu de sa composante sous-jacente. Celle-ci devrait passer de 0,5% à 1,4% en moyenne en 2021, tenant compte du redressement de la demande intérieure et de l'augmentation de l'inflation importée, et atteindrait 2,1% en 2022.

Les risques entourant les perspectives demeurent considérables et peuvent, en cas de leur matérialisation, affecter les projections du scénario central. Ainsi, la balance des risques ressort équilibrée pour la croissance et orientée à la hausse pour l'inflation. S'agissant de la croissance, le rythme accéléré de la campagne de vaccination, la réouverture de l'économie marocaine, et le maintien de l'orientation accommodante de la politique monétaire ainsi que les effets positifs escomptés de l'opérationnalisation du Fonds Mohammed VI pour l'investissement sont autant de facteurs qui renforcent l'optimisme quant à une reprise plus rapide de l'activité économique. Toutefois, plusieurs risques liés à l'apparition de nouveaux variants du virus, à la recrudescence des contaminations, et aux disparités entre pays en termes de rythme de déploiement de vaccins, pourraient peser sur les perspectives de la reprise tant au niveau national qu'international. En ce qui concerne l'inflation, les risques à la hausse dominent. En effet, la persistance du renchérissement des matières premières et de certains produits alimentaires, de l'augmentation des coûts de transport, et la flambée des prix des produits énergétiques, ainsi que les goulets d'étranglement de certaines chaînes d'approvisionnement et une plus forte demande pourraient entraîner une hausse plus élevée que prévue des prix à la consommation.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

La conjoncture économique internationale reste marquée par un niveau d'incertitudes très élevé en lien notamment avec la résurgence des contaminations dans plusieurs pays, la réapparition de nouveaux variants et le déploiement inégal de la vaccination. Au niveau des principaux pays avancés, une amélioration de la croissance, bien qu'à des rythmes différenciés entre pays, a été observée au deuxième trimestre 2021 aux Etats-Unis, dans la zone euro, au Royaume-Uni et au Japon, due pour l'essentiel à un effet de base. S'agissant des principales économies émergentes, la croissance en Chine a ralenti au deuxième trimestre, après la reprise amorcée un an auparavant, alors que l'activité économique en Inde, au Brésil et en Russie a enregistré un fort rebond. Sur le marché de l'emploi, la situation a continué de s'améliorer dans la majorité des pays avancés, avec des taux de chômage orientés globalement à la baisse. Pour leur part, les marchés financiers ont connu en septembre un retour à l'aversion au risque, les principaux indices boursiers des économies avancées s'étant inscrits en baisse, en lien principalement avec les perspectives d'un resserrement monétaire dans les pays avancés. Par ailleurs, une hausse quasi-générale a été enregistrée au niveau des cours internationaux des matières premières. Dans ces conditions, l'inflation est restée à des niveaux élevés aussi bien dans les pays avancés qu'émergents.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Aux Etats-Unis, le PIB a marqué au deuxième trimestre un rebond en glissement annuel de 12,2%, reflétant en particulier une amélioration de la consommation des ménages et de l'investissement, en lien en partie avec l'avancement de la vaccination et les plans de soutien budgétaire. En outre, après "le plan de sauvetage américain", un nouveau plan d'investissement dans les infrastructures est en cours de discussion. Dans la zone euro, une même tendance a été observée, avec un PIB ressortant en forte hausse à 14,3% en glissement annuel après une contraction de 1,2% un trimestre auparavant. En dépit de la résurgence de nouvelles vagues de contamination dues à l'apparition de nouveaux variants du Covid-19, la plupart des pays de la zone ont renoué avec la croissance après un recul de l'activité au premier trimestre. Ainsi, la croissance s'est nettement raffermie en glissement annuel, passant de 1,5% à 18,7% en France, de -3,1% à 9,4% en Allemagne, de -0,7% à 17,3% en Italie et de -4,2% à 17,5% en Espagne.

Au Royaume-Uni, avec la réouverture de l'économie après le confinement du début d'année, l'économie a fortement rebondi au deuxième trimestre, avec une

croissance atteignant 23,6% après une baisse de 5,8% au premier trimestre. S'inscrivant dans la même tendance, le PIB s'est accru de 7,7% au Japon après une baisse de 1,3% le trimestre précédent en lien essentiellement avec la contribution significative de la consommation des ménages et des exportations.

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

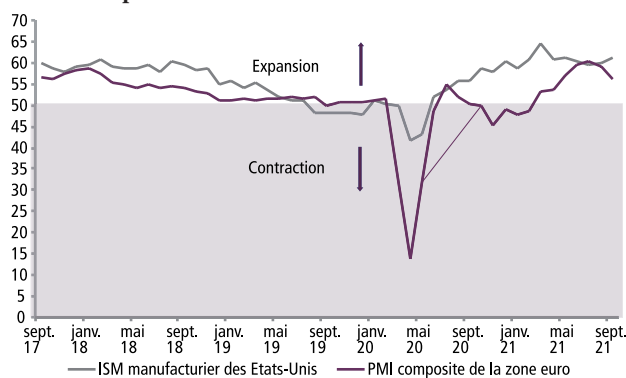
	2019				2020				2021	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Pays avancés										
Etats-Unis	2,2	2,1	2,3	2,6	0,6	-9,1	-2,9	-2,3	0,5	12,2
Zone euro	1,8	1,5	1,7	1,1	-3,0	-14,5	-4,0	-4,4	-1,2	14,3
France	2,1	2,3	2,0	1,0	-5,4	-18,6	-3,6	-4,3	1,5	18,7
Allemagne	1,6	0,5	1,4	0,9	-1,9	-11,3	-3,7	-2,9	-3,1	9,4
Italie	0,3	0,4	0,5	-0,1	-5,8	-18,2	-5,2	-6,5	-0,7	17,3
Espagne	2,2	2,1	1,8	1,7	-4,3	-21,6	-8,6	-8,9	-4,2	17,5
Royaume-Uni	2,2	1,8	1,6	1,2	-2,2	-21,4	-8,1	-7,1	-5,8	23,6
Japon	0,1	0,3	1,1	-1,3	-2,2	-10,1	-5,4	-0,8	-1,3	7,7
Pays émergents										
Chine	6,3	6,0	5,9	5,8	-6,8	3,2	4,9	6,5	18,3	7,9
Inde	4,9	5,0	4,6	3,4	3,7	-22,4	-7,3	1,0	3,7	18,8
Brésil	1,2	1,5	1,3	1,6	-0,3	-10,9	-3,9	-1,1	1,0	12,4
Turquie	-2,5	-1,6	1,0	6,0	4,4	-10,4	6,3	6,2	7,2	21,7
Russie	1,3	1,2	2,6	2,9	1,4	-7,8	-3,5	-1,8	-0,7	10,5

Source : Thomson Reuters.

Dans les principales économies émergentes, les évolutions restent différenciées. En Chine, la croissance a nettement ralenti au deuxième trimestre pour s'établir à 7,9% après avoir rebondi à 18,3% le trimestre précédent. En revanche, elle s'est renforcée en Inde, atteignant 18,8% après 3,7%, à la faveur d'un accroissement sensible des dépenses privées et de l'investissement. De même, au Brésil, le PIB s'est accru de 12,4% au deuxième trimestre contre 1% un trimestre auparavant, tiré notamment par un rebond de l'investissement et de la consommation des ménages. Dans le même sens, porté notamment par un rebond des prix mondiaux des matières premières, le PIB a augmenté de 10,5% en Russie, mettant fin à quatre trimestres consécutifs de contraction et retrouvant ses niveaux d'avant-pandémie.

Pour ce qui est des indicateurs à haute fréquence, l'indice PMI composite de la zone euro a de nouveau reculé à 56,2 points en septembre après 59 points en août, alors que l'ISM manufacturier des Etats-Unis a progressé à 61,1 en septembre contre 59,9 points en août.

Graphique 1.1 : Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro



Source : Thomson Reuters.

1.1.2 Marché de l'emploi

Aux Etats-Unis, l'embellie sur le marché du travail a ralenti durant le mois de septembre, l'économie n'ayant généré que 194.000 postes, avec un repli du taux de chômage de 0,4 points de pourcentage à 4,8%. Dans

la zone euro, les données font ressortir un léger recul du taux de chômage durant le mois d'août à 7,5% contre 7,6% le mois précédent. Dans les principales économies de la zone, ce taux a baissé de 14,5% à 14% en Espagne, et a stagné à 3,6% en Allemagne, à 8% en France, et à 9,3% en Italie. Au Royaume-Uni, selon les chiffres datant du mois de juillet, le taux de chômage a reculé à 4,6%, après 4,7% un mois auparavant.

Tableau 1.2: Evolution du taux de chômage

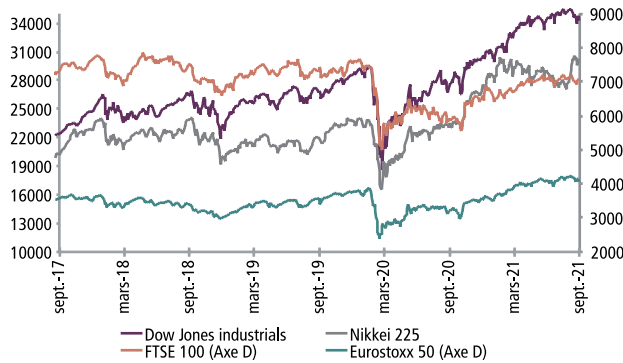
(en%)	2019	2020	2021		
			juillet	août	sept.
Etats-Unis	3,7	8,1	5,9	5,4	5,2
Zone euro	7,5	7,8	7,8	7,6	7,5
France	8,4	8,0	8,0	8,0	8,0
Allemagne	3,1	3,8	3,7	3,6	3,6
Italie	10,0	9,2	9,4	9,3	9,3
Espagne	14,1	15,5	15,0	14,5	14,0
Royaume-Uni	3,8	4,5	4,6	n.d	n.d

Sources : Eurostat et BLS.

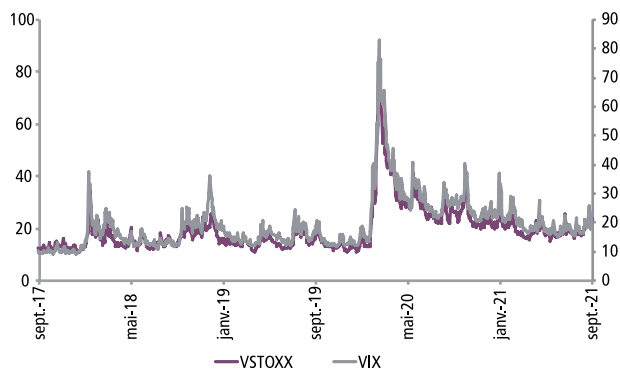
1.2 Conditions monétaires et financières

Entre août et septembre, les marchés boursiers des principales économies avancées se sont inscrits en baisse, freinés notamment par les perspectives d'un resserrement monétaire, les tensions inflationnistes, les inquiétudes suscitées par le groupe chinois « Evergrande », et le risque d'un défaut de paiement aux Etats-Unis. Par conséquent, le Dow-Jones a reculé de 1,5%, l'Eurostoxx 50 de 0,4%, et le FTSE 100 de 1%. Le Nikkei 225 a, quant à lui, progressé de 8%. Pour sa part, la volatilité a augmenté aussi bien sur les places américaines qu'européennes, le VSTOXX s'établissant à 21,24 et le VIX à 19,67.

Du côté des pays émergents, et à l'exception du MSCI Inde qui s'est apprécié de 7,6% en septembre, les principales bourses ont accusé un repli, avec des taux de 0,7% pour la Chine, de 7% pour le Brésil, et de 2,5% pour la Turquie.

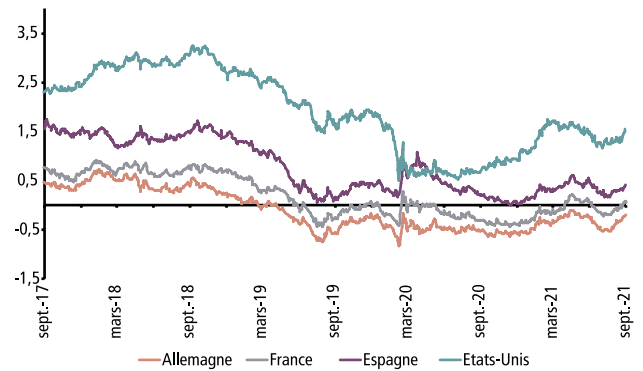
Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées


Source : Thomson Reuters.

Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX


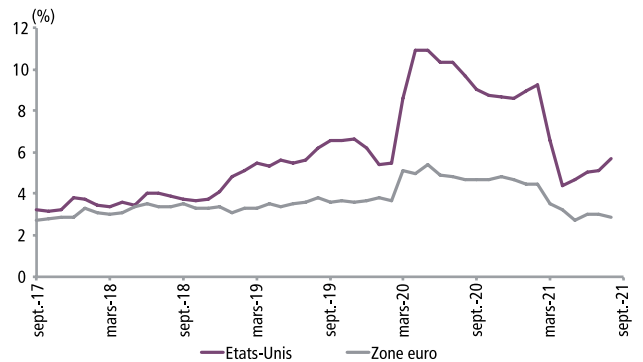
Source : Thomson Reuters.

Au niveau des marchés obligataires, le rendement des obligations souveraines à 10 ans des principales économies avancées s'est accru entre août et septembre. Ainsi, le taux des bons à 10 ans a augmenté de 9 points de base (pb) à 1,37% pour les Etats-Unis, de 20 pb à -0,30% pour l'Allemagne, de 14 pb à -0,04% pour la France, de 11 pb à 0,33% pour l'Espagne, et de 14 pb à 0,73% pour l'Italie. S'agissant des économies émergentes, le taux souverain à 10 ans a enregistré une hausse de 1 pb à 2,87% pour la Chine et de 7 pb à 16,84% pour la Turquie. En revanche, il a baissé de 5 pb à 6,18% en Inde et a stagné au Brésil à 10,55%.

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


Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés monétaires, l'Euribor à 3 mois ainsi que le Libor de même maturité se sont quasiment stabilisés entre août et septembre à -0,55% et 0,12% respectivement. Concernant le crédit bancaire, son rythme s'est accéléré en août aux Etats-Unis à 5,7%, et a légèrement reculé à 2,9% dans la zone-euro.

Graphique 1.5 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)


Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés de change, l'euro s'est apprécié entre août et septembre de 0,5% face à la livre sterling et de 0,3% face au yen japonais, tandis qu'il a stagné face au dollar. Pour les monnaies des principaux pays émergents, le renminbi chinois et la roupie indienne ont affiché des appréciations respectives de 0,3% et de 0,7% face au dollar, alors que le real brésilien et la livre turque ont marqué des dépréciations respectives de 0,5% et de 1,1% vis-à-vis du dollar.

Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar



Source : Thomson Reuters.

Pour ce qui est des décisions de politique monétaire, la FED a décidé, lors de sa réunion des 21 et 22 septembre, de garder inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0-0,25%] et ce, jusqu'à ce que les conditions du marché du travail aient atteint les niveaux souhaités et que l'inflation ait augmenté à 2% et soit en voie de dépasser modérément ce taux pendant un certain temps. De surcroît, elle a indiqué qu'elle continuera d'augmenter ses avoirs en titres d'au moins 120 milliards de dollars par mois jusqu'à ce que des progrès considérables aient été atteints en matière d'emploi maximal et de stabilité des prix. Si les progrès se poursuivent globalement comme prévu, le Comité estime qu'une modération du rythme des achats d'actifs pourrait bientôt se justifier.

Pour sa part, la BCE a décidé, le 09 septembre, de maintenir inchangés ses taux directeurs à 0%. Elle note à cet égard que des conditions de financement favorables peuvent être maintenues avec un rythme d'achats nets d'actifs d'urgence face à la pandémie (PEPP) modérément inférieur aux deux trimestres précédents. Elle a également indiqué que les achats d'actifs dans le cadre de l'APP se poursuivront aussi longtemps que nécessaire, et se termineront avant qu'elle ne commence à relever ses taux directeurs. Enfin, elle a rappelé qu'elle continuera à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement. Il est à noter que la BCE a révisé, le

08 juillet, sa stratégie de politique monétaire en adoptant une cible d'inflation symétrique de 2% à moyen terme.

Quant à la Banque d'Angleterre, son Comité a décidé, le 23 septembre, de garder inchangé son taux directeur à 0,1% et de maintenir les achats d'actifs à hauteur de £895 milliards dont £875 milliards d'obligations d'Etat et £20 milliards d'obligations d'entreprises non financières notées « Investment Grade ».

Du côté des pays émergents, la Banque centrale du Brésil a décidé, le 22 septembre, de relever son taux directeur de 100 pb à 6,25% en soulignant la nécessité de cet ajustement pour contenir les pressions inflationnistes. Elle a également déclaré qu'une nouvelle hausse d'une même ampleur est envisagée lors de sa prochaine réunion. De même, la Banque centrale de la Russie a porté, le 10 septembre, son taux directeur de 6,5% à 6,75%, en réponse notamment à la montée des pressions inflationnistes. Pareillement, la Banque de réserve de l'Inde a décidé, le 08 octobre, de garder son taux directeur inchangé à 4%, notamment pour relancer et soutenir la croissance. La Banque centrale de la Turquie a en revanche décidé, le 23 septembre, de baisser son taux directeur de 100pb à 18% en soulignant le ralentissement plus fort que prévu du rythme du crédit et de la demande intérieure à la suite des précédents resserrements de la politique monétaire.

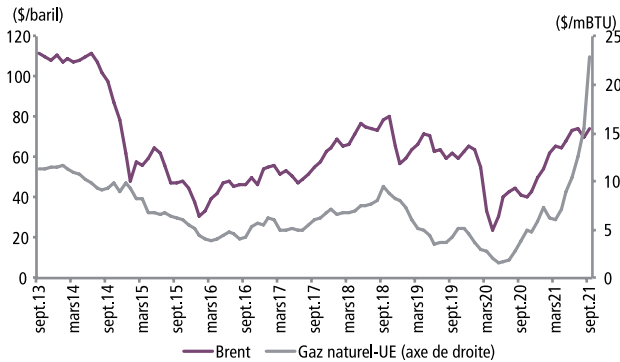
1.3 Prix des matières premières et inflation

1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur le marché du pétrole, le prix du Brent s'est établi en moyenne à 74,6 dollars le baril en septembre, en hausse de 6,5% par rapport à août et de 36,8% depuis le début de l'année. Cette tendance haussière s'explique principalement par la reprise de la demande et par les ruptures d'approvisionnement dues essentiellement

à l'ouragan Ida. Suivant la même tendance, le cours du gaz naturel s'est nettement accru sur le marché européen de 48,1% en septembre en glissement mensuel à 22,84 dollars le mBTU¹, niveau record jamais enregistré. En glissement annuel, le cours du Brent a augmenté de 81,6%, alors que celui du gaz naturel s'est multiplié par plus de 5 fois et demi.

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

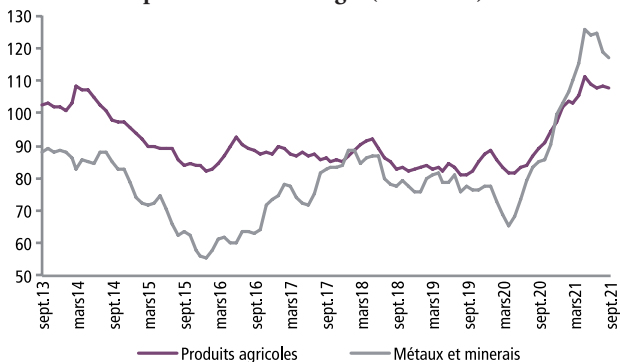


Source : Banque mondiale.

1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Les matières premières hors énergie se sont renchériées de 27,5% en glissement annuel en septembre, reflétant l'augmentation de 37,2% des prix des métaux et minerais et de 20,9% de ceux des produits agricoles.

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

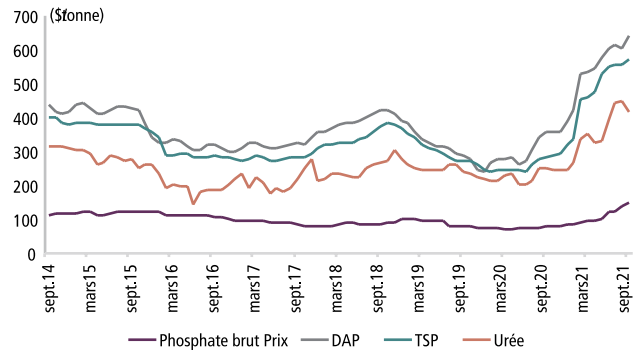


Source : Banque Mondiale.

Sur le marché des phosphates et dérivés, l'évolution mensuelle des prix a été divergente en septembre, avec des appréciations de 7,8% à 147,5\$/t pour le phosphate

brut, de 6,7% à 643,8\$/t pour le DAP et de 3,4% à 573,8\$/t pour le TSP, alors que le cours du chlorure de potassium est resté inchangé à 221\$/t et que celui de l'Urée s'est inscrit en baisse de 6,3% à 418,8\$/t. En glissement annuel, les prix restent en forte progression, avec des hausses de 85,8% pour le phosphate brut, de 79,6% pour le DAP, de plus du double pour le TSP, de 67,2% pour l'Urée et le Chlorure de potassium ressort en augmentation de 9,1%.

Graphique 1.9 : Evolution des prix mondiaux du phosphate et des engrais



Source : Banque Mondiale.

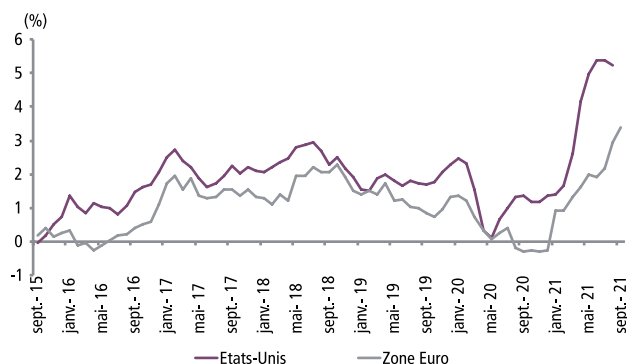
1.3.3 Inflation

Les pressions inflationnistes se sont intensifiées ces derniers mois aussi bien dans les pays avancés qu'émergents (Encadré 1.1). Après avoir atteint un pic de 5,4% en juin et juillet, l'inflation aux Etats-Unis a légèrement décéléré à 5,3% en août, sur fond d'un ralentissement des prix des voitures d'occasion et des services de transport. Dans la zone euro, l'inflation s'est accélérée à 3,4% en septembre après 3% en août, traduisant notamment des hausses de 3,4% à 4,1% en Allemagne, de 2,4% à 2,7% en France, de 3,3% à 4% en Espagne et de 2,5% à 3% en Italie. Pour ce qui est des autres économies avancées, l'inflation a augmenté de 2% à 3,2% en août au Royaume-Uni, alors qu'au Japon, les données font ressortir une légère aggravation de la déflation à -0,4% contre -0,3% en juillet.

¹mBTU : Million de British Thermal Unit.

Au niveau des principaux pays émergents, l'inflation s'est accélérée de 9% en juillet à 9,7% en août au Brésil et de 6,5% à 6,7% en Russie, et a ralenti en revanche de 1% à 0,8% en Chine et de 5,6% à 5,3% en Inde.

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



Sources : Eurostat & Thomson Reuters.

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

	2019	2020	2021		
			juillet	août	sept.
Etats-Unis	1,8	1,2	5,4	5,3	N.D
Zone Euro	1,2	0,3	2,2	3,0	3,4
Allemagne	1,4	0,4	3,1	3,4	4,1
France	1,3	0,5	1,5	2,4	2,7
Espagne	0,8	-0,3	2,9	3,3	4,0
Italie	0,6	-0,1	1,0	2,5	3,0
Royaume-Uni	1,8	0,9	2,0	3,2	N.D
Japon	0,5	0,0	-0,3	-0,4	N.D

Sources : Thomson Reuters, Eurostat & FMI.

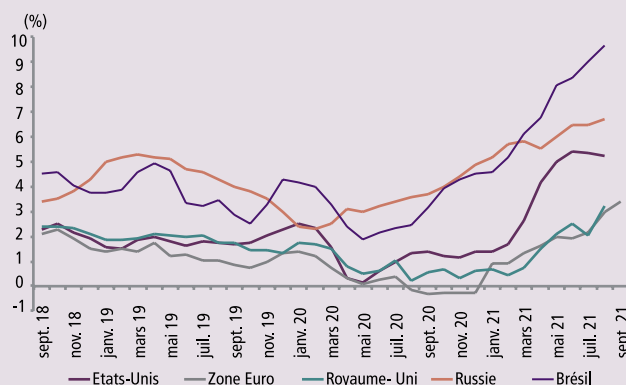
Encadré 1.1 : Retour des pressions inflationnistes et réactions des banques centrales

Depuis le début de l'année 2021, l'inflation mondiale s'est inscrite dans une tendance haussière, avec une nette accélération durant les derniers mois. Ce rebond rapide s'est produit plus tôt qu'attendu, comparativement aux précédentes récessions mondiales enregistrées au cours des cinq dernières décennies. Il reflète la reprise de l'activité économique, le renchérissement des matières premières, ainsi que d'autres facteurs à caractère transitoire. Il s'agit notamment des goulets d'étranglement de certaines chaînes d'approvisionnement, l'effet de base, et la hausse du coût du fret.

Au niveau des pays avancés, le taux d'inflation aux États-Unis n'a pas cessé d'augmenter depuis le début de l'année passant de 1,4% en janvier à 5,3% en août, dans un contexte marqué par une augmentation de la demande favorisée par la réouverture de l'économie, des aides financières substantielles et une épargne élevée constituée lors de la crise de 2020, une flambée des prix des matières premières et une augmentation des contraintes d'approvisionnement. Parmi les principaux produits ayant tiré l'inflation américaine à la hausse, les véhicules d'occasion qui ont profité des mesures de soutien à la consommation.

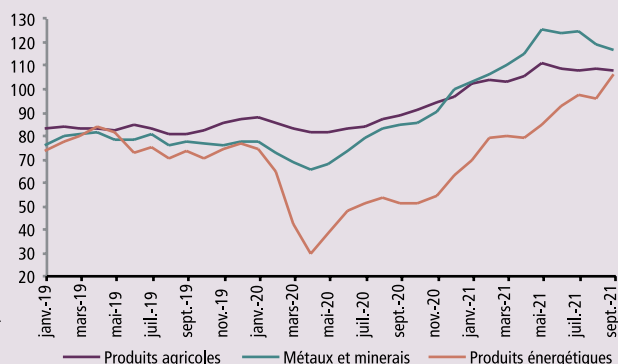
Dans le même sens, l'inflation de la zone euro s'est inscrite dans une tendance haussière depuis janvier 2021 pour s'établir à 3,4% en septembre. En plus du renchérissement des matières premières, cette hausse s'explique par l'effet de base, la hausse de la TVA en Allemagne et la modification des pondérations au niveau du panier de référence pour la mesure de l'inflation. Au Royaume-Uni, hormis la décélération enregistrée au mois de juillet 2021, l'inflation n'a cessé de croître depuis mars, passant d'un taux de 0,7% à 3,2% en août, traduisant notamment la reprise économique en cours.

Graphique E.1.1.1 : Evolution de l'inflation



Source : Thomson Reuters

Graphique E.1.1.2 : Indice des matières premières (2010=100)



Source : Banque mondiale

Pour certaines économies émergentes et en développement, et en plus des facteurs précités, l'inflation s'est accrue suite aux dépréciations des taux de change, aggravant l'impact des chocs d'approvisionnement qui ont perturbé les chaînes de distribution surtout alimentaires. Concernant tout particulièrement le Brésil et la Turquie, ils ont enregistré une accélération de l'inflation depuis la deuxième moitié de 2020, sur fond d'une forte hausse des prix de transports en raison de la montée des prix des carburants, du renchérissement des produits alimentaires et de l'électricité.

En réaction à ces pressions inflationnistes élevées, les Banques centrales des principales économies avancées n'ont cessé de réitérer le caractère transitoire de cette hausse, vu que les facteurs explicatifs revêtent un caractère conjoncturel. Dans les économies émergentes et en développement, la situation est plus critique étant donné le poids élevé des denrées alimentaires dans la consommation des ménages. Dans ce contexte, des Banques centrales de quelques pays émergents se sont inscrites dans une tendance de resserrement de leur politique monétaire. Ainsi, les banques centrales du Brésil, de la Russie et de la Turquie, ont réagi à la hausse de l'inflation en relevant leurs taux directeurs. En revanche, la Banque centrale chinoise s'est engagée lors de sa réunion d'août, à rendre sa politique plus souple et ciblée pour parvenir à un équilibre à long terme entre la stabilisation de la croissance et la prévention des risques.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

Les données des échanges extérieurs à fin août 2021 indiquent un creusement du déficit commercial de 24,9 milliards, par rapport à la même période de 2020, pour s'établir à 136,5 milliards de dirhams. Les importations ont affiché une progression de 23,2%, alors que les exportations ont augmenté de 23,8%. Le taux de couverture est ainsi passé de 59,3% à 59,6%. En parallèle, la reprise des recettes voyages, à partir de juin, a contribué à atténuer leur contreperformance sur les huit premiers mois à 17,6%. Les transferts des MRE ont, quant à eux, poursuivi leur dynamique, avec un accroissement de 45,7%. S'agissant des principales opérations financières, les recettes d'IDE ont augmenté de 16% et les investissements directs marocains à l'étranger se sont élevés à 12,2 milliards après 5,3 milliards durant la même période de 2020.

A fin août 2021, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib se sont situés à 312,6 milliards de dirhams, soit une couverture de 6 mois et 28 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

Poursuivant leur reprise après une année marquée par les effets de la crise, les exportations ont augmenté pour l'ensemble des secteurs. Les ventes du secteur automobile se sont accrues de 25,5% à 52,3 milliards de dirhams, reflétant des progressions de 32% pour le segment de la construction et de 16,5% pour celui du câblage.

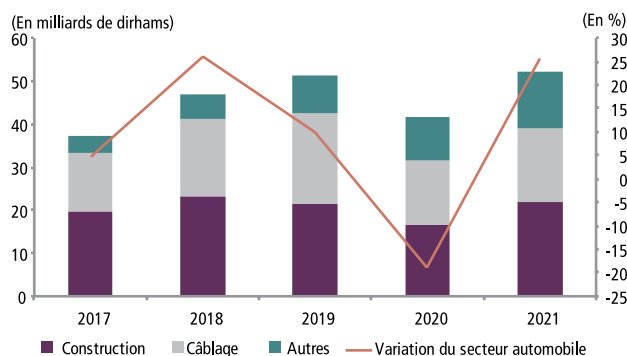
Les exportations des phosphates et dérivés ont poursuivi leur dynamique haussière, avec une augmentation de 42,2% à 46,3 milliards, tirée essentiellement par celles de 42,2% des ventes des engrais naturels et chimiques et de 63,4% de l'acide phosphorique. Pour leur part, les ventes du secteur du textile et cuir ont connu une hausse de 23,6% à 22,9 milliards, traduisant des progressions de 27,5% pour les exportations de vêtements confectionnés et de 36,2% pour les articles de bonneterie.

Quant aux exportations du secteur « agricole et agro-alimentaire », elles se sont améliorées de 7,8% à 43,9 milliards, avec des hausses de 7,9% pour les produits agricoles et de 8,8 % pour ceux de l'industrie alimentaire. De même, les secteurs de « l'électronique et l'électricité » et de « l'extraction minière » ont

enregistré des accroissements de leurs ventes de 34,2% et 57,2% pour se situer à 8,6 milliards et 3,2 milliards respectivement.

Les exportations du secteur aéronautique commencent, quant à elles, à montrer des signes de reprise, enregistrant leur première hausse cumulée après la crise, depuis celle de janvier 2020, atteignant 7,8% pour un montant de 8,9 milliards. Cette évolution résulte des améliorations de 10,4% pour le segment assemblage et de 3,2% pour l'EWIS¹.

Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile janvier-août



Source : Office des Changes.

¹ Système d'interconnexion de câblage électrique (Electrical Wiring Interconnection System (EWIS)).

**Tableau 2.1 : Evolution des exportations
(en millions de dirhams)**

Secteurs/Segments	Janvier - août		Variations	
	2021	2020	En valeur	En %
Exportations FAB	201 153	162 498	38 655	23,8
Automobile	52 250	41 634	10 616	25,0
Construction	21 817	16 526	5 291	32,0
Câblage	17 296	14 844	2 452	16,5
Interieur véhicules et sièges	5 148	4 583	565	12,3
Phosphates et dérivés	46 312	32 579	13 733	42,2
Textile et Cuir	22 914	18 536	4 378	23,6
Vêtements confectionnés	14 215	11 151	3 064	27,5
Articles de bonneterie	4 769	3 501	1 268	36,2
Chaussures	1 698	1 557	141	9,1
Agriculture et Agro-alimentaire	43 860	40 693	3 167	7,8
Agriculture, sylviculture, chasse	19 846	18 387	1 459	7,9
Industrie alimentaire	22 976	21 112	1 864	8,8
Electronique et Electricité	8 617	6 420	2 197	34,2
Fils, câbles et autres conducteurs pour l'électricité	3 443	2 370	1 073	45,3
Composants électroniques (transistors)	2 509	1 852	657	35,5
Appareils pour la coupure ou la connexion des circuits électri.	1 130	960	170	17,7
Autres extractions minières	3 217	2 046	1 171	57,2
Minerai de cuivre	1 061	575	486	84,5
Sulfate de baryum	629	260	369	-
Aéronautique	8 939	8 295	644	7,8
Assemblage	5 798	5 253	545	10,4
EWIS	3 096	2 999	97	3,2
Autres industries	15 044	12 295	2 749	22,4
Métallurgie et Travail des métaux	5 245	3 591	1 654	46,1
Industrie du plastique et du caoutchouc	1 324	1 243	81	6,5
Industrie pharmaceutique	876	690	186	27,0

Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

La reprise des importations a été tirée essentiellement par une augmentation de 38,7% des achats de produits finis de consommation à 80,6 milliards. Cette évolution reflète en particulier des hausses de 56,7% des acquisitions des voitures de tourisme, de 45,9% de celles de leurs parties et pièces et de 61,6% de celles des médicaments et autres produits pharmaceutiques, attribuable essentiellement aux acquisitions de vaccins anti-Covid19. De même, les importations de demi-produits se sont accrues de 24% à 74 milliards et celles de biens d'équipement ont enregistré une amélioration de 14,4% à 79,9 milliards.

Pour sa part, et sous l'effet principalement de l'augmentation des prix, la facture énergétique s'est alourdie de 30,6% pour atteindre 44,8 milliards, incluant en particulier des accroissements de 34,9% des achats du « gas-oils et fuel-oils » et de 32% de ceux du « gaz de pétrole et autres hydrocarbures ».

Les importations de produits bruts ont affiché une augmentation de 38,4% à 18 milliards, tirées par des accroissements de 57,7% des acquisitions de « soufres brut et non raffinés » et de 37,3% de celles de l'« huile de soja brute ou raffinée ». Les achats de produits alimentaires ont progressé de 2,8% à 40,2 milliards, en liaison essentiellement avec une hausse de 30,4% des approvisionnements en maïs.

**Tableau 2.2 : Evolution des importations
(en millions de dirhams)**

Groupements d'utilisation	Janvier - août		Variations	
	2021	2020	En valeur	En %
Importations CAF	337 693	274 128	63 565	23,2
Produits finis de consommation	80 630	58 137	22 493	38,7
Voitures de tourisme	11 885	7 586	4 299	56,7
Parties et pièces pour voitures de tourisme	13 098	8 977	4 121	45,9
Médicaments et autres produits pharmaceutiques	8 222	5 087	3 135	61,6
Demi produits	73 982	59 682	14 300	24,0
Matières plastiques et ouvrages divers en plastique	10 617	8 219	2 398	29,2
Fils, barres et profilés en cuivre	4 073	2 461	1 612	65,5
Ammoniac	4 003	2 843	1 160	40,8
Produits énergétiques	44 845	34 345	10 500	30,6
Gas-oils et fuel-oils	21 522	15 959	5 563	34,9
Gaz de pétrole et autres hydrocarbures	10 654	8 074	2 580	32,0
Essence de pétrole	2 673	1 656	1 017	61,4
Biens d'équipement	79 892	69 849	10 043	14,4
Moteurs à pistons (équipement industriel)	6 630	5 048	1 582	31,3
Fils, câbles et autres conduct. isolés pour l'électr.	5 555	4 103	1 452	35,4
Bandages et pneumatiques	2 633	1 537	1 096	71,3
Produits bruts	18 004	13 012	4 992	38,4
Soufres bruts et non raffinés	5 299	3 361	1 938	57,7
Huile de soja brute ou raffinée	3 765	2 743	1 022	37,3
Produits alimentaires	40 189	39 103	1 086	2,8
Maïs	4 809	3 689	1 120	30,4
Sucre brut ou raffiné	3 655	3 079	576	18,7
Or industriel	151	0	151	-

Source : Office des Changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

Le solde excédentaire de la balance des services a vu sa baisse s'atténuer à 2,3% pour atteindre 40,1 milliards, résultat d'un accroissement de 8,5% des importations, plus important que celui de 3,4% des exportations.

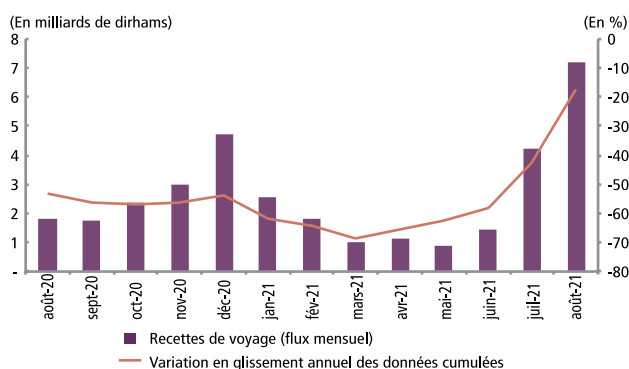
**Tableau 2.3 : Evolution de la balance de services
(en millions de dirhams)**

	Janvier - août		Variations	
	2021	2020	en valeur	en %
Importations	48 675	44 852	3 823	8,5
Exportations	88 747	85 849	2 898	3,4
Solde	40 071	40 997	-926	-2,3

Source : Office des Changes.

S'agissant des recettes voyages, leur baisse continue de s'atténuer, ressortant à 17,6% sur les huit premiers mois de l'année. De même, les dépenses au même titre ont connu une augmentation de leur flux mensuel de plus de moitié, par rapport à août 2020. Elles ressortent ainsi en baisse cumulée de 9,1% à 6,3 milliards de dirhams.

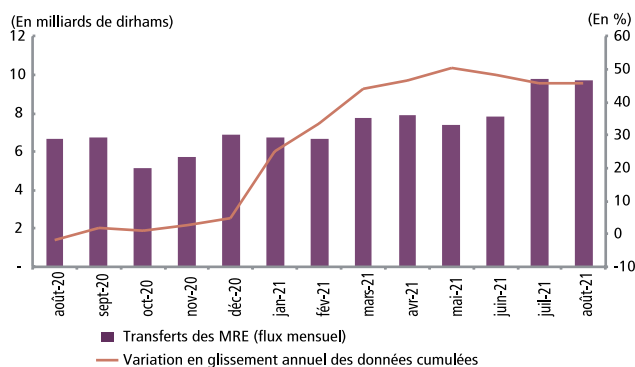
Graphique 2.2 : Evolution des recettes de voyage



Source : Office des Changes.

Poursuivant leur évolution à des niveaux mensuels historiquement élevés, les transferts des MRE ont augmenté de 45,7% à 63,7 milliards sur les huit premiers mois de 2021.

Graphique 2.3 : Evolution des transferts MRE



Source : Office des Changes.

2.3 Compte financier

S'agissant des principales opérations financières, le flux net des IDE a augmenté de 16,9% pour s'établir à 12,6 milliards, résultat d'une hausse de 2,8 milliards des recettes, plus importante que celle de 948 millions des dépenses. Pour ce qui est du flux net des investissements directs des marocains à l'étranger, il a diminué de 16,4% à 2,4 milliards, traduisant des accroissements de 6,9 milliards des dépenses et de 7,4 milliards des recettes.

A fin août 2021, l'encours des avoirs officiels de réserves a atteint 312,6 milliards de dirhams, représentant ainsi l'équivalent de 6 mois et 28 jours d'importations de biens et services.

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

	Janvier - août		Variations	
	2021	2020	en valeur	en %
Investissements directs étrangers	12 557	10 743	1 814	16,9
Recettes	19 982	17 220	2 762	16,0
Dépenses	7 425	6 477	948	14,6
Investissements des marocains à l'étranger	2 363	2 827	-464	-16,4
Dépenses	12 204	5 266	6 938	-
Recettes	9 841	2 439	7 402	-

Source : Office des Changes.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHE DES ACTIFS

Au cours du deuxième trimestre 2021, les conditions monétaires ont été marquées par une baisse des taux débiteurs et par une appréciation du taux de change effectif réel. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, sa progression est revenue de 4,1% au premier trimestre à 3,3%, recouvrant un ralentissement du rythme d'accroissement des prêts accordés aux entreprises non financières privées, une accentuation de la baisse de ceux aux entreprises publiques et une accélération des crédits aux ménages. S'agissant des autres contreparties de la masse monétaire, le rythme d'accroissement des avoirs officiels de réserve a enregistré une décélération de 22,1% à 4,8% et les créances nettes sur l'administration centrale se sont accrues de 11% après 13,4%. Au total, la croissance de la masse monétaire est revenue de 8,7% à 7,2%.

Sur le marché immobilier, les prix des actifs sont ressortis en baisse de 5,4% au deuxième trimestre, résultat des diminutions de 5,6% des prix des biens résidentiels, de 5% de ceux des terrains et de 7,3% pour les biens à usage professionnel. Pour ce qui est du nombre de transactions, il a augmenté de 18,8% globalement, de 22% pour celles portant sur les biens résidentiels et de 29,2% pour les terrains, alors que les acquisitions des biens à usage professionnel ont connu une diminution de 20,7%.

Au niveau de la bourse de Casablanca, au troisième trimestre le MASI s'est apprécié de 6,3% et le volume des échanges a atteint 16,1 milliards contre 17,5 milliards un trimestre auparavant. Pour ce qui est de la capitalisation boursière, elle a affiché une hausse trimestrielle de 6,2% à 677,3 milliards de dirhams.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Traduisant la hausse de la circulation fiduciaire, le besoin en liquidité des banques s'est accentué au cours du troisième trimestre de 2021 à 83,2 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, contre 66,3 milliards un trimestre auparavant. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a porté le montant de ses injections à 97 milliards, dont 41,2 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 28,3 milliards à travers les opérations de pensions livrées, 27,1 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME et 384,6 millions servis sous forme de swap de change. Dans ce contexte, le taux interbancaire est demeuré aligné sur le taux directeur à 1,50%.

Au niveau du marché des bons du Trésor, les taux sont restés quasi-stables au troisième trimestre sur le compartiment primaire pour les maturités courtes et se sont orientés à la hausse pour celles moyennes et longues. Sur le compartiment secondaire, ils sont restés

quasi-stables pour les maturités courtes et longues et se sont orientés à la hausse pour celles moyennes.

Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)

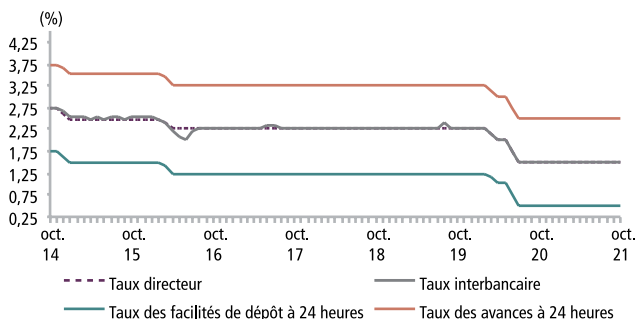
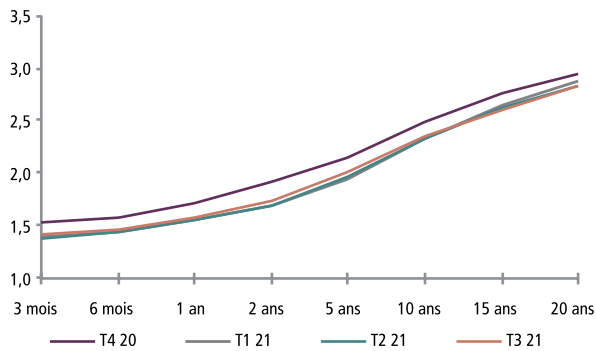
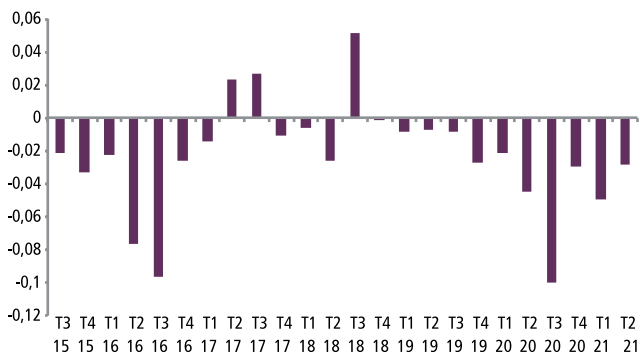


Tableau 3.1 : Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire

	2020				2021		
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3
26 semaines	2,34	2,16	1,68	1,79	1,43	1,42	1,41
2 ans	2,40	2,22	1,83	2,01	1,70	1,69	1,77
5 ans	2,50	2,42	2,10	2,20	1,96	1,96	2,04
10 ans	2,65	2,40	2,39	2,62	2,34	2,32	2,36
15 ans	2,94	2,90	-	2,80	2,64	2,63	2,64

Graphique 3.2: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire

Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt se sont orientés à la baisse au cours du deuxième trimestre. Pour ce qui est des taux créditeurs, ils ont connu des replis de 19 points de base à 2,23% en moyenne pour les dépôts à 6 mois et de 14 points à 2,63% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement¹ des banques aurait connu un léger recul comparativement au trimestre précédent.

Graphique 3.3: Variation du coût de financement des banques (en points de pourcentage)

Les dernières données disponibles indiquent des baisses mensuelles des taux créditeurs en août de 16 points de base à 2,25% pour ceux à 6 mois et de 4 points à 2,54% pour ceux à un an.

S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au deuxième trimestre 2021 font ressortir une diminution du taux moyen global de 13 points de base à 4,32%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les prêts

aux entreprises ont reculé de 19 points, traduisant des baisses de 18 points pour les prêts aux grandes entreprises et de 6 points pour ceux aux TPME. Quant aux taux appliqués aux prêts aux particuliers, ils sont restés stables globalement à 5,19%, avec notamment un accroissement de 14 points des taux appliqués aux crédits à la consommation et un repli de 7 points de ceux des prêts à l'habitat.

Tableau 3.2 : Evolution des taux débiteurs

	2020				2021	
	T1	T2	T3	T4	T1	T2
Taux global	4,89	4,55	4,34	4,42	4,45	4,32
Particuliers	5,51	5,14	5,15	4,98	5,19	5,19
Crédits immobiliers	4,43	4,66	4,31	4,33	4,33	4,26
Crédits à la consommation	6,55	6,56	6,46	6,40	6,50	6,64
Entreprises	4,76	4,46	4,16	4,28	4,23	4,04
Crédits de trésorerie	4,67	4,43	3,96	4,09	4,04	3,96
Crédits à l'équipement	4,53	4,18	4,51	4,23	4,49	4,13
Crédits immobiliers	6,15	6,12	5,85	5,84	5,81	5,59

Tableau 3.3 : Taux créditeurs

	2019		2020				2021	
	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2
6 mois	2,75	2,68	2,73	2,64	2,50	2,36	2,42	2,23
12 mois	3,01	2,98	3,06	3,02	2,71	2,68	2,77	2,63

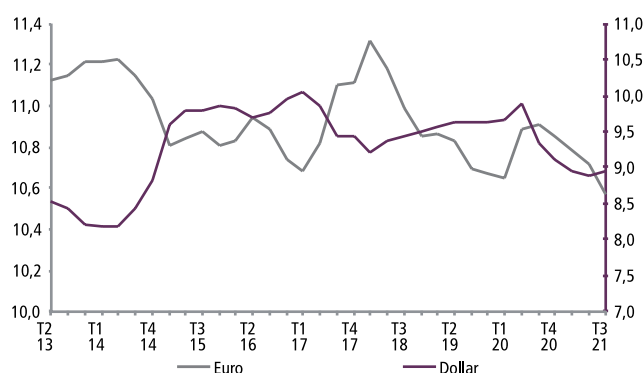
3.1.2 Taux de change

Durant le troisième trimestre 2021, l'euro s'est déprécié de 2,22% par rapport au dollar américain. Dans ces conditions, la monnaie nationale s'est appréciée de 1,42% vis-à-vis de l'euro et s'est déprécié de 0,78% par rapport au dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, le dirham s'est apprécié de 1,11% par rapport à la livre turque et s'est déprécié de 0,60% face au yuan chinois.

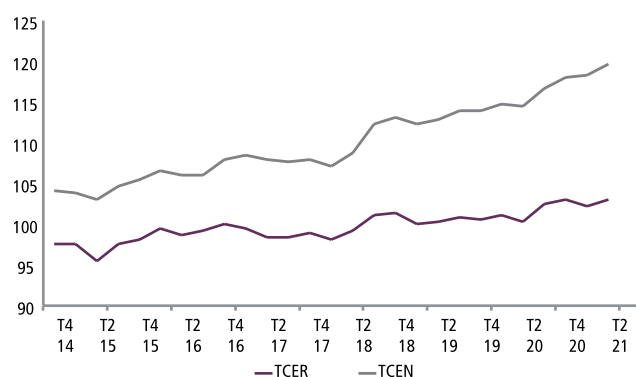
Concernant le taux de change effectif, il s'est apprécié de 0,99% en terme nominal et de 0,83% en terme réel au deuxième trimestre.

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

Graphique 3.4: Evolution du taux de change du dirham



Graphique 3.5 : Evolution des taux de change effectifs nominal et réel (Base 100 en 2010)



Sources : calcul de BAM et du FMI.

En ce qui concerne les transactions en devises, le volume moyen des opérations au comptant des banques avec la clientèle a connu des hausses de 53% à 29,7 milliards de dirhams pour les ventes et de 58,6% à 28,8 milliards pour les achats. Dans le même temps, les achats à terme ont augmenté de 109,5% à 16,8 milliards et les ventes à terme ont baissé de 4,6% à 2,8 milliards. Durant cette période, Bank Al-Maghrif n'a réalisé aucune opération d'achats ou de ventes de devises avec les banques. Dans ces conditions, la position nette de change des banques est ressortie à -1,8 milliard à fin juin 2021, contre 1,4 milliards de dirhams à fin mars 2021.

Les dernières données disponibles relatives aux mois de juillet et août montrent une progression de 28,6% à 27,6 milliards de dirhams en moyenne du volume des opérations au comptant pour les ventes et de 34,2%

à 24,3 milliards pour les achats. En ce qui concerne les opérations à terme, leur volume moyen a reculé de 29% à 1,7 milliards pour les ventes et il a augmenté de 28,6% à 13 milliards pour les achats. Lors des adjudications d'achat de devises du 20 au 22 septembre, la Banque a retenu un montant total de 671 millions de dollars, soit l'équivalent de 6 milliards de dirhams. En conséquence, la position de change est ressortie à 3,3 milliards au 29 septembre contre 9,5 milliards à fin août 2021.

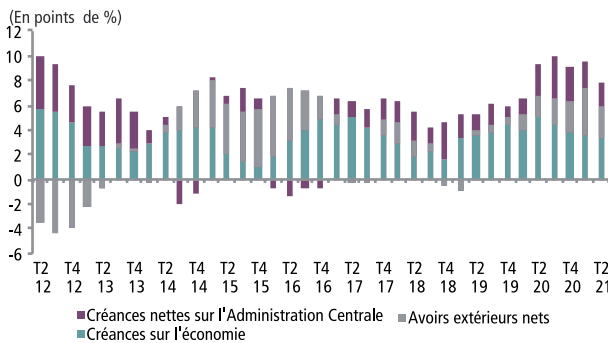
3.1.3 Situation monétaire

Le rythme d'accroissement de l'agrégat M3 a décéléré de 8,7% au premier trimestre à 7,2% au deuxième trimestre, traduisant en particulier le ralentissement de la croissance de la monnaie fiduciaire de 17,1% à 6,4%. Dans le même sens, les dépôts à vue ont augmenté de 9,2%, après 10,9%, suite à la décélération de la croissance des dépôts des ménages de 10,3% à 8,6% et au repli de 6% de ceux des agents financiers, après une hausse de 23,9%.

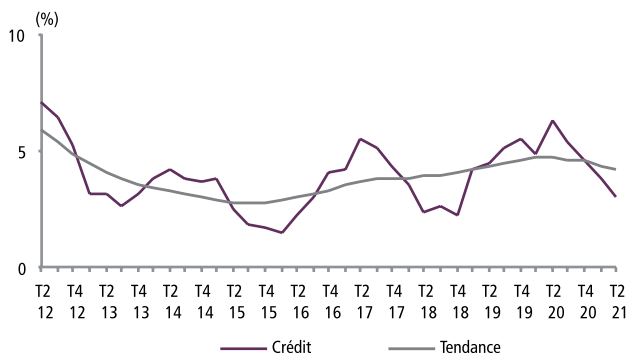
Quant aux dépôts à terme, leur baisse est revenue de 5,9% à 2,5%, reflétant l'accélération de l'accroissement de ceux des agents financiers de 21,8% à 59,4% et l'atténuation de 27,7% à 9,1% du repli de ceux du secteur public. Pour leurs parts, les titres OPCVM monétaires ont enregistré une augmentation de 25,2% après celle de 22,4% au premier trimestre.

Par principale contrepartie, l'évolution de la masse monétaire recouvre notamment des décélérations de 22,1% à 4,8% de la progression des avoirs officiels de réserve, de 13,4% à 11,0% de la hausse des créances nettes sur l'administration centrale et de 3,7% à 3,0% pour le crédit bancaire.

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



Graphique 3.7 : Variation en glissement annuel du crédit



Concernant en particulier le crédit au secteur non financier, sa croissance annuelle est revenue de 4,1% au premier trimestre à 3,3% au deuxième trimestre, recouvrant un ralentissement de la progression des prêts accordés aux entreprises privées, une accentuation de la baisse de ceux octroyés aux entreprises publiques et une accélération de la croissance des crédits aux ménages.

Ainsi, les crédits aux entreprises privées ont vu leur rythme d'accroissement revenir de 5,6% à 2,7%, résultat de la décélération de la croissance des facilités de trésorerie de 14,2% à 7,1%, de l'atténuation de la baisse des prêts à l'équipement de 4,9% à 4,1% et du repli de 4,7% des crédits immobiliers après une augmentation de 1,2%.

S'agissant des concours accordés aux entreprises publiques, ils ont enregistré un repli de 9,1% après celui de 6,2% le trimestre précédent, résultat de l'accroissement du recul des prêts à l'équipement de 11,3% à 14,2%. En revanche, les facilités de trésorerie

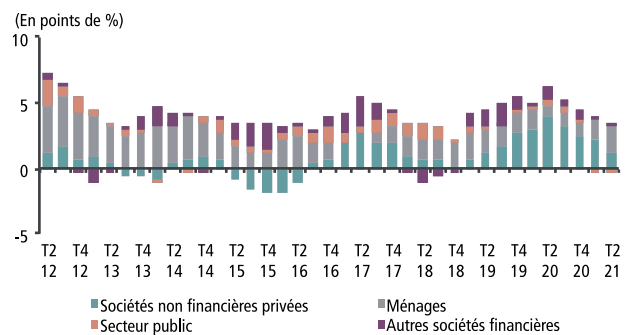
accordés aux entreprises publiques ont augmenté de 12,2% après une diminution de 2,2% et les crédits immobiliers ont affiché une hausse de 23,6% après une baisse de 19,1%.

S'agissant des crédits aux entrepreneurs individuels, leur progression est revenue de 8% à 5%, reflétant la décélération de celle des facilités de trésorerie de 23,7% à 20,2% et l'accroissement du recul des crédits destinés à la promotion immobilière de 12,4% à 17,0% alors que la baisse des prêts à l'équipement s'est atténuée, passant de 2,8% à 1,4%.

Par branche d'activité, les données trimestrielles relatives au deuxième trimestre 2021 indiquent une augmentation de 4,6% en glissement annuel des crédits destinés au secteur « bâtiment et travaux publics » après un repli de 0,6% un trimestre auparavant et une accélération de 1,2% à 11% de la hausse de ceux accordés aux « industries chimiques et parachimiques ». En revanche, les rythmes de progression des concours aux branches des « industries alimentaires et tabac » et des « industries textiles, de l'habillement et du cuir » ont décéléré de 12,5% à 9% et de 19,2% à 13,9% respectivement.

Quant aux prêts aux particuliers, leur taux de progression est passé de 3,8% à 6,3% reflétant l'amélioration de 4,7% à 7,7% de la croissance des crédits à l'habitat et la stabilité des prêts à la consommation, après une baisse de 3,6%.

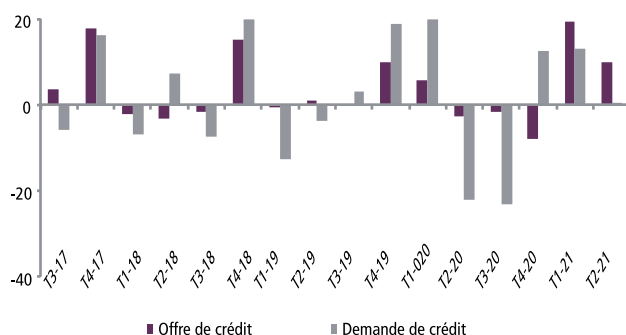
Graphique 3.8 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit



Source : BAM

Pour ce qui est des créances en souffrance, elles ont augmenté de 11,1% et leur ratio à l'encours du crédit bancaire s'est établi à 8,6%. Elles se sont accrues de 11,9% pour les entreprises non financières privées et de 9,9% pour les ménages.

Graphique 3.9 : Evolution de l'offre et de la demande (Indice de diffusion)



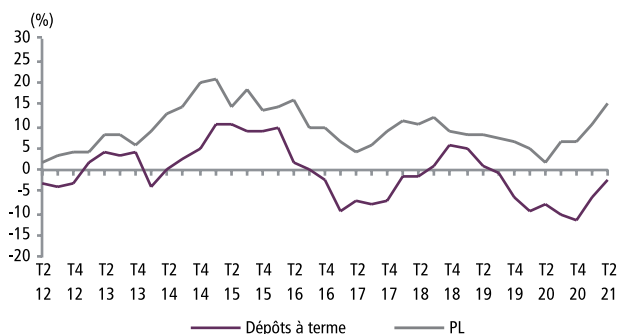
Source : BAM

Pour ce qui est des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils ont augmenté de 0,5% après un recul de 1% un trimestre auparavant. Cette évolution recouvre notamment une accélération de 0,5% à 3,7% de la hausse des crédits accordés par les sociétés de financement et une accentuation de la baisse de 10,1% à 26,7% pour ceux distribués par les banques offshores.

Les dernières données disponibles indiquent une progression du crédit bancaire de 1,6% en juillet à 2,9% en août avec en particulier une accélération du rythme des prêts destinés au secteur non financier de 3% à 3,5%.

En ce qui concerne les agrégats de placements liquides, leur taux d'accroissement annuel est passé de 10,1% au premier trimestre à 15% au deuxième trimestre 2021. Cette dynamique intègre une accélération de la hausse des bons du Trésor de 6,2% à 11,3%, de 21,9% à 57,4% pour les titres des OPCVM actions et diversifiés et de 11,9% à 12,2% pour les titres des OPCVM obligataires.

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



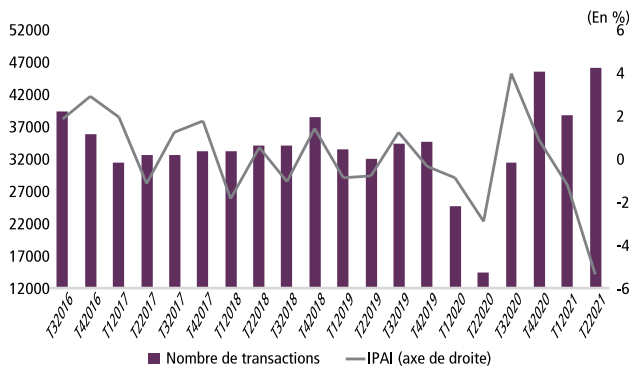
3.2 Prix des actifs

3.2.1 Actifs immobiliers

Après une baisse de 1,3% au premier trimestre 2021, l'indice des prix des actifs immobiliers s'est de nouveau replié de 5,4% au deuxième trimestre. Cette évolution traduit des diminutions de 5,6% des prix des biens résidentiels, de 5% de ceux des terrains et de 7,3% de ceux des actifs à usage professionnel. Pour ce qui est du nombre de transactions, il a connu une hausse de 18,8%. Cette progression recouvre une augmentation de 29,2% des transactions portant sur les terrains, une hausse de 22% de ventes des biens résidentiels, alors que celles des actifs à usage professionnel ont connu une régression de 20,7%.

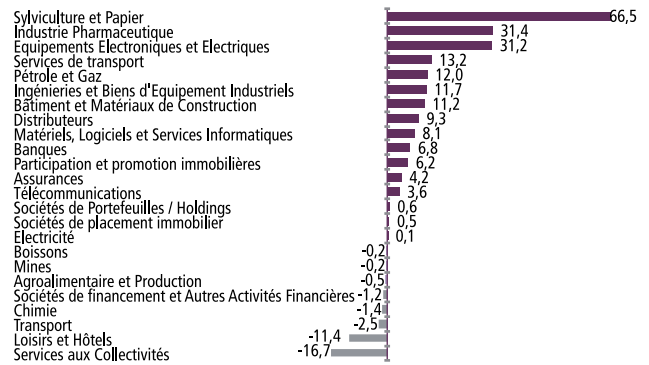
Le repli des prix des actifs immobiliers a concerné l'ensemble des principales villes, avec des taux allant de 3,4% à Marrakech à 8,8% à Fès. S'agissant du nombre de transactions, et à l'exception de Kénitra qui a connu une baisse de 4,3%, l'ensemble des principales villes ont enregistré des hausses, avec des taux atteignant notamment 28,9% à Marrakech, 27,8% à El Jadida et 21% à Casablanca.

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



Sources : BAM et ANCFCC.

Graphique 3.13 : Evolution des indices sectoriels au troisième trimestre 2021 (en %)



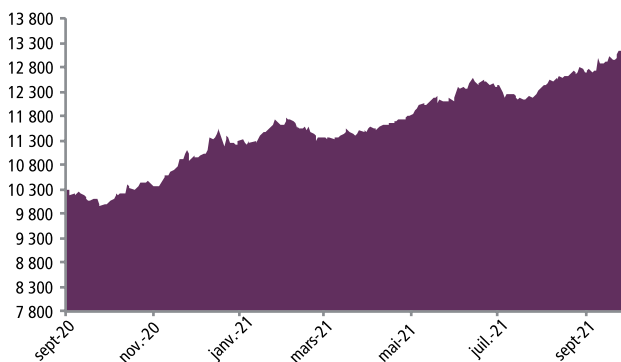
Source : Bourse de Casablanca

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

Au terme du troisième trimestre de 2021, le MASI a enregistré une hausse trimestrielle de 6,3%, portant ainsi sa performance depuis le début de l'année à 16,8%. Cette évolution reflète notamment les appréciations des indices sectoriels des « bâtiments et matériaux de construction » de 11,2%, des banques de 6,8% et des télécommunications de 3,6%. A l'inverse, ceux des agroalimentaire et des services aux collectivités ont enregistré des baisses respectives de 0,5% et de 16,7%.

Graphique 3.12 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

Pour ce qui est du volume des transactions, il s'est établi à 16,1 milliards contre 17,5 milliards de dirhams au cours du deuxième trimestre 2021. Par compartiment, le chiffre d'affaires s'est établi à 7,8 milliards après 13,4 milliards sur le marché central actions et est passé de 1,7 milliard à 6,4 milliards sur le marché de blocs.

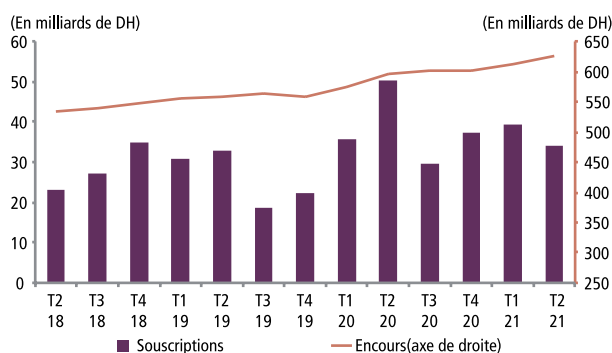
Dans ce contexte, la capitalisation boursière a enregistré une hausse trimestrielle de 6,2% à 677,3 milliards de dirhams.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Durant le deuxième trimestre 2021, les émissions du Trésor sur le marché intérieur se sont établies à 34,1 milliards de dirhams, en baisse trimestrielle de 13,4%. Elles ont porté à hauteur de 77% sur des maturités moyennes, de 12% sur des maturités longues et de 11% sur celles courtes.

En août 2021, les levées du Trésor se sont élevées à 6,3 milliards de dirhams et ont porté pour 60% sur des maturités moyennes et de 34% sur celles courtes. Tenant compte des remboursements, d'un montant de 2,8 milliards de dirhams, l'encours des bons du Trésor a atteint 636 milliards, en accroissement de 5,9% par rapport à fin décembre 2020.

Graphique 3.14 : Evolution des bons du Trésor



Source : BAM.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

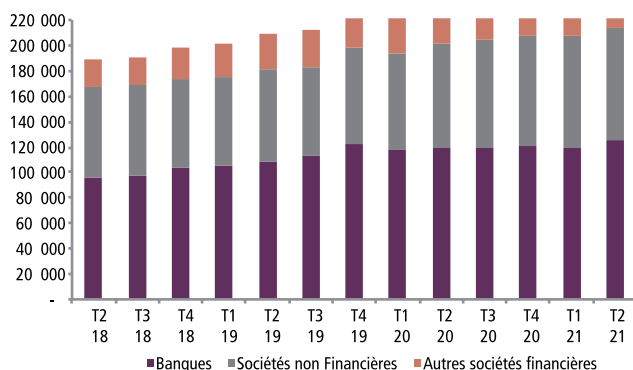
Au cours du troisième trimestre de l'année, les souscriptions aux titres des OPCVM se sont chiffrées à 259,8 milliards de dirhams, en hausse de 19,7%, et les rachats à 254,4 milliards, en augmentation de 20%, soit une collecte nette de 5,4 milliards. Les indices de performance ont poursuivi leur orientation haussière pour l'ensemble des fonds, avec des taux de progression allant de 0,3% pour les fonds monétaires à 7,1% pour les fonds actions.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions se sont établies à 21,1 milliards de dirhams au deuxième trimestre, en hausse trimestrielle de 85,3%. Les levées des banques ont atteint 15,5 milliards contre 6,3 milliards le trimestre précédent et celles des entreprises non financières 2,9 milliards après 3,4 milliards.

Au cours du mois d'août, les émissions de dette privée se sont établies à 4,5 milliards, portant ainsi son encours à 252,8 milliards, en hausse de 4,7% depuis le début de l'année.

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



Sources : Maroclear et calculs BAM.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

Au terme des huit premiers mois de 2021, l'exécution budgétaire fait ressortir un déficit hors privatisation de 48,8 milliards, en creusement de 2,2 milliards d'une année à l'autre. Les dépenses ordinaires se sont alourdies de 8,6% à 189,5 milliards, tirées notamment par des augmentations de 6,1% des dépenses de biens et services, de 22,7% des transferts aux Collectivités Territoriales et de 31,7% de la charge de compensation. En regard, les recettes ordinaires hors privatisation se sont améliorées de 9,3% à 173,4 milliards, recouvrant une progression de 11,7% des rentrées fiscales et un repli de 16,5% de celles non fiscales. Ainsi, le solde ordinaire est ressorti négatif à 16,2 milliards, en hausse de 315 millions par rapport à celui enregistré un an auparavant. Quant à l'investissement, il a augmenté de 5,4% à 42,3 milliards, portant les dépenses globales à 231,8 milliards, en progression de 8%.

Tenant compte de la réduction du stock des opérations en instance d'un montant de 18,5 milliards, le déficit de caisse hors privatisation s'est établi à 67,4 milliards, au lieu de 48,2 milliards à la même période en 2020. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 59 milliards, par des recettes de privatisation de 5,4 milliards et par un flux net extérieur positif de 3 milliards. Ainsi, l'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 4,5% par rapport à son niveau à fin décembre 2020. Concernant les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications, elles demeurent favorables, les taux moyens appliqués ayant été en baisse durant les huit premiers mois de l'année 2021 comparativement à la même période en 2020.

4.1 Recettes ordinaires

L'exécution budgétaire au titre des huit premiers mois de l'année fait ressortir une progression de 9,3% à 173,4 milliards des recettes ordinaires hors privatisation, recouvrant une amélioration de 11,7% des rentrées fiscales et un repli de 16,5% de celles non fiscales. L'évolution favorable du produit fiscal concerne les principales catégories à l'exception de l'IS.

S'agissant des recettes des impôts directs, elles ont été réalisées à hauteur de 71,8% par rapport à la LF, affichant une baisse de 2,1% à 57,5 milliards, résultat principalement, du recul de 9,9% à 25,2 milliards des rentrées de l'IS, en liaison, notamment, avec la contraction de l'activité économique en 2020, ainsi que de la non affectation en 2021 au budget général des recettes au titre de la contribution sociale de solidarité sur les bénéficiaires et les revenus. En revanche, les recettes de l'IR ont enregistré une hausse de 12,8% à 31,2 milliards, avec un taux de réalisation de 78,5%, reflétant particulièrement des augmentations de 1,5 milliard à 2,9 milliards de l'IR sur les profits immobiliers et de 649 millions à 6,6 milliards de l'IR sur les salaires servis par la Direction des Dépenses de

Personnel. L'amélioration de l'IR s'explique également par les deux opérations de régularisation spontanée de la situation fiscale des contribuables qui ont rapporté 836 millions de dirhams.

Du côté des impôts indirects, elles se sont améliorées de 20,8% à 83 milliards, reflétant essentiellement des accroissements de 22,7% à 63,3 milliards des rentrées de la TVA et de 15,2% à 19,7 milliards de celles de la TIC. Celles-ci incorporent notamment des progressions de 18,2% à 10,8 milliards de la TIC sur les produits énergétiques et de 9,2% à 7,5 milliards de celle sur les tabacs. L'amélioration de la TVA reflète des augmentations de 25,5% à 39,5 milliards des recettes de la TVA à l'importation et de 18,2% à 23,8 milliards de celles de la TVA à l'intérieur, sous l'effet principalement de la reprise de la consommation des ménages.

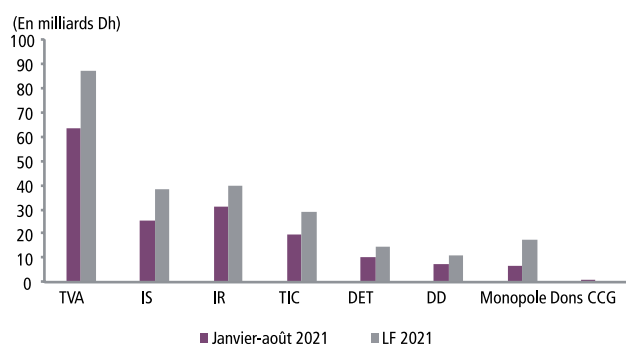
Tableau 4.1 : Evolution des recettes ordinaires (en milliards de dirhams)*

	Janv. août 2020	Janv. août 2021	Var en %	LF 2021	Réalisation par rapport à la LF (%)
Recettes ordinaires	158,6	173,4	9,3	259,0	66,9
Recettes fiscales	142,2	158,8	11,7	221,7	71,7
- Impôts directs	58,7	57,5	-2,1	80,1	71,8
Dont I.S	28,0	25,2	-9,9	38,2	66,0
I.R	27,7	31,2	12,8	39,8	78,5
- Impôts indirects	68,7	83,0	20,8	116,1	71,5
TVA*	51,6	63,3	22,7	87,0	72,8
TIC	17,1	19,7	15,2	29,1	67,7
- Droits de douane	5,8	7,7	31,5	10,8	71,2
- Enregistrement & timbre	8,9	10,6	20,1	14,7	72,2
Recettes non fiscales	14,5	12,1	-16,5	34,0	35,7
- Monopoles et participations	6,0	6,8	12,4	17,1	39,7
- Autres recettes	8,5	5,4	-37,0	16,9	31,7
dont Dons CCG	0,1	0,2	28,9	0,0	
Recettes des CST	1,9	2,4	22,2	3,3	71,9

* Compte tenu des 30% de la TVA transférée aux collectivités territoriales.
Sources : MEFRA (DTFE), retraitement TVA par BAM.

Pour leur part, les rentrées des droits de douane et des droits d'enregistrement et de timbre se sont accrues, respectivement, de 31,5% à 7,7 milliards et de 20,1% à 10,6 milliards.

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



Sources : MEFRA (DTFE), retraitement TVA par BAM.

Note :

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

Les recettes non fiscales ont, quant à elles, régressé de 16,5% à 12,1 milliards, recouvrant notamment un repli de 88% à 498 millions des fonds de concours, et une progression de 12,4% à 6,8 milliards des recettes de monopoles et participations, provenant principalement

de l'OCP pour un montant de 3 milliards, de l'ANCFCC pour 2 milliards, et de Bank Al-Maghrib à hauteur de 837 millions de dirhams.

4.2 Dépenses

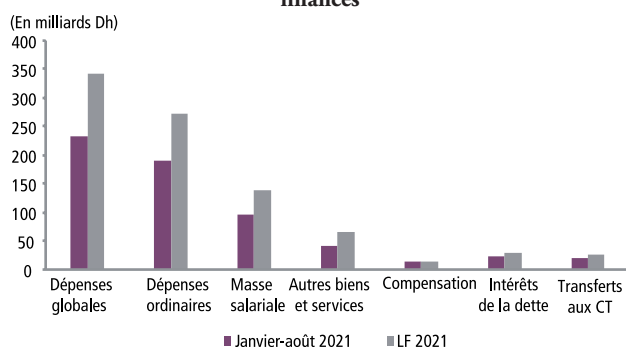
Au terme des huit premiers mois de l'année 2021, les dépenses globales se sont élevées à 231,8 milliards, en alourdissement de 8%. Cette évolution traduit des accroissements de 8,6% à 189,5 milliards des dépenses ordinaires et de 5,4% à 42,3 milliards des investissements. Les dépenses de biens et services ont atteint 135,4 milliards, en hausse de 6,1% comparativement à la même période en 2020, résultat des augmentations de 6,5% à 94,7 milliards de la masse salariale et de 5,1% à 40,7 milliards des dépenses des autres biens et services. Celles-ci tiennent compte notamment d'une hausse de 32,3% à 21,3 milliards des transferts au profit des établissements et entreprises publics et d'une baisse de 43,3% à 3,4 milliards des versements aux comptes spéciaux du Trésor. L'évolution de la masse salariale, qui prend en considération l'impact des mesures de la 3ème tranche d'augmentation décidée dans le cadre du dialogue social, incorpore des augmentations de 2,7% de sa composante structurelle et de 178,9% des rappels pour la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel.

Tableau 4.2 : Evolution et exécution des dépenses publiques (en milliards de dirhams)*

	Janv. août 2020	Janv. août 2021	Var en %	LF 2021	Exécution par rapport à la LF (%)
Dépenses globales	214,6	231,8	8,0	341,1	67,9
Dépenses ordinaires	174,5	189,5	8,6	273,0	69,4
Biens et services	127,6	135,4	6,1	205,7	65,8
Personnel	88,9	94,7	6,5	139,9	67,7
Autres biens et services	38,8	40,7	5,1	65,9	61,8
Intérêts de la dette	21,7	22,4	3,4	27,7	81,1
Compensation	9,6	12,7	31,7	13,6	93,7
Transferts aux CT	15,5	19,0	22,7	26,1	72,8
Investissement	40,1	42,3	5,4	68,1	62,1

* Compte tenu des 30% de la TVA transférée aux collectivités territoriales.
Sources : MEFRA (DTFE), retraitement TVA par BAM.

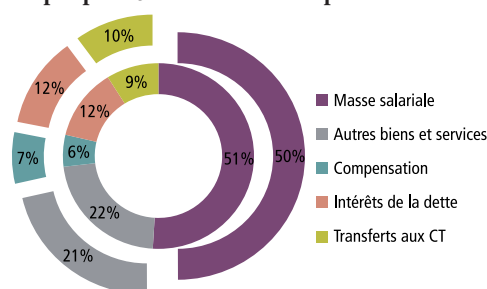
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la loi de finances



Sources : MEFRA (DTFE), retraitement TVA par BAM.

S'agissant des paiements en intérêt de la dette, ils se sont accrus de 3,4% à 22,4 milliards, reflétant des augmentations de 25,9% à 3 milliards des intérêts sur la dette extérieure et de 0,6% à 19,4 milliards de ceux sur la dette intérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires



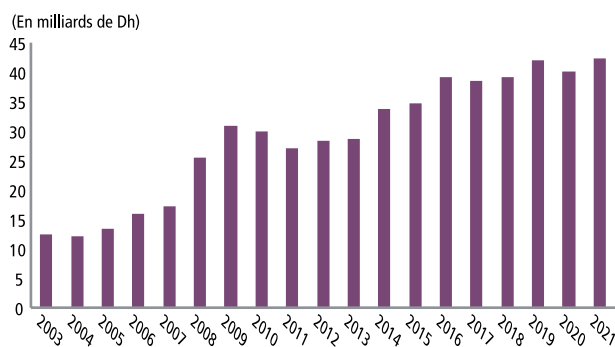
Anneau intérieur : Janvier-Août 2020
Anneau extérieur : Janvier-Août 2021

Sources : MEFRA (DTFE), retraitement TVA par BAM.

Pour sa part, la charge de compensation s'est établie à 12,7 milliards en hausse de 31,7%, soit un taux de réalisation de 93,7%, sous l'effet principalement de l'appréciation de 58,6% du cours moyen du gaz butane à 563 dollars la tonne.

Quant aux dépenses d'investissement, elles ont progressé de 5,4% à 42,3 milliards, avec une baisse, en glissement annuel de son flux de 23,9% du mois d'août, après des hausses de 3,6% et 64% des flux de juin et juillet respectivement. Le niveau d'exécution de ces dépenses ressort à 62,1% par rapport à la LF.

Graphique 4.4 : Dépenses d'investissement à fin août

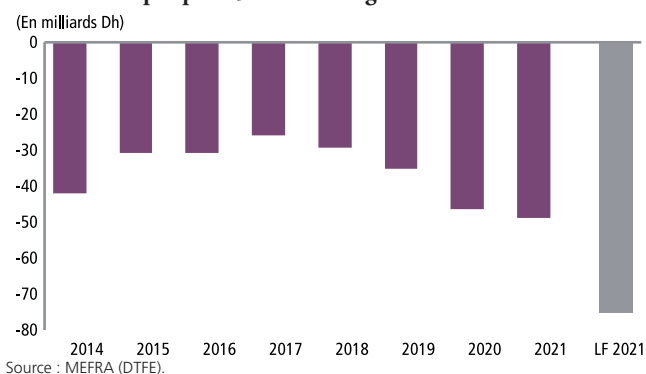


Source : MEFRA (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

Tenant compte de l'évolution des recettes, des dépenses et de l'amélioration de 2,8% à 9,6 milliards du solde des comptes spéciaux du Trésor, l'exécution budgétaire s'est soldée par un déficit hors privatisation de 48,8 milliards contre 46,6 milliards un an auparavant. Le Trésor a, par ailleurs, réduit son stock des opérations en instance d'un montant de 18,5 milliards, portant ainsi le déficit de caisse à 67,4 milliards, au lieu de 48,2 milliards à la même période en 2020.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin août



Source : MEFRA (DTFE).

Le besoin de financement du Trésor a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 59 milliards, dont une hausse des dépôts au Trésor d'un montant de 15,2 milliards, par des recettes de privatisation de 5,4 milliards et par un flux net extérieur positif de 3 milliards, contre 15,2 milliards un an auparavant, les tirages bruts ayant atteint 9,2 milliards, dont 3,2 milliards proviennent de la Banque mondiale.

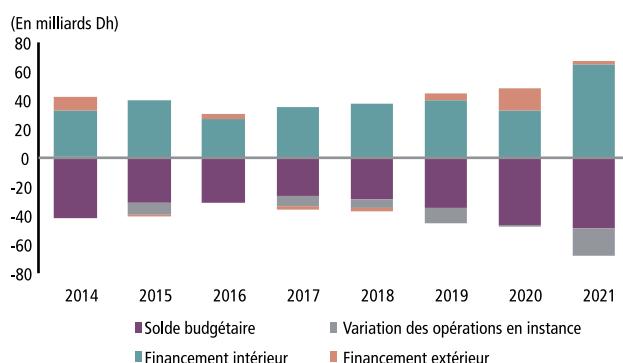
**Tableau 4.3 : Financement du déficit
(en milliards de dirhams)**

	Janv.-août 2020	Janv.-août 2021	LF 2021
Solde ordinaire	-15,8	-16,2	-14,0
Solde des CST	9,3	9,6	7,0
Fonds Covid-19	9,0	-2,2	
Solde primaire	-24,9	-26,4	-47,5
Solde budgétaire	-46,6	-48,8	-75,1
Variation des opérations en instance	-1,6	-18,5	
Besoin de financement	-48,2	-67,4	-75,1
Financement intérieur	33,0	59,0	36,8
Financement extérieur	15,2	3,0	34,4
Privatisation	0,0	5,4	4,0

Source : MEFRA (DTFE).

Au niveau du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a porté sur un montant de 35,2 milliards, contre 44,5 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes les plus importantes ont porté notamment sur des bons à 2 ans à hauteur de 22,2 milliards, des bons à 5 ans pour 14,4 milliards et ceux à 20 ans pour 5,5 milliards. Quant aux remboursements nets, ils ont concerné notamment les bons à 26 semaines et à 15 ans pour des montants respectifs de 5,6 milliards et 3,7 milliards.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin août*



* Les recettes de privatisation, limitées et discontinues dans le temps, ont été incluses dans le financement intérieur.

Source : MEFRA (DTFE).

Les conditions de financement du Trésor sur le marché des adjudications ressortent favorables sur les huit premiers mois de l'année, avec des baisses des taux moyens pondérés. Les reculs ont atteint 71 pdb à 1,54%

pour les maturités à 52 semaines, 51 pdb à 1,37% pour celles à 13 semaines et 47 pdb à 1,71% pour les bons à 2 ans. De même pour les maturités longues, les taux ont poursuivi leur tendance baissière, avec des replis de 46 pdb à 3,29% pour les bons à 30 ans, 29 pdb à 2,64% pour ceux à 15 ans et 24 pdb à 2,86% pour les maturités à 20 ans.

**Tableau 4.4 : Evolution de l'endettement du Trésor
(en milliards de dirhams)**

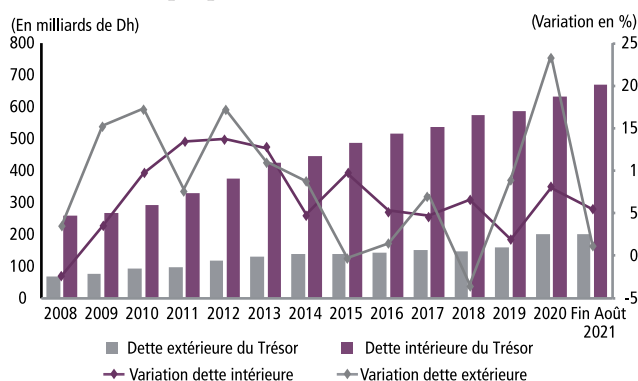
	2016	2017	2018	2019	2020	Fin août 2021*
Dettes extérieures du Trésor	142,8	153,2	148,0	161,5	199,5	202,5
Var en %	1,4	7,3	-3,4	9,1	23,5	1,5
Dettes intérieures du Trésor	514,7	539,1	574,6	585,7	632,9	667,7
Var en %	5,4	4,8	6,6	1,9	8,1	5,5
Encours de la dette directe	657,5	692,3	722,6	747,2	832,4	870,2
Var en %	4,5	5,3	4,4	3,4	11,4	4,5

* Pour la dette à fin août 2021, elle est estimée sur la base des flux de financement nets générateurs de dette.

Source : MEFRA (DTFE).

Pour ce qui est la dette publique directe à fin août 2021, son encours aurait progressé de 4,5% par rapport à son niveau à fin décembre 2020, avec une hausse de 5,5% de sa composante intérieure et de 1,5% de celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



Sources : MEFRA (DTFE), * Estimations BAM.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL

Au deuxième trimestre 2021, l'activité économique a marqué un rebond de 15,2% à la faveur d'un effet de base important, des progrès dans la campagne de vaccination et de l'assouplissement des restrictions sanitaires. Cette évolution reflète une expansion de 14,8% de la valeur ajoutée non agricole et de 18,6% de celle agricole. Du côté de la demande, cette évolution recouvre une contribution positive de 18,2 points de pourcentage de sa composante intérieure et une participation négative de 3 points de celle extérieure.

Au troisième trimestre 2021, le PIB aurait enregistré un accroissement de 5,1% après une chute de 6,7% à la même période un an auparavant. La valeur ajoutée dans les secteurs non agricoles aurait redressé de 3,3%, tandis que celle agricole aurait poursuivi son amélioration avec une hausse de 18,3% sous l'effet d'une bonne campagne agricole.

Pour sa part, la situation sur le marché du travail s'est redressée entre le deuxième trimestre 2021 et la même période de 2020, avec une création de 405 mille postes dont près des quatre cinquième dans l'agriculture. Tenant compte d'une entrée nette de 533 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a progressé de 1,3 point à 46,1% et le taux de chômage s'est aggravé de 0,5 point à 12,8% globalement et de 2,6 points à 18,2% dans les villes, alors que dans les campagnes, il a reculé de 2,4 points à 4,8%.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

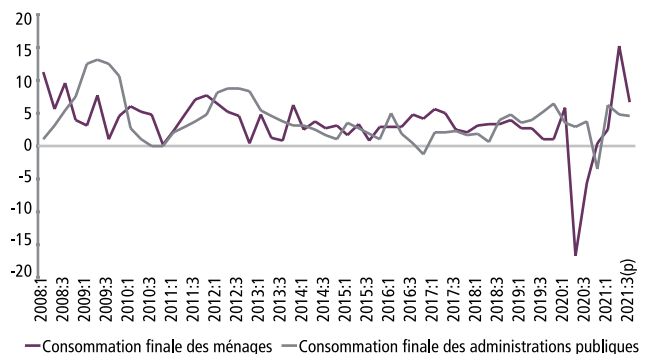
Les données des comptes nationaux relatifs au deuxième trimestre de 2021 font ressortir une poursuite de l'amélioration de la consommation finale des ménages à 15,2% au lieu de 2,4% au trimestre précédent. Sa contribution positive à la croissance s'est ainsi établie à 8,5 points de pourcentage.

En termes de perspectives, les indicateurs disponibles laissent entrevoir une poursuite de l'amélioration de la consommation des ménages de 6,7% au troisième trimestre. Cette évolution serait imputable à la bonne campagne agricole et à la hausse exceptionnelle des transferts des MRE.

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, les réalisations au titre du deuxième trimestre font ressortir une hausse de 4,8% après celle de 6,2% un trimestre auparavant, contribuant ainsi à la croissance à hauteur de 1,1 point de pourcentage. Pour le troisième trimestre, elle aurait évolué à un rythme autour de 4,5%, comme le laisse indiquer la progression des dépenses au titre des biens et services, observée

au niveau de la situation des charges et ressources du Trésor à fin août.

Graphique 5.1 : Evolution des dépenses de consommation (en %)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

5.1.2 Investissement

Au deuxième trimestre de 2021, l'investissement a connu un rebond de 28,9% après une progression de 4,1% au premier trimestre, avec une contribution à la croissance de 8,6 points de pourcentage.

Cette dynamique se serait atténuée au troisième trimestre avec une hausse de 8,5% comme en témoignent l'évolution des importations des biens d'équipement et l'investissement du Trésor à fin août.

5.2 Demande extérieure

Au deuxième trimestre de 2021, les exportations de biens et services se sont redressées de 25,6%, après les baisses successives enregistrées depuis le premier trimestre de 2020. Pour leur part, les importations se sont accrues de 27,2% après un repli de 2,5% au premier trimestre de l'année. Dans ces une contribution négative à la croissance s'établissant à 3 points de pourcentage.

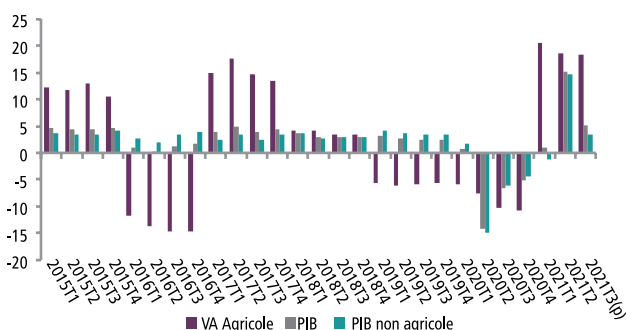
Les estimations pour le troisième trimestre de 2021 tablent sur la poursuite de l'amélioration des échanges extérieurs en volume. En effet, les exportations auraient affiché un accroissement autour de 26,7%, comme en attestent les fortes hausses des phosphates et dérivés à fin août. S'agissant des importations, elles se seraient améliorées de 27%, en liaison avec la progression notable des importations des produits énergétiques et des biens d'équipement.

5.3 Offre globale

Au deuxième trimestre 2021, le PIB a bondi de 15,2%, après une chute de 14,2% à la même période un an auparavant, avec une expansion de 14,8% de la valeur ajoutée non agricole et de 18,6% de celle agricole.

Au troisième trimestre, la croissance économique se serait accélérée à 5,1% après une chute de 6,7% un an auparavant. La valeur ajoutée agricole aurait poursuivi son expansion avec une hausse de 18,3% à la faveur d'une très bonne campagne agricole. Celle non agricole aurait, pour sa part, augmenté de 3,3%, sous l'effet de l'amélioration de l'activité dans plusieurs branches, en particulier les plus affectées par la pandémie.

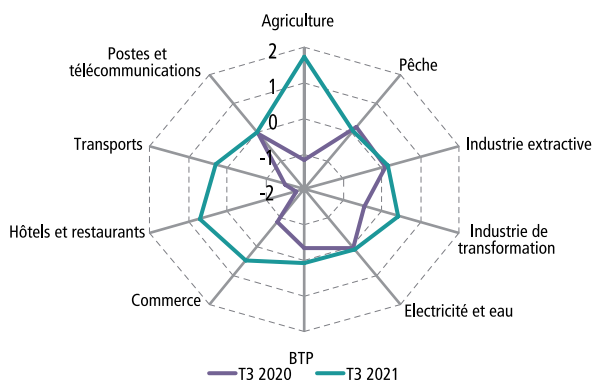
Graphique 5.2 : PIB par composante (aux prix de l'année précédente, variation en glissement annuel en %)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Au niveau du secteur secondaire, l'activité aurait connu une progression de 3,9% au lieu d'une diminution de 2,7% à la même période de l'année précédente. Par branche d'activité, elle aurait marqué un accroissement de 8,5% après 4,2% pour les industries extractives, de 3,1% contre un repli de 3,1% pour les industries de transformation, de 3,5% après 1,6% pour la branche « Electricité et eau » et de 4,5% au lieu d'un recul de 6,7% pour le BTP.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

S'agissant des activités tertiaires, elles auraient poursuivi leur redressement, sous l'effet du rebond de l'activité de l'hôtellerie et la restauration, grâce notamment à la réouverture des frontières et le lancement de l'opération Marhaba 2021, ainsi que de celle des services de transport et de commerce.

5.4 Marché du travail et capacités de production

5.4.1 Activité et emploi

La situation sur le marché du travail a été marquée, entre le deuxième trimestre de 2020 et la même période de 2021, par une hausse de 4,5% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à près de 12,5 millions de personnes, avec un accroissement de 6,8% dans les campagnes et de 3% dans les villes.

Tenant compte de l'évolution de la population en âge d'activité, le taux d'activité a enregistré une amélioration de 1,3 point à 46,1%. Cette évolution recouvre une progression de 3,3 points à 52,9% dans les zones rurales et de 0,4 point à 42,6% en milieu urbain.

En parallèle, l'économie a créé 405 mille emplois, contre une perte de 589 mille un an auparavant, portant la population active occupée à près de 10,9 millions de personnes, en augmentation de 3,9%. Ces créations sont concentrées dans l'agriculture avec près des quatre cinquièmes du total, suivi par le BTP avec 108 mille et les services avec 40 mille. A l'inverse, l'industrie y compris l'artisanat a accusé une perte de 53 mille postes de son volume d'emplois.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population active au chômage a affiché une progression de 8,7% à 1,6 million de personnes, et le taux de chômage s'est aggravé, passant de 12,3% à 12,8% au niveau national et de 15,6% à 18,2% dans les villes, alors qu'il s'est atténué de 7,2% à 4,8% dans les campagnes. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux s'est replié de 2,6 points à 30,8% au niveau national et de 0,2 point à 47,2% pour les citadins.

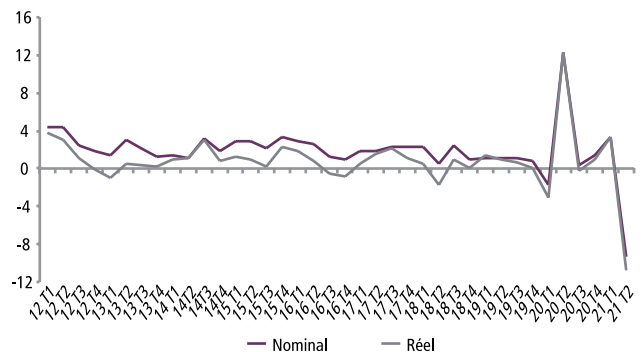
Parallèlement, le taux de sous-emploi¹ est revenu globalement de 13% à 9,2%, de 12,2% à 8,9% dans les villes et de 14,1% à 9,5% dans les campagnes.

5.4.3 Productivité et salaires

Dans les secteurs non agricoles, la productivité apparente du travail, appréhendée par le ratio de la valeur ajoutée à l'emploi, s'est améliorée de 13,4% au deuxième trimestre 2021, après une contraction de 13,3% la même période une année auparavant. Cette évolution est le résultat d'un accroissement de 14,8% de la valeur ajoutée et de 1,2% des effectifs employés.

Dans ce contexte, le salaire moyen, calculé sur la base des données de la CNSS en rapportant la masse salariale aux effectifs employés, s'est replié en variation annuelle au deuxième trimestre 2021 de 9,4% en termes nominaux et de 10,8% en termes réels.

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

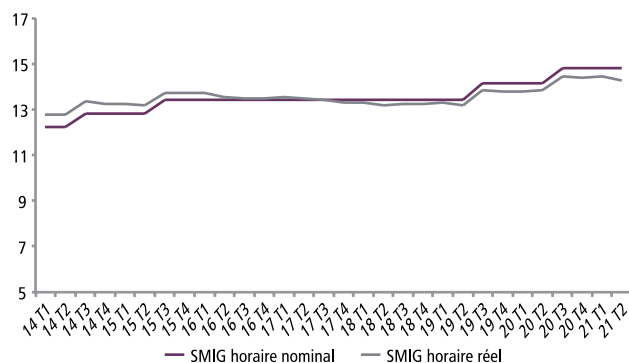


Sources: CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il s'est établi en termes nominaux à 14,81 dirhams au deuxième trimestre 2021, en amélioration de 4,8% en glissement annuel. Tenant compte d'une hausse de 1,6% de l'indice des prix à la consommation, il aurait affiché un accroissement de 3,2% en termes réels.

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.

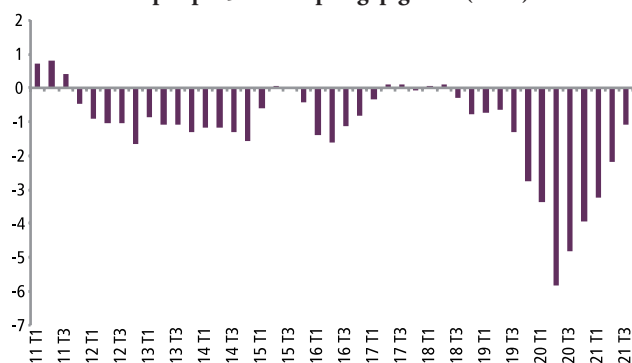
Graphique 5.5 : SMIG horaire en termes nominaux et réels (en dirhams)



Sources : Ministère du Travail et de l'Insertion Professionnelle et calculs BAM.

Dans ces conditions, l'output-gap se serait atténué aux deuxième et troisième trimestres 2021 tout en restant négatif.

Graphique 5.6 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T2 2020	T2 2021
Taux d'activité (en %)	44,8	46,1
Urbain	42,2	42,6
Rural	49,6	52,9
Taux de chômage (en %)	12,3	12,8
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	33,4	30,8
Urbain	15,6	18,2
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	47,4	47,2
Rural	7,2	4,8
Créations d'emplois (en milliers)	-589	405
Urbain	-69	-9
Rural	-520	414
Secteurs		
- Agriculture, forêt et pêche	-477	318
- Industrie y compris l'artisanat	-69	-53
- BTP	-9	108
- Services	-30	40
Productivité apparente du travail non agricole (variation en %)	-13,3	13,4
Indice des salaires moyens (variation en %)		
nominal	12,3	-9,4
réel	12,3	-10,8

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

En ligne avec les prévisions du RPM de juin, l'inflation s'est accélérée au deuxième trimestre 2021, s'établissant à 1,6% en moyenne contre 0,1% un trimestre auparavant. Cette hausse de l'inflation s'est poursuivie durant le mois de juillet avant de s'atténuer en août et ressortir à un rythme moyen de 1,5% au cours de ces deux mois et à 1% au cours des huit premiers mois de l'année. Cette légère décélération de l'inflation s'explique, en effet, par celle du rythme d'évolution des prix des produits alimentaires à prix volatils, revenu à 0,7% au cours des deux derniers mois, au lieu de 1,6% au deuxième trimestre, ainsi que par le ralentissement du rythme d'accroissement des prix des carburants et lubrifiants de 22,3% à 13,7%, et de celui des tarifs réglementés de 1,7% à 1,1%. En revanche, l'inflation sous-jacente continue de s'inscrire sur une tendance haussière pour atteindre 1,6% en moyenne en juillet et août au lieu de 1% au second trimestre.

Au troisième trimestre, l'inflation devrait légèrement décélérer à 1,4%, le ralentissement prévu des prix des carburants et lubrifiants devant plus que contrebalancer la hausse de l'inflation sous-jacente. Cette dernière serait liée notamment à l'accélération de l'inflation importée.

6.1 Evolution de l'inflation

Entamé au deuxième trimestre, le mouvement d'accélération de l'inflation s'est poursuivi en juillet 2021, pour atteindre le rythme le plus élevé depuis juillet 2018, soit 2,2%. Cette tendance s'est toutefois interrompue en août où l'inflation est revenue à 0,8%, ramenant sa moyenne à 1,5% sur ces deux derniers mois au lieu de 1,6% au deuxième trimestre. Cette légère décélération est attribuable essentiellement à celle des rythmes d'accroissement des prix des produits alimentaire volatils, des carburants et lubrifiants et des produits réglementés. En revanche, l'inflation sous-jacente continue son accélération, atteignant 1,6% en moyenne en juillet et août au lieu de 1% un trimestre auparavant.

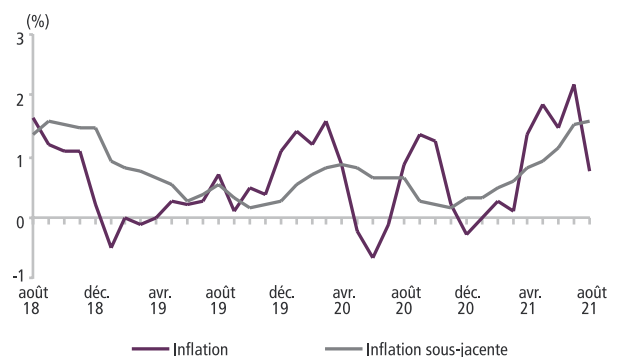
6.1.1 Prix des produits exclus de l'inflation sous-jacente

Après leur progression significative au cours du trimestre précédent, résultant notamment de l'augmentation de la demande pendant le mois de Ramadan ainsi que de l'envolée des prix de certains intrants agricoles en particulier ceux du soja, les prix des produits alimentaires volatils se sont repliés en moyenne entre juillet et août 2021. En glissement annuel, ces prix ressortent

en hausse de 0,7% en moyenne au cours des deux derniers mois au lieu de 1,6% au deuxième trimestre. Par produit, cette évolution est liée principalement à la baisse de 35,9% au lieu de celle de 15,5% des prix des agrumes, et au repli de 0,7% contre une hausse de 6,9% des prix des fruits frais, qui ont plus que compensé le renchérissement de 0,4%, au lieu du recul des prix de 3,7%, des légumes frais et de 14,3%, au lieu de 11,6%, des volaille et lapin.

Au total, la contribution de la composante alimentaire à prix volatils à l'inflation est ressortie de 0,1 point de pourcentage en moyenne en juillet et août, contre 0,2 point un trimestre auparavant.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

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

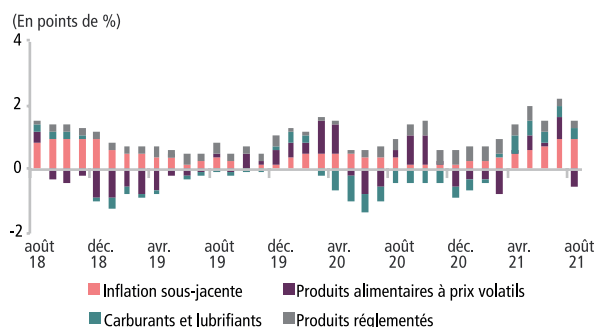
(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	juin 21	Juil. 21	août 21	juin 21	Juil. 21	août 21
Inflation	-0,7	0,4	0,0	1,5	2,2	0,8
- Produits alimentaires à prix volatils	-5,9	0,1	-2,4	0,9	6,2	-4,5
- Produits réglementés	-0,1	0,0	0,6	1,4	0,9	1,2
- Carburants et lubrifiants	1,2	3,2	0,5	17,7	13,6	13,7
Inflation sous-jacente	0,1	0,4	0,3	1,1	1,5	1,6
- Produits alimentaires	-0,1	0,5	0,5	0,7	1,4	1,4
- Articles d'habillement et chaussures	-0,1	-0,1	0,1	2,1	2,1	2,4
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,2	0,2	0,2	1,7	1,7	1,9
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,1	0,2	0,1	0,9	1,1	1,2
- Santé ¹	0,3	0,0	0,0	2,0	2,0	2,0
- Transport ²	0,4	0,7	0,2	1,2	1,6	1,3
- Communication	-0,1	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,4
- Loisirs et cultures ¹	0,0	0,0	0,1	1,0	1,1	1,4
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	1,8	1,8	1,8
- Restaurants et hôtels	0,1	0,4	0,1	1,1	1,3	1,3
- Biens et services divers ¹	0,2	1,4	0,0	1,7	2,9	2,7

1 Hors produits réglementés.

2 Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

Sources : HCP et calculs BAM.

Graphique 6.2 : Contributions des prix des principales composantes à l'inflation (en glissement annuel)



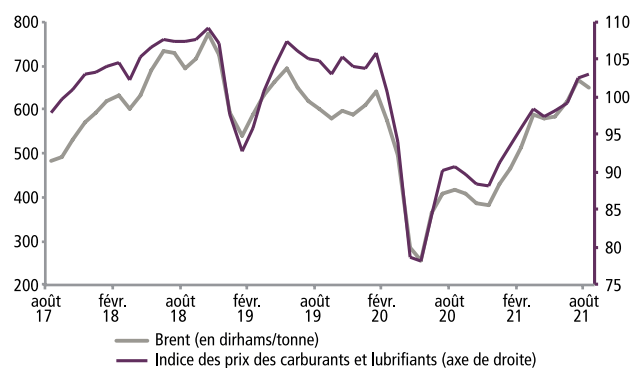
Sources : HCP et calculs BAM.

De même, les prix des carburants et lubrifiants ont vu leur rythme d'accroissement s'atténuer à 13,7% en moyenne en juillet et août au lieu de 22,3% au

deuxième trimestre, traduisant d'un côté la dynamique des cours internationaux des produits pétroliers et de l'autre la résorption de l'effet de base ayant caractérisé leur évolution au titre des deux premiers trimestres de l'année. La contribution des prix de ces produits à l'inflation ressort de 0,3 point de pourcentage entre juillet et août contre 0,5 point au cours du trimestre précédent.

Les tarifs des produits réglementés ont, pour leur part, progressé à un rythme moins prononcé, soit 1,1% au lieu de 1,7% au deuxième trimestre, tirés par le ralentissement de la hausse des prix du « transport routier de passagers » à 6,1% au lieu de 11,3%. Cette évolution résulte de la dissipation de l'effet des révisions de ces tarifs au cours de la même période de l'année précédente. Au total, la contribution des tarifs réglementés à l'inflation est revenue à 0,2 point de pourcentage pendant les deux derniers mois contre 0,4 point de pourcentage au deuxième trimestre.

Graphique 6.3 : Evolution du cours à l'international du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants (base 100 en 2017)



Sources : Banque Mondiale, HCP et calculs BAM.

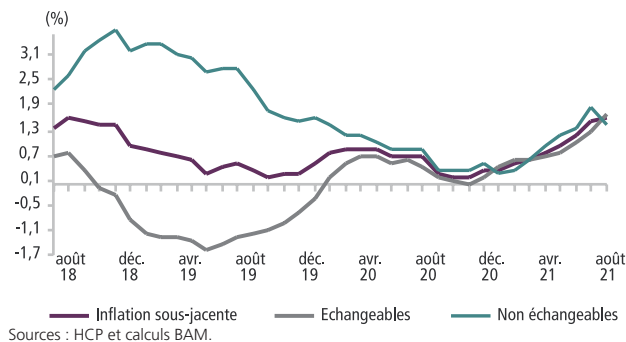
6.1.2 Inflation sous-jacente

Après un taux moyen de 1% au deuxième trimestre, l'inflation sous-jacente a atteint 1,6% en moyenne en juillet et août. Cette hausse sensible reflète une accélération quasi-généralisée des prix de l'ensemble de ses composantes, à l'exception de ceux des « communications » dont le repli s'est légèrement

accentué à 0,4% au lieu de 0,2% et de ceux de la « santé » qui ont évolué à un rythme inchangé de 2%.

L'accélération a été particulièrement rapide pour les prix des produits alimentaires inclus dans l'IPCX, qui ont augmenté de 1,4% au lieu de 0,4%, portés par des hausses des prix de 0,4% pour les « viandes fraîches » et de 10,6% pour les « huiles » en lien, en particulier, avec le renchérissement des cours internationaux du soja. De même, les prix de la rubrique « biens et services divers » se sont accrus de 2,8% contre 1,5% au deuxième trimestre reflétant en grande partie une progression de 6,6% au lieu de 3,3% de ceux des « salons de coiffure et instituts de beauté ».

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



La ventilation en produits échangeables et non échangeables indique que la poursuite de l'accélération graduelle de l'inflation sous-jacente, observée depuis le début de l'année, résulte de l'accroissement des prix de ces deux composantes.

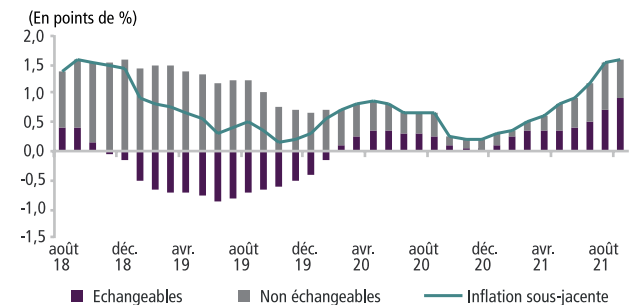
En effet, les prix des biens échangeables ont progressé de 1,5% en moyenne au cours des deux derniers mois après 0,7% au deuxième trimestre, en lien notamment avec la hausse de l'inflation importée. De même, les prix des biens non échangeables ont augmenté de 1,6% au lieu de 1,1%.

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

(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	juin 21	Juil. 21	août 21	juin 21	Juil. 21	août 21
Biens échangeables	0,0	0,3	0,4	1,0	1,3	1,7
Biens non échangeables	0,1	0,6	0,1	1,4	1,8	1,5
Inflation sous-jacente	0,1	0,4	0,3	1,1	1,5	1,6

Sources : HCP et calculs BAM.

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



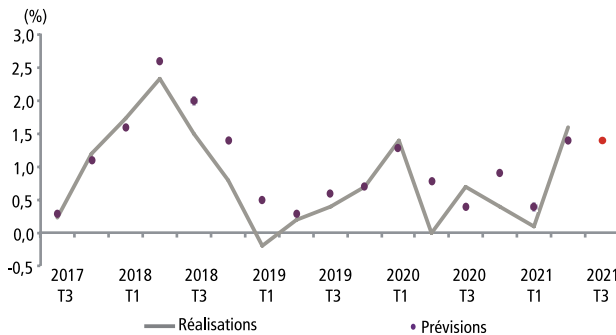
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation

L'inflation devrait légèrement ralentir à 1,4% au troisième trimestre de 2021 après 1,6% un trimestre auparavant. Cette atténuation serait attribuable d'une part, à une augmentation moins prononcée des tarifs règlementés, soit 1% au lieu de 1,7% un trimestre auparavant, qui devrait refléter la dissipation des hausses des tarifs du « transport routiers des passagers » et des « tabacs » enregistrées au cours de la même période une année auparavant. Elle reflèterait, d'autre part, la poursuite prévue de la décélération des prix des carburants et lubrifiants à 13,7% contre 22,3% en lien avec l'évolution des cours internationaux des produits pétroliers.

De même, tenant compte des données des prix des produits frais sur le marché de gros, les prix des produits alimentaires à prix volatils devraient accuser un recul de 1% en moyenne entre juillet et septembre au lieu d'une hausse de 1,6% le trimestre passé.

En revanche, l'inflation sous-jacente devrait ressortir à 1,8% au lieu de 1%, portée essentiellement par l'augmentation des prix des denrées alimentaires qui y sont incluses, en lien avec l'évolution prévue de leurs cours internationaux.

Graphique 6.6 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation



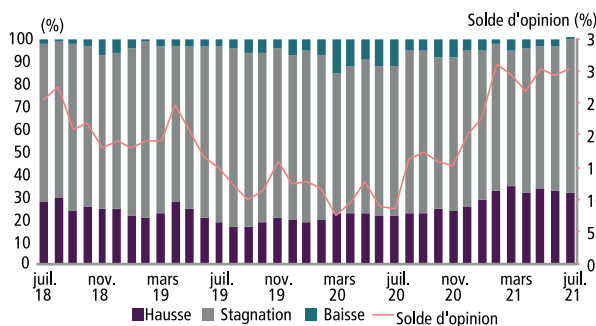
Les écarts de prévisions observés entre T1 2018 et T1 2020 sont en partie liés à la refonte, en mai 2020, de l'IPC par le HCP. Ainsi, l'IPC base 100=2006 est désormais remplacé par celui base 100= 2017 (cf. Encadré 6.1 : « Publication d'un nouvel indice des prix à la consommation base 100=2017 » au niveau du RPM de juin 2020).

Source : BAM.

6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, relatifs au mois de juillet 2021 indiquent que 68% des industriels enquêtés tablent sur une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 31% anticipent une hausse alors que 1% d'entre eux prévoient une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à hauteur de 30% contre 29% en juin.

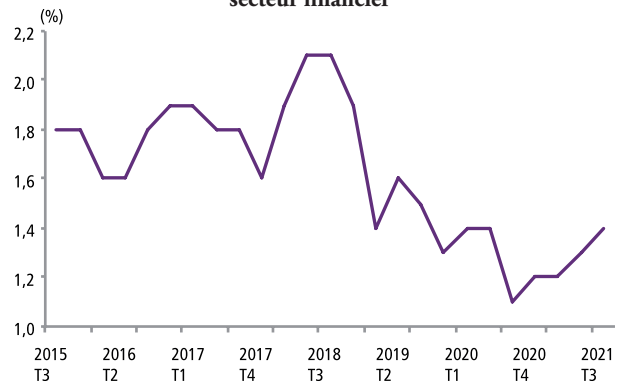
Graphique 6.7 : Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises



Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrib relative au troisième trimestre 2021 indiquent que les experts financiers tablent sur une légère hausse de l'inflation à 1,4% sur l'horizon des huit prochains trimestres, au lieu de 1,3% prévu au cours du deuxième trimestre.

Graphique 6.8 : Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier*

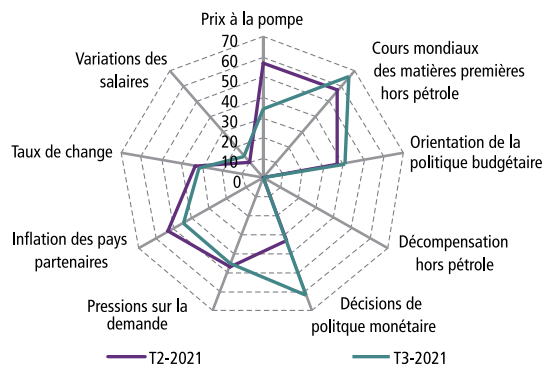


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM auprès des experts du secteur financier.

* A partir du 2^{ème} trimestre 2016, l'horizon d'anticipation est passé à 8 trimestres au lieu de 6 trimestres auparavant.

Ces derniers considèrent que l'évolution future de l'inflation serait déterminée principalement par les cours mondiaux des matières premières hors pétrole, des décisions de politique monétaire, des pressions de la demande et de l'inflation des pays partenaires.

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

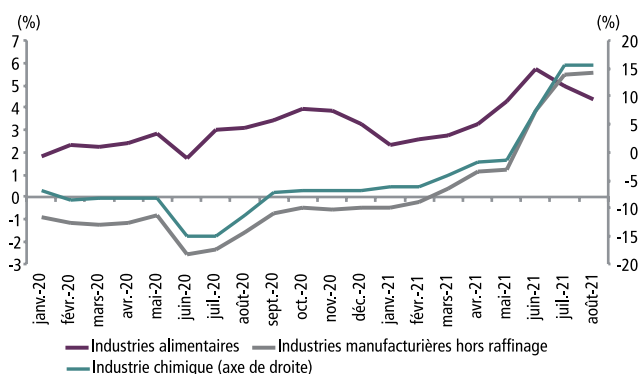


Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM.

6.4 Prix à la production¹

Les prix à la production des industries manufacturières hors raffinage ont de nouveau connu une accélération de 5,6% en moyenne en juillet et août au lieu de 2% au deuxième trimestre 2021. Cette évolution est tirée principalement par l'accroissement de 15,5% après 1,2%, des prix à la production de l'« industrie chimique ». Elle est également imputable, mais dans une moindre mesure, à l'envolée des prix à la production de la branche de la « métallurgie », dont la progression a atteint une moyenne de 23,7% contre 11,5% un trimestre auparavant ainsi que ceux de la « fabrication des équipements électriques » avec une augmentation moyenne de 7,6% au lieu de 1,7%. En revanche, les prix à la production des « autres industries manufacturières » se sont repliés de 1,4% en moyenne au lieu de 5,3% au deuxième trimestre.

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



Source : HCP.

¹ Le HCP a procédé le 26 Février 2021 à la publication d'un nouvel indice des prix à la production avec comme base l'année 2018 au lieu de 2010 pour l'ancien indice.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

En dépit de la propagation rapide du variant Delta de la Covid-19 et de la réintroduction ou du prolongement des mesures restrictives dans plusieurs pays, les perspectives économiques mondiales demeurent globalement favorables. Un niveau d'incertitudes élevé persiste toutefois et concerne tout particulièrement la réapparition de nouveaux variants ainsi que les disparités entre pays en matière de déploiement de la vaccination. Aux Etats-Unis, la croissance devrait s'établir à 5,9% cette année, portée par le progrès de la campagne de vaccination et la forte impulsion budgétaire. En 2022, elle devrait revenir à 3,2%. Dans la zone euro, la croissance ressortirait à 5,2% sur l'ensemble de l'année 2021, puis à 3,8% en 2022 et le Royaume-Uni est prévu de connaître une croissance de 6,3% en 2021, suivie d'un ralentissement à 3,2% en 2022.

Dans les principaux pays émergents, la croissance en Chine s'accélérait nettement en 2021 puis retrouverait un rythme en ligne avec la politique de rééquilibrage de l'économie, soit autour de 5%. En Inde, la croissance de 2021 a été révisée à la baisse, en lien avec la deuxième vague qui a mis à mal l'économie au cours des mois d'avril et de mai de cette année, avant de s'accélérer à 12,7% en 2022. Pour sa part, l'économie brésilienne devrait profiter d'une stabilisation de sa situation sanitaire et d'une amélioration des termes de l'échange cette année, mais sa croissance resterait limitée en 2022, sous l'effet de la lenteur de la vaccination et des incertitudes politiques.

Au niveau de la politique monétaire, la normalisation a commencé dans certaines économies émergentes et est de plus en plus d'actualité dans les économies avancées, dans un contexte de reprise de l'activité économique, d'amélioration du marché du travail et de fortes pressions inflationnistes, quoique jugées comme temporaires. Si la BCE et la FED ont décidé, lors de leurs dernières réunions, de garder inchangés leurs taux directeurs et de poursuivre leurs programmes d'achats d'actifs, cette dernière a récemment annoncé son intention de commencer à réduire son programme en 2021 et ce, à condition que les progrès vers la réalisation de ses objectifs de stabilité des prix et d'emploi maximum se poursuivent. En parallèle, des efforts de soutien budgétaire continuent d'être déployés par les gouvernements, avec notamment de nouveaux plans aux Etats-Unis.

Pour ce qui est des marchés des matières premières, l'ouverture des économies se traduit par une forte demande sur les produits énergétiques, alors que la hausse de la production reste limitée. En conséquence, le prix du pétrole s'est inscrit récemment en hausse, avec un cours du Brent qui devrait rebondir à 68,1 USD/bl en moyenne en 2021 puis à 68,5 USD/bl en 2022. Pour ce qui est du phosphate et dérivés, les cours ont enregistré sur les neuf premiers mois de l'année des niveaux plus élevés que les prévisions annuelles de la Banque mondiale d'avril. Quant aux produits alimentaires, les conditions climatiques défavorables, la demande accrue de la Chine et les perturbations des chaînes d'approvisionnement maintiendraient les prix à des niveaux élevés en 2021, avant de s'atténuer en 2022 à mesure que ces effets se dissipent.

Le renchérissement des matières premières, conjugué à la reprise de l'activité économique et à la hausse du coût du fret ont engendré une intensification des pressions inflationnistes. Aux Etats-Unis, l'inflation

devrait s'accélérer à 4,4% sur l'ensemble de cette année, avant de ralentir légèrement à 4,2% en 2022. Dans la zone euro, elle atteindrait 2,3% cette année et 1,9% en 2022.

Au niveau national, cette année devrait connaître une reprise des échanges extérieurs de biens, un niveau faible des recettes voyages ainsi qu'une poursuite de la dynamique haussière des transferts des MRE. Le déficit du compte courant terminerait l'année à 2,5% du PIB, après 1,5% en 2020. En 2022, la reprise des échanges devrait se consolider aussi bien pour les biens que pour les services, et le déficit du compte courant reviendrait à 1,4% du PIB. Quant aux recettes d'IDE, elles devraient avoisiner 3% du PIB sur l'horizon de prévision. Tenant compte notamment de l'allocation de DTS dont a bénéficié le Maroc et des hypothèses d'entrées de dons de 3 milliards de dirhams en 2021 et de 1,6 milliard en 2022 et de financements extérieurs prévus du Trésor à l'international, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 335 milliards à fin 2021 et à 345,1 milliards à fin 2022, soit l'équivalent de plus de 7 mois d'importations de biens et services.

S'agissant des finances publiques, la situation budgétaire devrait s'améliorer bien qu'à un rythme plus lent que prévu lors de l'exercice de juin en liaison essentiellement avec la révision à la hausse des dépenses courantes. En effet, après s'être établi à 7,6% du PIB en 2020, le déficit budgétaire devrait se situer, selon les projections de BAM, à 7,3% du PIB en 2021 et à 6,8% en 2022.

Les conditions monétaires resteraient accommodantes et le crédit au secteur non financier devrait s'accroître de 3,7% cette année et de 3,8% en 2022. Pour sa part, et après une appréciation en 2021, le taux de change effectif réel devrait de se déprécier en 2022.

Tirant profit de la réouverture de l'économie, des progrès notables de la campagne de vaccination, de la très bonne campagne agricole, du stimulus budgétaire et des conditions monétaires accommodantes, l'économie nationale rebondirait de 6,2% en 2021, après une contraction de 6,3% une année auparavant. Cette amélioration reflète un net accroissement de 18,8% de la valeur ajoutée agricole et une progression de 4,6% de celle des activités non agricoles. En 2022, BAM table sur une consolidation de la croissance à 3%, recouvrant une baisse de 3,3% de la valeur ajoutée du secteur agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne, et une hausse de 3,6% de celle des activités non agricoles. Du côté de la demande, la croissance devrait être portée par sa composante intérieure, tandis que la participation à la croissance des exportations nettes en volume ressortirait en moyenne négative.

Dans ce contexte, l'inflation devrait s'accélérer de 0,7% en 2020 à 1,2% en 2021 puis à 1,6% en 2022, reflétant notamment un rebond de sa composante sous-jacente à court terme qui devrait se modérer graduellement sur l'horizon de prévision.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

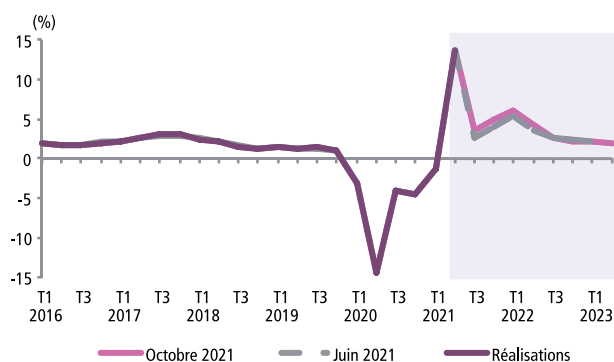
Malgré la vague du variant Delta, les perspectives restent favorables quoiqu' entourées d'incertitudes

En dépit de la forte propagation du variant Delta de la Covid-19 et de la réintroduction ou du prolongement des mesures restrictives dans certains pays, les perspectives économiques mondiales demeurent favorables. Elles restent néanmoins entourées d'incertitudes en lien avec la réapparition de nouveaux variants. Tenant compte de la récente hausse des contaminations et des effets des dernières restrictions sanitaires, la prévision de la croissance mondiale pour l'année 2021 a été légèrement révisée à la baisse à 6,2%. Elle devrait par la suite décélérer à 4,1% en 2022.

Aux Etats-Unis, la croissance s'établirait à 5,9% cette année, portée par le progrès de la campagne de vaccination et la forte impulsion budgétaire et reviendrait à 3,2% en 2022. Dans la zone euro, les perspectives se sont nettement améliorées. La croissance ressortirait ainsi à 5,2% sur l'ensemble de l'année 2021, puis à 3,8% en 2022. Au Royaume-Uni, grâce au déploiement rapide de la vaccination et à l'ouverture de l'économie, elle s'établirait à 6,3% en 2021, avant de reculer à 3,2% en 2022.

Dans les principales économies émergentes, la croissance en Chine atteindrait 8,6% en 2021 puis devrait retrouver un rythme en ligne avec la politique de rééquilibrage, soit autour de 5%. En Inde, le PIB devrait s'accroître de 8% en 2021, en révision à la baisse en lien avec la deuxième vague qui a mis à mal l'économie au cours des mois d'avril et de mai de cette année, et s'accélérait à 12,7% en 2022. Au Brésil, l'économie s'accroîtrait de 5,4% en 2021, à la faveur d'une stabilisation attendue de la situation sanitaire et d'une amélioration des termes de l'échange, pour se limiter ensuite à 1% en 2022, sous l'effet de la lenteur de la vaccination et des incertitudes politiques.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Source : GPMN¹, septembre 2021.

Graphique 7.2 : Croissance aux Etats-Unis



¹ Global Projection Model Network.

Poursuite des soutiens monétaire et budgétaire et appréciation de l'euro face au dollar

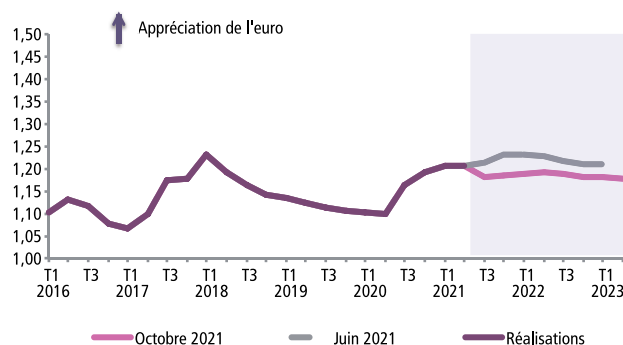
Dans un contexte d'amélioration des conditions économiques et d'intensification des pressions inflationnistes, la normalisation des politiques monétaires a commencé dans plusieurs économies émergentes et est de plus en plus d'actualité dans les économies avancées. En effet, la FED a décidé, à l'issue de sa réunion du 22 septembre, de garder inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0%-0,25%] et a déclaré, néanmoins, entamer bientôt le ralentissement de son programme d'achat d'actifs à condition que les progrès vers les réalisations de ses objectifs de stabilité des prix et d'emploi maximum se poursuivent.

Maintenant son orientation ultra accommodante, la BCE a décidé, à l'issue de sa réunion du 9 septembre, de garder inchangés ses taux directeurs à 0%. Elle a également conservé le rythme de ses achats mensuels à 20 milliards d'euros par mois pour son programme APP et a déclaré continuer son programme PEPP au moins jusqu'à mars 2022. Il est à noter que la BCE a révisé, le 8 juillet, sa stratégie de politique monétaire avec notamment l'adoption d'une cible symétrique de 2% à moyen terme pour l'inflation. Ainsi, toute déviation par rapport à cette dernière qu'elle soit positive ou négative, est perçue comme indésirable.

En parallèle, des efforts de soutien budgétaire continuent d'être déployés par les gouvernements. Aux Etats-Unis, et après "le plan de sauvetage américain", le projet de loi du plan d'investissement "Infrastructure Investment and Jobs Act" est en phase de négociation. Un nouveau volet du plan relatif à « l'investissement humain » pourrait être approuvé d'ici la fin d'année. Le plan "Infrastructure Investment and Jobs Act" vise l'investissement en infrastructures du pays, notamment le financement dans les transports en commun, les routes, les ponts, l'eau potable, et l'internet à haut débit. Au niveau de l'Union européenne, la Commission a commencé la mise en œuvre de son programme phare "Next Generation EU" (750 milliards d'euros), avec les versements au profit de plusieurs pays dont notamment l'Allemagne (2,25 milliards), la France (5,1 milliards), l'Espagne (9 milliards) et l'Italie (24,9 milliards). Pour financer ce programme, elle a également procédé à des émissions de bons avec un montant de 45 milliards d'euros en juin et juillet et qui devraient atteindre 80 milliards d'ici la fin de l'année.

Sur les marchés de change, l'euro devrait s'apprécier de 4,8% à 1,19 dollar en moyenne en 2021 et rester autour de ce niveau en 2022, prévisions en légère révision à la baisse, comparativement aux projections de l'exercice de juin, en lien en partie avec une meilleure performance économique aux Etats-Unis comparativement à la zone euro.

Graphique 7.3 : Taux de change USD/EUR



Source : GPMN, septembre 2021.

Renchérissement des matières premières et accélération de l'inflation

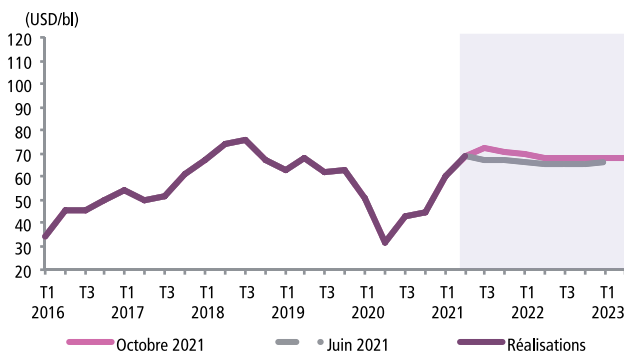
L'ouverture des économies se traduit par une forte demande sur les produits énergétiques, alors que la hausse de la production reste limitée. En conséquence, le prix du pétrole s'est inscrit récemment en hausse, avec un cours du Brent qui devrait rebondir de 61% à 68,1 USD/bl en moyenne en 2021, puis à 68,5 USD/bl en 2022.

Pour ce qui est du phosphate et dérivés, les prix ont atteint au cours des neuf premiers mois de l'année 2021, une moyenne de 111,25 USD/t pour le phosphate brut et de 563 USD/t pour le DAP contre des prévisions respectives de 90 USD/t et de 450 USD/t pour l'ensemble de l'année 2021, selon la Banque mondiale. En 2022, le prix du phosphate devrait connaître une hausse de 2,1% tandis que celui du DAP baisserait de 5,6%.

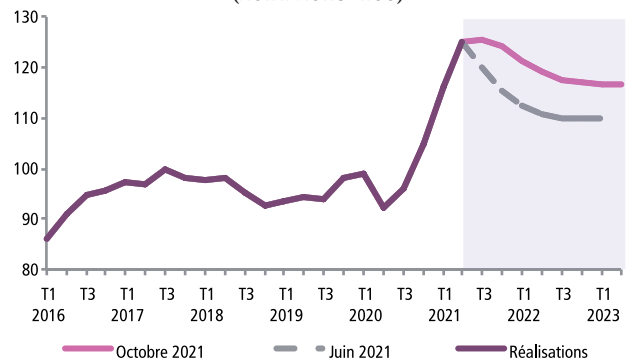
Concernant les denrées alimentaires, l'indice FAO des prix des produits alimentaires a augmenté de 14,8% entre janvier et septembre 2021, reflétant une accélération des cours du sucre, de la viande et des huiles végétales. Les conditions climatiques défavorables, la demande accrue de la Chine et les perturbations des chaînes d'approvisionnement notamment au Brésil, devraient maintenir les prix à un niveau élevé en 2021, avant de s'atténuer en 2022 à mesure que ces effets se dissipent.

Dans ce contexte, l'évolution des prix à la consommation a été marquée par une accélération aussi bien dans les principaux pays avancés qu'émergents. Ces pressions inflationnistes s'expliquent en grande partie par la reprise de l'activité économique, les goulets d'étranglement de certaines chaînes d'approvisionnement, la hausse du coût du fret et le rebond des cours des matières premières. Aux Etats-Unis, l'inflation est passée depuis le début de l'année de 1,4% en janvier à un pic de 5,4% en juin et juillet, dans un contexte marqué par une augmentation de la demande favorisée notamment, par la réouverture de l'économie et les transferts aux ménages, avant de ralentir légèrement à 5,3% en août. Elle devrait ainsi ressortir à 4,4% en moyenne en 2021, avant de ralentir légèrement à 4,2% en 2022. De même, dans la zone euro, elle s'est inscrite dans une tendance haussière depuis janvier 2021 pour s'établir à 3,4% en septembre. En plus du renchérissement des matières premières, cette hausse s'explique par l'effet de base, la hausse de la TVA en Allemagne ainsi que par la modification des poids des différentes composantes de l'IPCH. Elle s'établirait à 2,3% en 2021 avant de ralentir à 1,9% en 2022.

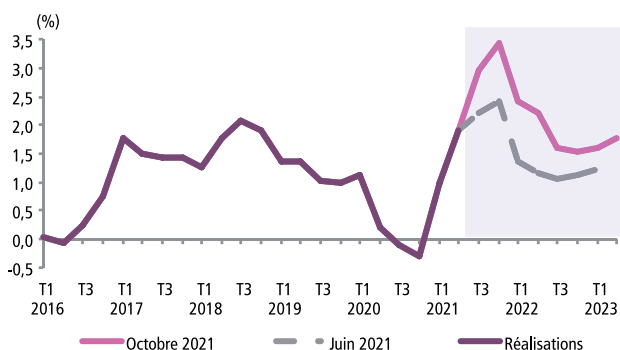
Graphique 7.4 : Prix du Brent



Graphique 7.5 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2014-2016=100)



Graphique 7.6 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.7 : Inflation aux Etats-Unis



Source : GPMN, septembre 2021.

Une production céréalière de 103,2 millions de quintaux en 2020-2021 et une récolte moyenne retenue en 2021-2022

La campagne agricole 2020-2021 a été marquée par des conditions climatiques très favorables. La production céréalière s'est élevée, selon le Département de l'Agriculture, à 103,2 millions de quintaux (MQx), en hausse de 221% par rapport à la campagne précédente et de 63,5% comparativement à la moyenne des cinq dernières années. Parallèlement, les autres cultures végétales affichent un état globalement favorable et le secteur de l'élevage devrait se redresser, après deux campagnes de sécheresse, à la faveur des disponibilités fourragères sur parcours ainsi que de la bonne campagne céréalière.

Pour la campagne 2021-2022, les hypothèses d'une récolte céréalière moyenne de 75 MQx et d'une poursuite de l'évolution tendancielle des autres cultures sont retenues.

7.2 Projections macroéconomiques

Reprise des échanges extérieurs et hausse exceptionnelle des transferts des MRE en 2021

Tenant compte notamment des données à fin août, le déficit du compte courant devrait s'établir à 2,5% en 2021 après 1,5% en 2020, avant de s'alléger à 1,4% en 2022. En 2021, les exportations de biens devraient poursuivre leur hausse s'établissant à 22,6%, tirées principalement par la progression des ventes des secteurs de la construction automobile et du phosphate et dérivés. En parallèle, les importations devraient afficher un accroissement de 19,6%, attribuable essentiellement aux hausses des achats de biens d'équipement et de consommation. Pour ce qui est des recettes voyages, les restrictions sanitaires continuent de peser sur leur reprise avec une baisse prévue de 8,6% en 2021. A l'inverse, après une augmentation de 4,9% en 2020, les transferts des MRE devraient ressortir en accroissement de 27,7% cette année. S'agissant des recettes d'IDE, elles s'établiraient à l'équivalent de 3% du PIB après 2,5% en 2020.

Sous l'hypothèse d'un montant de dons de 3 milliards de dirhams et tenant compte notamment de financements extérieurs prévus du Trésor ainsi que de l'allocation de DTS de 10,8 milliards de dirhams, les avoirs officiels de réserve devraient terminer l'année à 335 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 7 mois et 7 jours d'importations de biens et services.

En 2022, le rythme de progression des exportations devrait se consolider à 5,9%, soutenu notamment par la hausse des ventes de la construction automobile. Les importations progresseraient de 4%, avec en particulier un alourdissement de la facture énergétique. Les recettes voyages, tout en restant à des niveaux inférieurs à ceux d'avant crise, devraient passer de 33,3 milliards de dirhams en 2021 à 60,7 milliards en 2022. La hausse des transferts des MRE devrait, quant à elle, s'interrompre avec une diminution de 5% à 82,7 milliards. Concernant les recettes d'IDE, elles devraient se maintenir à l'équivalent de 3% du PIB.

Sous l'hypothèse d'entrées de dons de 1,6 milliard de dirhams et tenant compte notamment de financements extérieurs prévus du Trésor en 2022, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 345,1 milliards de dirhams, soit l'équivalent de 7 mois et 14 jours d'importations de biens et services.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations						Prévisions		Ecart (oct./juin)	
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2021	2022
Exportations de biens (FAB)	8,6	3,5	10,3	10,7	3,3	-7,6	22,6	5,9	8,1	0,3
Importations de biens (CAF)	-4,9	10,3	6,7	9,9	2,0	-14,0	19,6	4,0	3,0	1,0
Recettes de voyage	-1,4	5,0	12,3	1,2	7,8	-53,7	-8,6	82,1	-30,3	39,1
Transferts des MRE	4,8	4,0	5,3	-1,5	0,1	4,9	27,7	-5,0	20,1	-7,8
Solde du compte courant (en % du PIB)	-2,1	-4,1	-3,4	-5,3	-3,7	-1,5	-2,5	-1,4	1,3	1,1
Avoirs officiels de réserve en mois d'importations de biens et services	6,1	6,4	5,6	5,4	6,9	7,4	7,2	7,5	0,0	0,0

*Chiffres actualisés.

Sources : Données Office des Changes et prévisions BAM.

Conditions monétaires favorables et consolidation de la croissance du crédit bancaire au secteur non financier

Le niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux sur l'horizon de prévision devrait atténuer l'effet prévu de l'appréciation du taux de change effectif en termes nominaux en 2021. Dans ces conditions, le taux de change effectif réel devrait s'apprécier de 0,4% en 2021 avant de se déprécier de 1,9% en 2022.

Sur la base des évolutions prévues des réserves de change et de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité bancaire devrait s'établir à 58,2 milliards dirhams à fin 2021 et à 64,9 milliards à fin 2022. Quant au crédit bancaire au secteur non financier, sa progression a décéléré de 4,1% en juin à 3,2% en moyenne en juillet et août 2021, traduisant principalement le ralentissement des concours aux entreprises non financières privées. En termes de perspectives, et tenant compte des prévisions de la croissance économique et des anticipations du système bancaire, il devrait s'accroître de 3,7% en 2021 et de 3,8% en 2022. Dans ces conditions, et tenant compte de l'évolution des autres contreparties de la masse monétaire, la progression de l'agrégat M3 devrait ralentir à 5,5% en 2021 puis à 4,6% en 2022.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations				Prévisions		Ecart (oct./juin)	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2021	2022
Crédit bancaire au secteur non financier	3,8	3,1	5,5	3,9	3,7	3,8	0,2	0,0
M3	5,5	4,1	3,8	8,5	5,5	4,6	0,5	0,1
Besoin de liquidité, en MMDH	-40,9	-69,0	-62,3	-67,0	-58,2	-64,9	6,6	6,5

Atténuation du déficit budgétaire sur l’horizon de prévision, mais à un rythme plus lent que prévu

En 2021, le déficit budgétaire devrait s’établir à 7,3% du PIB, en creusement de 0,2 point par rapport aux prévisions de juin. Cette prévision intègre les nouvelles estimations annoncées par le Ministère de l’Economie et Finances (MEFRA) au niveau de sa programmation pluriannuelle 2022-2024, dont une révision à la hausse de la masse salariale et des dépenses des autres biens et services. Du côté des recettes, certains impôts et taxes ont été ajustées à la hausse tenant compte notamment d’une amélioration plus importante que prévu de l’activité économique.

Pour l’année 2022, le déficit budgétaire devrait se situer à 6,8% du PIB, en aggravation de 0,2 point de pourcentage par rapport à l’exercice de juin 2021. L’actualisation des projections fait ressortir une augmentation plus importante que prévu des dépenses de biens et services et de l’investissement, intégrant les éléments de la programmation budgétaire pluriannuelle publiés par le MEFRA.

Rebond de l’économie nationale en 2021

Eu égard au progrès notable de la campagne de vaccination, à la réouverture de l’économie, à la très bonne campagne agricole, au stimulus budgétaire et aux conditions monétaires accommodantes, les indicateurs conjoncturels disponibles poursuivent leur amélioration à des rythmes meilleurs qu’attendu en juin.

Dans ce contexte, l’économie nationale renouerait avec la croissance cette année avec un taux de 6,2%, reflétant notamment une hausse de 18,8% de la valeur ajoutée agricole et un net accroissement de 4,6% de celle des activités non agricoles. Cette dernière devrait être tirée par le redressement de l’activité industrielle et de celle de l’énergie électrique ainsi que par la reprise des secteurs du tourisme et du transport. Du côté de la demande, la croissance devrait être portée par sa composante intérieure. Celle-ci gagnerait en dynamisme, à la faveur du redressement prévu des revenus agricoles et non agricoles, de la hausse des transferts des MRE et de la poursuite de l’orientation accommodante de la politique monétaire. En revanche, la participation des exportations nettes à la croissance ressortirait négative, l’augmentation prévu des importations, en volume, de biens et services devant plus que compenser le rebond attendu des exportations.

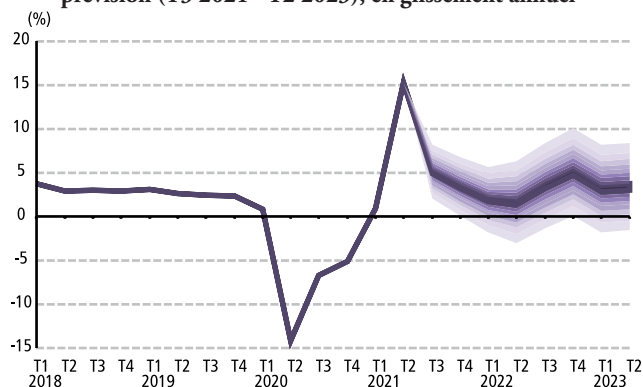
En 2022, la croissance se consoliderait à 3%, recouvrant une baisse de 3,3% de la valeur ajoutée agricole, sous l’hypothèse d’un retour à une production céréalière moyenne, et une hausse de 3,6% de celles des activités non agricoles. Du côté de la demande, cette évolution reflète un ralentissement de la croissance des différentes composantes de la demande intérieure tandis que la contribution négative des exportations nettes, en volume, devrait se dissiper.

Tableau 7.3 : Croissance économique

Variation en %	Réalizations					Prévisions		Ecart (oct./juin)	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2021	2022
Croissance nationale	1,1	4,2	3,1	2,6	-6,3	6,2	3,0	0,9	-0,3
VA agricole	-13,7	15,2	3,7	-5,8	-8,6	18,8	-3,3	1,2	-1,3
VA non agricole	2,1	2,9	2,9	3,9	-5,8	4,6	3,6	1,0	-0,2
Impôts sur les produits nets des subventions	8,8	3,1	4,6	1,9	-7,6	5,4	5,3	0,4	0,8

Sources : données du HCP et prévisions BAM.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T3 2021 - T2 2023), en glissement annuel *

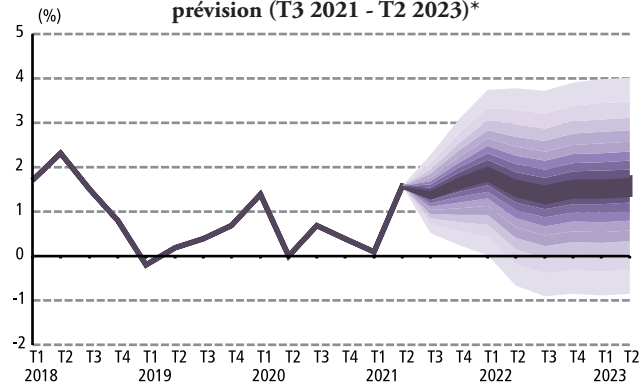


* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Accélération de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision tout en restant à des niveaux modérés

Après un taux faible de 0,7% en 2020, l'inflation devrait s'accélérer à 1,2% en 2021 puis à 1,6% en moyenne en 2022, portée par le renchérissement prévu des carburants et lubrifiants et le rebond attendu de sa composante sous-jacente. Cette dernière devrait s'accélérer de 0,5% à 1,4% en moyenne en 2021, reflétant des hausses des cours mondiaux de certains produits alimentaires qui y sont inclus et la reprise prévue de la demande intérieure. Elle devrait se modérer graduellement sur l'horizon de prévision, tout en évoluant à un niveau élevé à 2,1% en moyenne en 2022, à la faveur de la poursuite attendue d'une croissance soutenue de la demande intérieure et, dans une moindre mesure, de la dépréciation du taux de change effectif réel.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T3 2021 - T2 2023)*



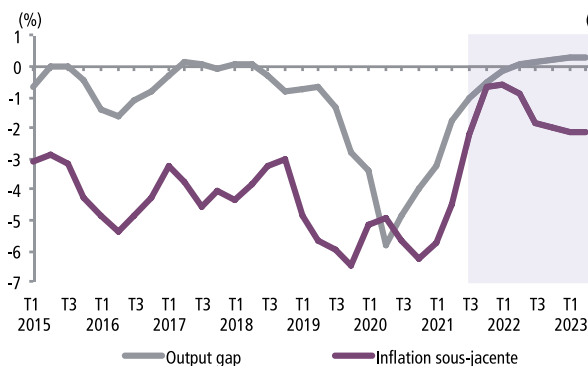
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente

	Réalizations				Prévisions			Ecart (oct./juin)	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Horizon de 8 trimestres (T3 2021-T2 2023)	2021	2022
Inflation	0,7	1,6	0,2	0,7	1,2	1,6	1,6	0,2	0,4
Inflation sous-jacente	1,3	1,3	0,5	0,5	1,4	2,1	2,0	0,2	0,6

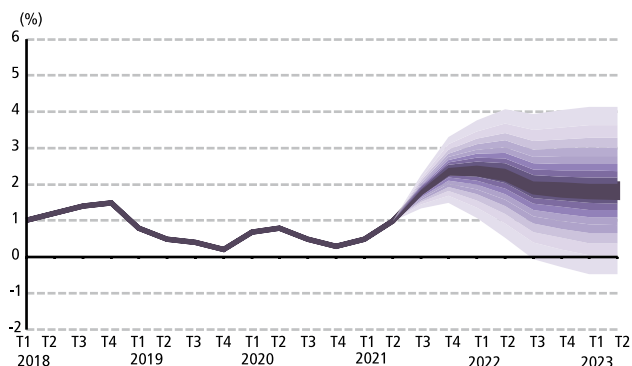
Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

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



Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T3 2021 - T2 2023)*



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

7.3 Balance des risques

Les risques entourant les perspectives demeurent considérables, et peuvent, en cas de leur matérialisation, affecter les projections du scénario centrale. Ainsi, la balance des risques ressort équilibrée pour la croissance et à la hausse pour l'inflation.

S'agissant de la croissance, le rythme accéléré de la campagne de vaccination, la réouverture de l'économie marocaine, d'une part, et le maintien de l'orientation accommodante de la politique monétaire ainsi que des effets positifs escomptés de l'opérationnalisation du Fonds Mohammed VI pour l'investissement de l'autre, renforcent l'optimisme quant à une reprise plus prononcée de l'activité économique. Toutefois, plusieurs risques liés à l'apparition de nouveaux variants du virus, à la recrudescence des contaminations et aux disparités entre pays en termes du rythme de déploiement de vaccins pourraient peser sur les perspectives de la reprise tant au niveau national qu'international. En ce qui concerne l'inflation, les risques à la hausse dominant. En effet, la persistance du renchérissement des matières premières et de certains produits alimentaires, et l'augmentation des coûts de transport, et la flambée des prix des produits énergétiques, ainsi que les goulets d'étranglement de certaines chaînes d'approvisionnement et une plus forte demande pourraient entraîner une hausse plus élevée que prévue des prix à la consommation.

LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS

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

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

LISTE DES GRAPHIQUES

Graphique 1.1	: Evolution de quelques indicateurs à haute fréquence aux Etats-Unis et dans la zone euro	18
Graphique 1.2	: Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées.....	19
Graphique 1.3	: Evolution du VIX et du VSTOXX	19
Graphique 1.4	: Evolution des taux de rendement des obligations d'Etat à 10 ans	19
Graphique 1.5	: Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro	19
Graphique 1.6	: Evolution du taux de change euro/dollar	20
Graphique 1.7	: Cours mondial du Brent et du Gaz naturel-UE	21
Graphique 1.8	: Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie	21
Graphique 1.9	: Evolution des prix mondiaux du phosphate et des engrais	21
Graphique 1.10	: Evolution de l'inflation aux Etats-Unis et dans la zone euro	22
Graphique E.1.1.1	: Evolution de l'inflation	23
Graphique E.1.1.2	: Indice des matières premières.....	23
Graphique 2.1	: Evolution des exportations du secteur automobile janvier-août	24
Graphique 2.2	: Evolution des recettes de voyage	26
Graphique 2.3	: Evolution des transferts MRE	26
Graphique 3.1	: Evolution du taux interbancaire	28
Graphique 3.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	29
Graphique 3.3	: Variation du coût de financement des banques.....	29
Graphique 3.4	: Evolution du taux de change du dirham.....	30
Graphique 3.5	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel	30
Graphique 3.6	: Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire	31
Graphique 3.7	: Variation en glissement annuel du crédit.....	31
Graphique 3.8	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	31
Graphique 3.9	: Evolution de l'offre et de la demande	32
Graphique 3.10	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme	32
Graphique 3.11	: Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	33
Graphique 3.12	: Evolution quotidienne de l'indice MASI.....	33
Graphique 3.13	: Evolution des indices sectoriels au troisième trimestre 2021	33
Graphique 3.14	: Evolution des bons du Trésor	34
Graphique 3.15	: Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	34
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.....	37
Graphique 4.5	: Solde budgétaire à fin août	37
Graphique 4.6	: Solde budgétaire et financement à fin août	38
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor	38
Graphique 5.1	: Evolution des dépenses de consommation	39
Graphique 5.2	: PIB par composante	40
Graphique 5.3	: Contributions des branches d'activité à la croissance	40
Graphique 5.4	: Indice du salaire moyen dans le secteur privé	41
Graphique 5.5	: SMIG horaire en termes nominaux et réels	42
Graphique 5.6	: Output-gap global	42
Graphique 6.1	: Inflation et inflation sous-jacente.....	43
Graphique 6.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	44
Graphique 6.3	: Evolution du cours à l'international du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants.....	44
Graphique 6.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	45

Graphique 6.5	: Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	45
Graphique 6.6	: Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	46
Graphique 6.7	: Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises ...	46
Graphique 6.8	: Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier	46
Graphique 6.9	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier.....	46
Graphique 6.10	: Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle	47
Graphique 7.1	: Croissance dans la zone euro.....	50
Graphique 7.2	: Croissance aux Etats-Unis	50
Graphique 7.3	: Taux de change USD/EUR	51
Graphique 7.4	: Prix du Brent.....	52
Graphique 7.5	: Indice FAO des prix des produits alimentaires.....	52
Graphique 7.6	: Inflation dans la zone euro	53
Graphique 7.7	: Inflation aux Etats-Unis	53
Graphique 7.8	: Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T3 2021 - T2 2023).....	56
Graphique 7.9	: Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T3 2021 - T2 2023).....	56
Graphique 7.10	: Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap	57
Graphique 7.11	: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T3 2021 - T2 2023).....	57

LISTE DES TABLEAUX

Tableau 1.1	: Profil trimestriel de la croissance	17
Tableau 1.2	: Evolution du taux de chômage.....	18
Tableau 1.3	: Evolution récente de l'inflation dans les principaux pays avancés	22
Tableau 2.1	: Evolution des exportations.....	25
Tableau 2.2	: Evolution des importations	26
Tableau 2.3	: Evolution de la balance de services	26
Tableau 2.4	: Evolution des investissements directs	27
Tableau 3.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire	28
Tableau 3.2	: Evolution des taux débiteurs.....	29
Tableau 3.3	: Taux créditeurs	29
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires	36
Tableau 4.2	: Evolution et exécution des dépenses publiques	36
Tableau 4.3	: Financement du déficit	38
Tableau 4.4	: Evolution de l'endettement du Trésor	38
Tableau 5.1	: Principaux indicateurs du marché de travail.....	42
Tableau 6.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes	44
Tableau 6.2	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	45
Tableau 7.1	: Principales composantes de la balance des paiements.....	54
Tableau 7.2	: Masse monétaire et crédit bancaire.....	55
Tableau 7.3	: Croissance économique.....	56
Tableau 7.4	: Inflation et inflation sous-jacente.....	57

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 1.1	: Retour des pressions inflationnistes et réactions des banques centrales	22
-------------	---	----