



RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

N° 59 / 2021

DOCUMENT PRÉPARÉ POUR
LE CONSEIL DE BANK AL-MAGRIB
DU 22 JUIN 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	19
1.1 Activité économique et emploi	17
1.2 Conditions monétaires et financières	18
1.3 Prix des matières premières et inflation	21
2. Comptes extérieurs	23
2.1 Balance commerciale	23
2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes	25
2.3 Compte financier	25
3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS	26
3.1 Conditions monétaires	26
3.2 Prix des actifs	30
4. Orientation de la politique budgétaire	33
4.1 Recettes ordinaires	33
4.2 Dépenses	34
4.3 Déficit et financement du Trésor	35
5. Demande, offre et marché du travail	37
5.1 Demande intérieure	37
5.2 Demande extérieure	38
5.3 Offre globale	38
5.4 Marché du travail et capacités de production	39
6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION	41
6.1 Evolution de l'inflation	41
6.2 Perspectives à court terme de l'inflation	44
6.3 Anticipations de l'inflation	45
6.4 Prix à la production	45
7. Perspectives à moyen terme	47
Synthèse	47
7.1 Hypothèses sous-jacentes	49
7.2 Projections macroéconomiques	52
7.3 Balance des risques	56
LISTE DES ABRÉVIATIONS ET SIGLES UTILISÉS	58
LISTE DES GRAPHIQUES	60
LISTE DES TABLEAUX	61
LISTE DES ENCADRÉS	61

بنك المغرب
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 22 juin 2021

1. Le Conseil de Bank Al-Maghrib a tenu le mardi 22 juin sa deuxième session trimestrielle de l'année 2021.
2. Lors de cette réunion, il a examiné et approuvé le rapport annuel sur la situation économique, monétaire et financière du pays, ainsi que sur les activités de la Banque au titre de l'exercice 2020.
3. Il a analysé par la suite l'évolution de la situation sanitaire et la conjoncture économique aux niveaux national et international, ainsi que les projections macroéconomiques de la Banque à moyen terme. Il a estimé à cet égard que la reprise de l'activité se poursuit à un rythme soutenu, favorisée par l'assouplissement des restrictions, les conditions de financement accommodantes et le stimulus budgétaire. Les perspectives restent toutefois entourées d'un niveau élevé d'incertitudes en lien notamment avec l'apparition de nouveaux variants du virus et les disparités entre pays en termes de rythme de vaccination.
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 des taux de 0,7% en 2020 et de 0,1% au premier trimestre de 2021, l'inflation a atteint 1,7% en moyenne au cours des mois d'avril et mai. Sous l'effet de la hausse prévue des cours internationaux du pétrole et de certains produits alimentaires, ainsi que de l'amélioration de la demande intérieure, elle devrait poursuivre son accélération tout en restant à des niveaux modérés, ressortant à 1% sur l'ensemble de cette année et à 1,2% en 2022. Sa composante sous-jacente augmenterait de 0,5% en 2020 à 1,2% en 2021, puis à 1,5% en 2022.
6. Au niveau international, après une contraction de 3,6% en 2020, les perspectives de l'économie mondiale continuent de se renforcer avec une croissance prévue à 6,4% cette année et à 4% en 2022. Dans les principaux pays avancés, après un recul de 3,5%, le PIB réel rebondirait de 6,4% en 2021 puis progresserait de 3,2% en 2022 aux Etats-Unis, tandis que dans la zone euro, il se redresserait de 4,4% puis de 3,5% respectivement et ce, après une baisse de 6,6% en 2020. Sur le marché du travail, la situation connaît une nette amélioration aux Etats-Unis, le taux de chômage devant revenir de 8,1% à 5,8% en 2021 puis à 4,7% en 2022, alors que dans la zone euro, ce taux ressortirait en hausse, passant de 8% à 8,4% cette année avant de diminuer à 7,4% en 2022. Dans les principaux pays émergents, la Chine enregistrerait une accélération de sa croissance de 2% à 9,2% suivie d'une consolidation à 5,1% en 2022, un rythme en ligne avec la politique de rééquilibrage de son économie. En Inde, après un repli de 7,1%, et malgré une forte augmentation des contaminations, le PIB réel marquerait des expansions de 11,5% en 2021 et de 9,8% en 2022, tirées notamment par le renforcement de la demande extérieure.

7. Sur les marchés des matières premières, les perspectives favorables de la demande mondiale devraient maintenir la pression à la hausse sur les cours. Le prix du Brent en particulier devrait clôturer 2021 sur une moyenne de 65,1 dollars le baril, en accroissement de 53,9%, et augmenter à 65,8 dollars en 2022. Concernant les phosphates et dérivés, le prix du phosphate brut s'est inscrit en progression et devrait passer de 76,1 dollars la tonne en 2020 à 90 dollars en 2021 puis à 91,9 dollars en 2022. Pour sa part, le cours du DAP croîtrait de 44% à 450 dollars la tonne cette année et reculerait à 425 dollars en 2022. Pour leur part, les cours des produits alimentaires progresseraient de 20,8% cette année, avant de reculer de 6,4% en 2022.
8. Dans ce contexte, la tendance récente à l'accélération de l'inflation devrait se poursuivre, mais serait de nature temporaire. Aux Etats-Unis, elle atteindrait 3,7% en 2021 et 3,5% en 2022, alors que dans la zone euro, elle s'établirait à 1,8% sur l'ensemble de cette année avant de revenir à 1,2% en 2022.
9. En dépit de ces évolutions, les banques centrales des principales économies avancées laissent présager, dans leurs communications prospectives, le maintien de l'orientation fortement accommodante de leurs politiques monétaires. Ainsi, lors de sa dernière réunion du 10 juin, la BCE a décidé de garder inchangés ses taux d'intérêt directeurs et le rythme de ses achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs, a indiqué prévoir une nette hausse au cours du trimestre prochain de ceux de son programme d'achats d'urgence face à la pandémie et s'est engagée à continuer à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement à plus long terme ciblées. De même, la FED a décidé à l'unanimité, lors de sa réunion des 15 et 16 juin, de garder la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0%-0,25%] tout en indiquant prévoir de la maintenir à ce niveau jusqu'à ce que les conditions du marché du travail aient atteint des niveaux conformes aux évaluations du Comité de l'emploi maximal et que l'inflation ait augmenté à 2% et soit en voie de dépasser modérément ce taux pendant un certain temps. En outre, elle continuera d'augmenter ses avoirs en titres d'au moins 120 milliards de dollars par mois jusqu'à ce que des progrès supplémentaires substantiels soient constatés en matière d'atteinte de ses objectifs. Elle a également annoncé le prolongement de ses lignes temporaires de swap de liquidité en dollar américain avec neuf banques centrales jusqu'au 31 décembre 2021. En revanche, la montée des pressions inflationnistes a conduit certaines banques centrales de pays émergents à relever leurs taux directeurs, comme c'est le cas en particulier au Brésil, en Turquie et en Russie.
10. Au niveau national, les données provisoires des comptes nationaux annuels pour 2020 publiées par le HCP indiquent une contraction de l'économie de 6,3%, au lieu de 7,1% qui ressortait de la moyenne des données trimestrielles. Cette évolution reflète des replis de 8,6% de la valeur ajoutée agricole et de 5,8% de celle des activités non agricoles. En termes de perspectives, la reprise de l'activité économique observée ces derniers mois devrait se poursuivre, soutenue, d'une part, par les mesures de relance budgétaire et l'orientation accommodante de la politique monétaire et, d'autre part, par les progrès notables de la campagne de vaccination et l'assouplissement des restrictions sanitaires. Ainsi, selon les projections de Bank Al-Maghrib, la croissance atteindrait 5,3% cette année, portée par une hausse de 3,6% de la valeur ajoutée des activités non agricoles et un rebond de 17,6% de celle du secteur agricole. Ce dernier reflète notamment les conditions climatiques très favorables qui ont marqué l'actuelle campagne agricole et qui se sont traduites par une augmentation de la production céréalière à 98 millions de quintaux. En 2022, la croissance se consoliderait à 3,3%, avec une poursuite de l'amélioration du rythme des activités non agricoles à 3,8% et une baisse de 2% de la valeur

ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne de 75 millions de quintaux. Sur le marché du travail, les signes de la reprise sont perceptibles avec une atténuation sensible des pertes nettes annuelles d'emploi à 202 mille au premier trimestre 2021 au lieu de 451 mille un trimestre auparavant. Tenant compte d'une entrée nette de 40 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a reculé d'une année à l'autre à 45,5% et le taux de chômage s'est aggravé à 12,5% globalement et à 17,1% en milieu urbain.

11. Sur le plan des comptes extérieurs, les données provisoires à fin avril indiquent une nette reprise du commerce de biens avec des accroissements, en glissement annuel, de 22,3% des exportations et de 10,7% des importations. En parallèle, les recettes voyages ont diminué de 65,7%, alors que les transferts des MRE maintiennent leur résilience notable, avec une progression de 45,3%. La reprise des échanges de biens devrait se poursuivre, les prévisions de Bank Al-Maghrib tablant sur une augmentation des exportations de 14,5% sur l'ensemble de cette année, puis de 5,6% en 2022, tirées principalement par les ventes de la construction automobile et des phosphates et dérivés. En regard, les importations s'accroîtraient de 16,6% en 2021, en lien essentiellement avec un alourdissement de la facture énergétique et une hausse des achats de biens de consommation, avant d'enregistrer un ralentissement de leur rythme à 3% en 2022. Les recettes voyages connaîtraient une reprise graduelle avec l'ouverture des frontières, passant de 36,5 milliards de dirhams en 2020 à 44,4 milliards en 2021 et à 63,4 milliards en 2022. Quant aux transferts des MRE, leur progression resterait soutenue avec un taux de 7,6% à 73,3 milliards en 2021 et de 2,8% à 75,4 milliards en 2022. Dans ces conditions, après une atténuation notable à 1,5% du PIB en 2020, le déficit du compte courant terminerait l'année à 3,8% du PIB avant de s'alléger à 2,6% en 2022. Concernant les recettes des IDE, elles avoisineraient l'équivalent de 3% du PIB en 2021 et en 2022. Tenant compte notamment des tirages extérieurs du Trésor, ainsi que de l'allocation de DTS prévue par le FMI, les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib avoisineraient 328,5 milliards de dirhams à fin 2021 et 338,6 milliards à fin 2022, soit l'équivalent de plus de 7 mois d'importations de biens et services.
12. S'agissant des conditions monétaires, les taux débiteurs ont connu une quasi-stabilité globalement au premier trimestre à 4,45% en moyenne, avec en particulier une augmentation trimestrielle de 21 points de base pour les particuliers et une baisse de 5 points pour les entreprises. En glissement annuel, ils ressortent en repli de 44 points de base en moyenne, un recul qui a concerné toutes les catégories de crédits et d'agents institutionnels. Concernant le crédit bancaire, sa composante destinée au secteur non financier a enregistré un léger ralentissement de son rythme de 4,5% au quatrième trimestre 2020 à 4,1% au premier trimestre 2021, recouvrant une décélération de 5,3% à 4,2% pour les prêts accordés aux entreprises et une amélioration de 3% à 3,7% pour les crédits aux ménages. Tenant compte des perspectives de l'activité économique, elle terminerait cette année avec une progression de 3,5% puis s'accroîtrait de 3,8% en 2022. Pour sa part, et après une appréciation de 0,8% en 2020, le taux de change effectif réel devrait se déprécier de 0,6% en 2021 et de 1,4% en 2022, sous l'effet essentiellement d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux.
13. Pour ce qui est des finances publiques, l'exécution budgétaire au titre des cinq premiers mois de l'année fait ressortir un déficit de 25,1 milliards de dirhams, en légère baisse d'une année à l'autre. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 9,3% tirées par l'augmentation du produit fiscal. En parallèle, les dépenses globales se sont accrues de 1,9% sous l'effet des hausses de 5,2% de la masse salariale et de 18,1% de la charge

de compensation, tandis que l'investissement s'est stabilisé à 28,1 milliards. Considérant la réduction du stock des opérations en instance de 20,6 milliards, le déficit de caisse s'est établi à 45,6 milliards, au lieu de 25,4 milliards à la même période en 2020. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures pour un montant net de 41,9 milliards et par des concours extérieurs nets pour 3,7 milliards. Tenant compte notamment de ces réalisations, le déficit budgétaire devrait, selon les projections de Bank Al-Maghrib, s'atténuer progressivement, revenant de 7,6% du PIB à 7,1% en 2021 et à 6,6% en 2022, alors que l'endettement du Trésor continuerait d'augmenter, passant de 76,4% du PIB en 2020, à 77,8% en 2021 puis à 80% en 2022.

APERÇU GÉNÉRAL

Les avancées dans les campagnes de vaccination anti-Covid et la reprise graduelle des activités dans plusieurs grandes économies continuent d'impacter positivement l'économie mondiale et ses perspectives. Ces dernières restent, toutefois, entourées d'un niveau élevé d'incertitudes liées notamment à l'apparition de nouveaux variants du virus et à la divergence des rythmes de vaccination d'un pays à l'autre.

Les données des comptes nationaux relatives au premier trimestre 2021 font ressortir une poursuite de la reprise amorcée globalement au cours de la deuxième moitié de 2020. Aux Etats-Unis, le PIB a enregistré une hausse de 0,4% en glissement annuel, après un recul de 2,4% un trimestre auparavant, reflétant en particulier une amélioration de la consommation des ménages et de l'investissement. Dans la zone euro, la contraction s'est atténuée de 4,7% à 1,3%, avec une augmentation de 1,2% en France après un recul de 4,6% et une atténuation du repli à 4,3% en Espagne et à 0,8% en Italie. Dans le même sens, le PIB a enregistré une baisse de 6,1% après celle de 7,3% au Royaume-Uni, en lien avec l'amélioration de l'investissement public et de la demande extérieure, ainsi que des progrès rapides dans la campagne de vaccination.

Dans les principaux pays émergents, la Chine a connu, au cours de la même période, une accélération notable de sa croissance à 18,3%, traduisant le renforcement de la demande tant intérieure qu'extérieure. De même, et malgré une forte recrudescence des contaminations, le PIB s'est accru de 3,7% en Inde à la faveur d'une augmentation des dépenses privées et publiques et d'une amélioration de l'investissement. Au Brésil, après quatre trimestres de baisses consécutives, le PIB a marqué une première hausse de 1%, et en Russie, les données du quatrième trimestre de 2020 indiquent une atténuation de la contraction à 1,8% après 3,5% un trimestre auparavant.

Sur le marché du travail, la situation poursuit son amélioration aux Etats-Unis, avec une baisse du taux de chômage à 5,8% en mai et une création de 559 mille emplois. En revanche, dans la zone euro, elle continue de pâtir des séquelles de la pandémie, ce taux s'étant établi à 8% en avril contre 8,1% en mars.

Au niveau des marchés financiers, les indices des places boursières des principales économies avancées ont poursuivi leurs hausses en mai. Le Dow Jones industriels a enregistré une progression mensuelle de 4,2%, l'EuroStoxx 50 de 4,3%, le FTSE 100 de 2,6% et le Nikkei 225 de 0,7%. Quant aux rendements souverains, et après plusieurs mois de hausse, le taux des bons du Trésor américains à 10 ans s'est quasiment stabilisé à 1,6% en mai. Au niveau de la zone euro, les taux assortissant les maturités longues continuent d'augmenter avec des progressions de 11 points de base (pb) à -0,2% pour les bons à 10 ans de l'Allemagne, de 24 pb à 0,1% pour la France, de 15 pb à 0,5% pour l'Espagne et de 19 pb à 0,9% pour l'Italie.

Sur les marchés des changes, l'euro s'est apprécié entre avril et mai de 1,6% face aussi bien au dollar américain qu'au yen japonais tandis qu'il s'est déprécié de 0,2% contre la livre sterling. Pour ce qui est des monnaies des principaux pays émergents, elles se sont globalement renforcées face au dollar au cours de la même période. Concernant le crédit bancaire, son rythme de progression a nettement ralenti revenant de 6,1% en mars à 3,9% en avril aux Etats-Unis, et de 3,6% à 3,2% dans la zone euro.

S'agissant des cours des matières premières, porté par la reprise de la demande mondiale et le respect des réductions de production décidées par les membres de l'OPEP+ avec des taux de conformité dépassant les 100%, le cours du Brent a poursuivi sa tendance haussière en mai, s'établissant en moyenne à 68 dollars le baril, soit une hausse de 5% d'un mois à l'autre et de près de 25% depuis le début de l'année. De même, les cours des produits hors énergie ont augmenté de 50,6% en glissement annuel en mai, avec un accroissement de 85% de ceux des métaux et minerais et de 36,3% pour les produits agricoles. Pour les phosphates et dérivés, leurs prix se sont également accrues en mai, avec des renchérissements de 7,9% pour le phosphate brut, de 5,7% pour le DAP et de 10,4% pour le TSP.

Dans ces conditions, l'évolution des prix a été marquée par un mouvement haussier aussi bien dans les principaux pays avancés qu'émergents. Favorisée par d'autres facteurs, notamment la reprise des embauches et les aides directes aux ménages, l'inflation a poursuivi sa tendance à l'accélération aux Etats-Unis, passant de 4,2% en avril à 5% en mai, rythme le plus rapide depuis août 2008. Dans la zone euro, selon une première estimation de l'Eurostat, elle a augmenté de 1,6% en avril à 2% en mai.

Pour ce qui est des décisions de politique monétaire, et en dépit de ces évolutions, les banques centrales des principales économies avancées laissent indiquer, dans leurs communications prospectives, le maintien de l'orientation fortement accommodante de leurs politiques monétaires. Ainsi, lors de sa dernière réunion du 10 juin, la BCE a décidé de garder inchangés ses taux d'intérêt directeurs et le rythme de ses achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs et d'accroître au cours du trimestre prochain ceux de son programme d'achats d'urgence face à la pandémie. De même, la FED a décidé à l'unanimité, lors de sa réunion des 15 et 16 juin, de garder la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0%-0,25%] tout en indiquant prévoir de la maintenir à ce niveau jusqu'à ce que les conditions du marché du travail aient atteint des niveaux conformes aux évaluations du Comité de l'emploi maximal et que l'inflation ait augmenté à 2% et soit en voie de dépasser modérément ce taux pendant un certain temps. En outre, elle continuera d'augmenter ses avoirs en titres d'au moins 120 milliards de dollars par mois jusqu'à ce que des progrès supplémentaires substantiels soient constatés en matière d'atteinte de ses objectifs. Elle a également annoncé le prolongement de ses lignes temporaires de swap de liquidité en dollar américain avec neuf banques centrales jusqu'au 31 décembre 2021. En revanche, la montée des pressions inflationnistes a conduit certaines banques centrales de pays émergents à relever leur taux directeur, comme c'est le cas en particulier au Brésil, en Turquie et en Russie.

En parallèle, les gouvernements continuent d'apporter un soutien pour faire face aux répercussions économiques et sociales de la pandémie de la Covid-19, avec toutefois un relatif retrait dans certains pays émergents. Aux Etats-Unis, deux grands plans budgétaires, l'« American Jobs Plan » et l'« American Families Plan », d'une enveloppe totale d'environ 4 500 milliards de dollars, ont été proposés. Au niveau de l'Union européenne, suite à l'approbation de l'ensemble des États membres le 31 mai 2021, la Commission va commencer à mobiliser des ressources pour financer la relance de l'Europe dans le cadre du programme « Next Generation EU ». À cette fin, elle a annoncé le 1^{er} juin un plan d'émission d'environ 80 milliards d'euros d'obligations à long terme en 2021, auxquels s'ajouteront des dizaines de milliards d'euros d'EU-Bills à court terme pour couvrir les besoins de financement restants. La première émission obligataire dans ce cadre a été réalisée courant juin pour un montant de 20 milliards d'euros.

Au plan national, les dernières données des comptes nationaux annuels font ressortir une régression du PIB de 6,3% en 2020, au lieu d'une moyenne de -7,1% qui ressort des données des comptes trimestriels. La valeur ajoutée agricole s'est contractée de 8,6% et celle des activités non agricoles de 5,8%. Du côté de la demande, cette évolution recouvre une contribution négative de 6,5 points de pourcentage pour sa composante intérieure et une participation positive de 0,2 point de celle extérieure.

Sur le marché du travail, la situation s'est légèrement améliorée avec une nette atténuation des pertes d'emploi à 202 mille postes, résultat de baisses de 231 mille dans l'agriculture et de 48 mille dans l'industrie y compris l'artisanat, ainsi que d'augmentations de 42 mille dans les services et de 39 mille dans le BTP. Tenant compte d'une entrée nette de 40 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a régressé à 45,5% et le taux de chômage s'est aggravé de 2 points à 12,5% globalement, de 2 points à 17,1% dans les villes et de 1,4 points à 5,3% dans les campagnes.

Les données des échanges extérieurs à fin avril indiquent un allègement en glissement annuel de 2,8 milliards du déficit commercial à 62,8 milliards de dirhams, résultat d'une progression de 22,3% des exportations, plus importante que celle de 10,7% des importations. Le taux de couverture s'est ainsi amélioré de 5,9 points à 62%. La hausse des exportations a concerné l'ensemble des secteurs, hormis celui de l'aéronautique qui a accusé une baisse de 10,8%. En particulier, la dynamique des exportations des phosphate et dérivés s'est poursuivie avec un accroissement de 16,9% et les ventes du secteur automobile ont connu une expansion de 62,6%, due principalement à un effet de base. Pour ce qui est des importations, leur augmentation a été tirée essentiellement par des hausses de 24,7% des achats de produits finis de consommation, de 10% des acquisitions de demi-produits et de 7,1% de celles de biens d'équipement. A l'inverse, la facture énergétique a affiché une quasi stabilité à 20 milliards. En parallèle, impactées par le maintien de la fermeture quasi totale des frontières, les recettes voyages ont diminué de 65,7% à 6,4 milliards, alors que les transferts des MRE maintiennent leur résilience notable, avec une progression de 45,3% à 28,8 milliards. Quant aux principales opérations financières, les recettes d'IDE ont rebondi de 23,7% à 10,6 milliards et les dépenses des investissements directs marocains à l'étranger ont augmenté de 3,2 milliards à 6,5 milliards de dirhams. S'agissant des avoirs officiels de réserves, ils se sont établis à 304 milliards de dirhams à fin avril 2021, représentant ainsi l'équivalent de 6 mois et 28 jours d'importations de biens et services.

Concernant les conditions monétaires, le besoin en liquidité des banques s'est atténué au premier trimestre de 2021 à 63,7 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, contre 91,5 milliards un trimestre auparavant. Par conséquent, Bank Al-Maghrib a réduit le montant de ses injections à 75 milliards. Les conditions monétaires ont été également marquées au cours de la même période par une quasi stabilité du taux débiteur moyen à 4,45%, recouvrant notamment une augmentation de 21 points pour les particuliers et une baisse de 5 points pour les entreprises, ainsi que par une dépréciation du taux de change effectif réel. Pour ce qui est du crédit bancaire au secteur non financier, il a enregistré un léger ralentissement de sa progression de 4,5% au quatrième trimestre à 4,1% au premier, recouvrant une décélération du rythme d'accroissement des prêts accordés aux entreprises et une amélioration des crédits aux ménages.

Pour ce qui est des finances publiques, l'exécution budgétaire au titre des cinq premiers mois de l'année s'est soldée par un déficit global de 25,1 milliards de dirhams, contre 25,9 milliards un an auparavant. Cette évolution résulte principalement de la baisse de 29,6% à 12,9 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor, y compris le solde du Fonds spécial pour la gestion de la pandémie qui a été positif de 18,1 milliards en 2020 et négatif de 3,7 milliards en 2021. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 9,3% à 104,9 milliards, recouvrant une augmentation de 10,4% du produit fiscal et un recul de 15,5% de celui non fiscal. En parallèle, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 2,4% à 114,8 milliards, en liaison essentiellement avec les hausses de 5,2% de celles du personnel, de 21,1% des transferts aux Collectivités Territoriales et de 18,1% de la charge de compensation. Pour leur part, les dépenses d'investissement se sont stabilisées à 28,1 milliards, portant ainsi les dépenses globales à 142,9 milliards, en accroissement de 1,9%. Dans ces conditions, l'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 3,1% par rapport à son niveau à fin décembre 2020. Les conditions de financement du Trésor ressortent, quant à elles, favorables comme en témoigne la tendance baissière des taux moyens pondérés des titres émis par adjudications.

Au niveau du marché des actifs, les prix des biens immobiliers sont ressortis au premier trimestre 2021 en stagnation en glissement trimestriel, recouvrant une baisse de 0,9% des prix du résidentiel et des hausses de 1,4% et de 0,3% de ceux des terrains et des biens à usage professionnel respectivement. En parallèle, après avoir augmenté de 43,1% au quatrième trimestre de 2020, le nombre de transactions a marqué une diminution de 17,4%, traduisant celles du résidentiel et des terrains avec des taux de 21,1% et de 14% respectivement, celui des biens à usage professionnel ayant connu une progression de 2,3%. Au niveau du marché boursier, le MASI s'est apprécié de 1,7% au cours de la même période, reflétant notamment les hausses des indices sectoriels des industries pharmaceutiques de 54,9%, des mines de 11,7%, de l'agroalimentaire de 11,6% et du pétrole et gaz de 7,4%. Pour ce qui est du volume des transactions, il s'est établi à 14,2 milliards de dirhams, contre 22,5 milliards au cours du quatrième trimestre de 2020. Dans ce contexte, la capitalisation boursière a enregistré une hausse trimestrielle de 1,8% à 595,3 milliards de dirhams.

S'agissant des prix à la consommation, et après une progression de 0,1% au cours du premier trimestre, l'inflation est ressortie en augmentation à 1,4% en avril, portée par les accroissements de 23,6% des prix des carburants et lubrifiants et de 0,4% des prix des produits alimentaires à prix volatils. Sa composante sous-jacente est passée à 0,8% en avril après 0,5% en moyenne au cours du premier trimestre.

En termes de perspectives, l'évolution de l'économie mondiale demeure largement tributaire de l'évolution de la situation sanitaire et du soutien budgétaire et monétaire. Après une contraction de 3,6% en 2020, l'économie mondiale devrait enregistrer un rebond à 6,4% en 2021 puis croître de 4% en 2022. Aux Etats-Unis, après un recul de 3,5%, le PIB rebondirait de 6,4%, stimulé par la consommation des ménages et les dépenses budgétaires, puis progresserait de 3,2% en 2022. Dans la zone euro, la croissance devrait se redresser à 4,4% en 2021 et se consolider à 3,5% en 2022. Sur les marchés du travail, le taux de chômage connaîtrait une nette baisse aux Etats-Unis, revenant de 8,1% en 2020 à 5,8% en 2021 puis à 4,7% en 2022, et dans la zone euro, il poursuivrait sa hausse pour atteindre 8,4% en 2021, avant de reculer à 7,4% en 2022.

Dans les principaux pays émergents, la Chine enregistrerait un rebond de sa croissance en 2021 à 9,2% suivi d'une progression de 5,1% en 2022, soit autour de son niveau compatible avec la politique du pays pour le rééquilibrage de l'économie. En Inde, en dépit des retombées économiques négatives de la nouvelle vague de contaminations, le PIB devrait marquer une expansion de 11,5% en 2021 tirée par un renforcement de la demande extérieure, et augmenterait de 9,8% en 2022. Au Brésil, la croissance devrait se limiter à 4,6% en 2021 et à 3% en 2022, le rythme de la reprise demeurant largement tributaire de l'assainissement des finances publiques.

Sur les marchés des matières premières, les perspectives favorables de la demande mondiale tirent les prix du pétrole à la hausse. Le cours du Brent en particulier devrait clôturer 2021 sur une moyenne de 65,1 USD/bl, contre 42,3 USD/bl en 2020, avant d'augmenter à 65,8 USD/bl en 2022. Concernant les prix des produits alimentaires, ils termineraient l'année en progression de 20,8% avant de reculer de 6,4% en 2022. Quant aux phosphates et dérivés, le prix du phosphate brut devrait s'inscrire en hausse sur l'horizon de prévision, passant de 76,1 USD/t en 2020 à 90 USD/t en 2021 puis à 91,9 USD/t en 2022. Pour sa part, le cours du DAP devrait rester élevé en l'absence de productions supplémentaires notamment du Maroc et de l'Arabie saoudite. Il augmenterait de 44% cette année à 450 dollars la tonne en moyenne, avant de reculer de 6% à 425 USD/t en 2022.

Dans ces conditions, l'inflation poursuivrait sa tendance haussière qui devrait toutefois être transitoire. Dans la zone euro, après un taux de 0,3% en 2020, elle ressortirait à 1,8% en moyenne sur l'ensemble de l'année avant de ralentir à 1,2% en 2022. Aux Etats-Unis, elle terminerait l'année sur une moyenne de 3,7%, contre 1,2% en 2020, avant de ralentir à 3,5% en 2022.

Au niveau national, les échanges extérieurs de biens devraient poursuivre leur reprise sur l'horizon de prévision. Les exportations rebondiraient de 14,5% en 2021, puis augmenteraient de 5,6% en 2022, tirées principalement par les ventes de la construction automobile, sous l'hypothèse d'un doublement de capacité de production de l'usine PSA, ainsi que par les expéditions des phosphates et dérivés. En parallèle, les importations s'accroîtraient de 16,6% en 2021, en relation essentiellement avec un alourdissement de la facture énergétique et une hausse des achats de biens de consommation, avant d'enregistrer un ralentissement de leur rythme à 3% en 2022. Les recettes voyages connaîtraient une reprise graduelle pour se situer à 44,4 milliards en 2021, après 36,5 milliards un an auparavant, et à 63,4 milliards en 2022. Quant aux transferts des MRE, leur rythme de progression resterait rapide en 2021, avec une augmentation de 7,6%, avant de se consolider à 2,8% en 2022. Sous l'hypothèse d'entrées de dons de 3 milliards en 2021 et de 1,6 milliard en 2022, le déficit du compte courant, et après une notable atténuation à 1,5% du PIB en 2020, devrait terminer l'année à 3,8% du PIB avant de s'alléger à 2,6% en 2022. Concernant les recettes des IDE, elles avoisineraient l'équivalent de 3% du PIB sur l'horizon de prévision.

Tenant compte notamment des tirages extérieurs du Trésor, ainsi que de l'allocation de DTS prévue par le FMI, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 328,5 milliards à fin 2021 et à 338,6 milliards à fin 2022, soit l'équivalent d'un peu plus de 7 mois d'importations de biens et services. Compte tenu également de l'évolution prévue de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité bancaire devrait s'alléger à 64,8 milliards à fin 2021 avant de s'accroître à 71,4 milliards à fin 2022. Concernant les conditions monétaires, et après une appréciation de 0,8% en 2020, le taux de change effectif réel devrait se déprécier de 0,6% en 2021 et de 1,4% en 2022. Quant au crédit bancaire au secteur non financier, et tenant compte des prévisions de la croissance économique et des anticipations du système bancaire, il s'accroîtrait de 3,5% en 2021 et de 3,8% en 2022.

Pour ce qui est des finances publiques, après s'être établi à 7,6% du PIB en 2020, et tenant compte de la reprise prévue de l'activité économique, le déficit budgétaire, hors privatisation, devrait s'atténuer à 7,1% du PIB en 2021 puis à 6,6% du PIB en 2022. Dans ces conditions, l'endettement du Trésor s'alourdirait de 76,4% du PIB en 2020 à 77,8% du PIB en 2021 et à 80% en 2022.

La reprise de l'activité économique, amorcée au troisième trimestre de 2020, devrait se poursuivre sur l'horizon de prévision, soutenue notamment par l'avancement notable de la campagne de vaccination et l'assouplissement des restrictions sanitaires. De même, les conditions climatiques très favorables qui ont marqué l'actuelle campagne agricole se sont traduites par une hausse de la production céréalière à 98 millions de quintaux (MQx) selon le Département de l'Agriculture. En 2021, la croissance atteindrait 5,3%, avec des hausses de 17,6% de la valeur ajoutée agricole et de 3,6% de celle des activités non agricoles. En 2022, la croissance devrait se consolider à 3,3%, reflétant une baisse de 2% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne de 75 MQx, tandis que les activités non agricoles poursuivraient leur amélioration, avec un accroissement de leur valeur ajoutée prévu à 3,8%.

Dans ce contexte, l'inflation devrait être portée en 2021 par l'amélioration prévue de la demande intérieure et le renchérissement du pétrole et de certains produits alimentaires à l'international. Elle devrait s'accélérer modérément, passant de 0,7% en 2020 à 1% en 2021. En 2022, elle poursuivrait sa hausse pour s'établir à 1,2% en moyenne. Sa composante sous-jacente est prévue en accélération de 0,5% en 2020 à 1,2% en 2021, puis à 1,5% en 2022.

La balance des risques entourant ces perspectives est globalement équilibrée pour la croissance et orientée à la hausse pour l'inflation. Le rythme soutenu de la campagne de vaccination et l'assouplissement des mesures de restrictions au niveau national, d'une part, 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, de l'autre, renforcent l'optimisme quant à une reprise plus vigoureuse de l'activité économique. Néanmoins, le risque lié à l'évolution de la pandémie continue de peser sur les perspectives tant au niveau national qu'international. En effet, une propagation plus rapide des nouveaux variants de la Covid-19 conjuguée à une lenteur ou une poursuite du déploiement asynchrone des campagnes de vaccination dans le monde risquent de ralentir la reprise économique. S'agissant de l'inflation, les risques de pressions haussières plus prononcées qu'attendu restent dominants. En effet, les fortes tensions sur les cours de certaines matières premières, notamment ceux alimentaires et énergétiques, l'augmentation des coûts de transport et une plus forte demande suite à l'assouplissement des restrictions pourraient impliquer des niveaux de prix plus élevés que ceux retenus dans le scénario central de projections.

1. DÉVELOPPEMENTS INTERNATIONAUX

L'ouverture graduelle des activités dans plusieurs grandes économies, grâce aux avancées dans le déploiement des vaccins, continue de renforcer la reprise et d'améliorer les perspectives économiques. Toutefois, le niveau d'incertitudes reste élevé en lien notamment avec la propagation de nouveaux variants du virus et la divergence dans les rythmes de vaccination. Ainsi, les dernières données disponibles indiquent un léger accroissement du PIB au premier trimestre aux Etats-Unis et une atténuation de son recul dans la zone euro et au Royaume-Uni.

Concernant les principaux pays émergents, la Chine a connu un raffermissement significatif de sa croissance, alors qu'en Inde et au Brésil, la reprise a été de moindre ampleur.

Au niveau des marchés de l'emploi, la situation poursuit son amélioration aux Etats-Unis alors que dans la zone euro, elle continue de pâtir des séquelles de la pandémie avec des taux de chômage toujours élevés dans de nombreux pays. Sur les marchés financiers, la tendance haussière constatée sur les places boursières des principales économies avancées s'est poursuivie et les taux obligataires souverains de maturité longue ont globalement augmenté. Pour ce qui est des matières premières, l'évolution des prix a été marquée essentiellement par un net renchérissement des produits énergétiques et des métaux et minerais. Dans ces conditions, un large mouvement inflationniste a été observé notamment aux Etats-Unis.

1.1 Activité économique et emploi

1.1.1 Activité économique

Aux Etats-Unis, la levée progressive des mesures restrictives suite aux avancées dans la campagne de vaccination a eu un impact positif sur la croissance. Après une baisse de 2,4% en glissement annuel au quatrième trimestre de 2020, le PIB a ainsi enregistré une légère hausse de 0,4% au premier trimestre 2021, traduisant en particulier une amélioration de la consommation des ménages et de l'investissement. Pour sa part, la zone euro a connu au premier trimestre une contraction de son PIB de 1,3% en glissement annuel moindre que celle de 4,7% observée un trimestre auparavant. Par pays, la croissance s'est établie à -3,1% après -3,3% en Allemagne, à -0,8% après -6,5% en Italie et à -4,3% contre -8,9% en Espagne. En France, elle est ressortie positive à 1,2% après -4,6%, tirée essentiellement par l'investissement. Au Royaume-Uni, avec les avancées remarquables dans la campagne de vaccination, les données du premier trimestre indiquent une atténuation de la baisse du PIB en glissement annuel revenant de 7,3% à 6,1%, sur fond d'une amélioration de l'investissement public et de la demande extérieure.

A l'inverse, dans un contexte de résurgence des cas de contamination et de lenteur dans le déploiement des vaccins au Japon, le PIB s'est contracté de 1,9%, suite à la baisse de l'investissement et des dépenses privées et publiques.

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

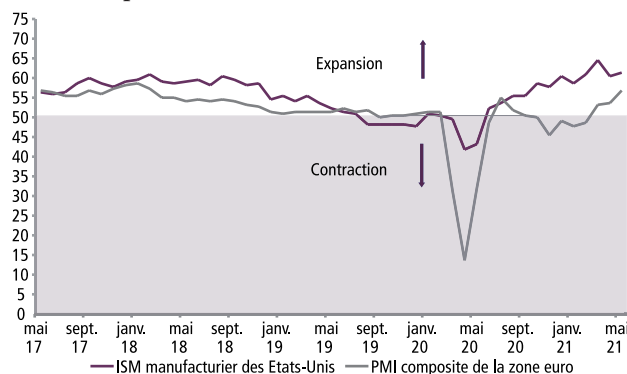
	2018		2019			2020			2021	
	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Pays avancés										
Etats-Unis	2,5	2,3	2,0	2,1	2,3	0,3	-9,0	-2,8	-2,4	0,4
Zone euro	1,2	1,6	1,3	1,4	1,0	-3,3	-14,6	-4,1	-4,7	-1,3
France	1,5	2,1	2,3	2,0	1,0	-5,5	-18,4	-3,5	-4,6	1,2
Allemagne	0,3	1,1	0,1	0,8	0,4	-2,2	-11,2	-3,8	-3,3	-3,1
Italie	0,3	0,3	0,4	0,5	-0,1	-5,8	-18,1	-5,2	-6,5	-0,8
Espagne	2,3	2,2	2,1	1,8	1,7	-4,3	-21,6	-8,6	-8,9	-4,3
Royaume-Uni	1,2	1,7	1,5	1,4	1,2	-2,2	-21,4	-8,5	-7,3	-6,1
Japon	-0,2	0,1	0,3	1,1	-1,3	-2,2	-10,2	-5,6	-1,0	-1,9
Pays émergents										
Chine	6,5	6,3	6,0	5,9	5,8	-6,8	3,2	4,9	6,5	18,3
Inde	5,4	4,9	5,0	4,6	3,4	3,7	-22,4	-7,3	1,0	3,7
Brésil	1,7	1,2	1,5	1,3	1,6	-0,3	-10,9	-3,9	-1,1	1,0
Turquie	-2,7	-2,6	-1,7	1,0	6,4	4,5	-10,3	6,3	5,9	7,0
Russie	3,2	1,3	1,2	2,6	2,9	1,4	-7,8	-3,5	-1,8	-0,7

Source : Thomson Reuters.

Dans les principales économies émergentes, la Chine a enregistré une accélération significative de sa croissance à 18,3% au premier trimestre contre 6,5% un trimestre auparavant, traduisant, outre un effet de base, le renforcement de la demande interne et externe. En Inde, la situation épidémiologique s'est énormément détériorée au cours des derniers mois. La croissance s'est établie à 3,7% après 1%, à la faveur d'un accroissement des dépenses privées et publiques, et d'une amélioration de l'investissement. Quant au Brésil, son PIB s'est accru de 1% au premier trimestre contre une baisse de 1,1%, tiré notamment par un rebond de l'investissement. S'agissant de la Russie, les données du premier trimestre indiquent une nouvelle atténuation du recul du PIB, revenant de 1,8% à 0,7%, sur fond d'amélioration de la production industrielle et du commerce de gros.

Pour ce qui est des indicateurs avancés de l'activité, l'indice PMI composite de la zone euro s'est accru à 57,1 points en mai et l'indice ISM manufacturier des Etats-Unis a augmenté à 61,2.

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



1.1.2 Marché de l'emploi

Aux Etats-Unis, la situation sur le marché du travail poursuit son amélioration, avec une baisse du taux de chômage à 5,8% en mai et des créations d'emplois de 559 mille postes.

En revanche, dans la zone euro, elle continue de pâtir des séquelles de la pandémie, ce taux s'étant établi à 8,0% en avril contre 8,1% en mars. Par pays, il a diminué de 4,5% à 4,4% en Allemagne, de 7,9% à 7,3% en France, et a inversement augmenté de 15,3% à 15,4% en Espagne et de 10,4% à 10,7% en Italie.

Au Royaume-Uni, selon les dernières données disponibles, le taux de chômage est ressorti en légère baisse à 4,8% en février après 4,9% un mois auparavant.

Tableau 1.2: Evolution du taux de chômage

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

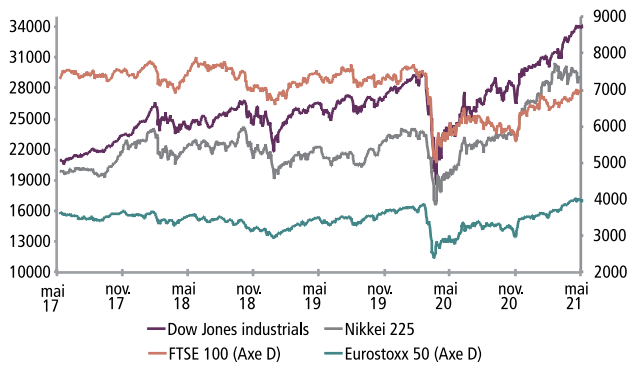
Sources : Eurostat et BLS.

1.2 Conditions monétaires et financières

La tendance haussière observée sur les marchés boursiers s'est globalement poursuivie en mai, portant les principaux indices américains et européens à de nouveaux sommets. Le Dow Jones industriels a enregistré une progression mensuelle de 4,2%, l'EuroStoxx 50 de 4,3%, le FTSE 100 de 2,6% et le Nikkei 225 de 0,7%. En parallèle, la volatilité a continué son atténuation, revenant à 17 en mai aussi bien pour le VSTOXX que le VIX.

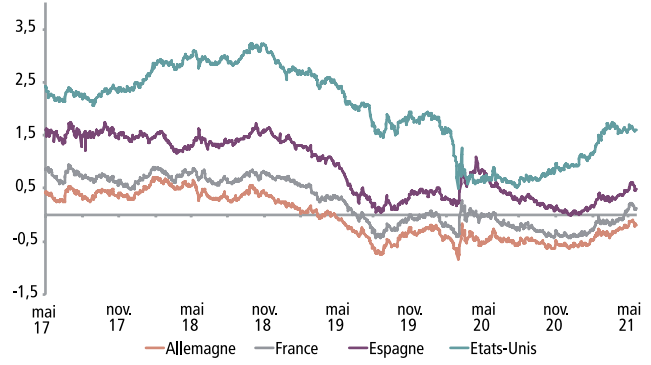
Du côté des pays émergents, à l'exception du MSCI Brésil qui s'est apprécié de 3,6% en mai, les principales bourses ont accusé un repli, avec des taux de 1,8% pour la Chine, de 3% pour l'Inde et de 13,3% pour la Turquie.

Graphique 1.2 : Evolution des principaux indices boursiers des économies avancées



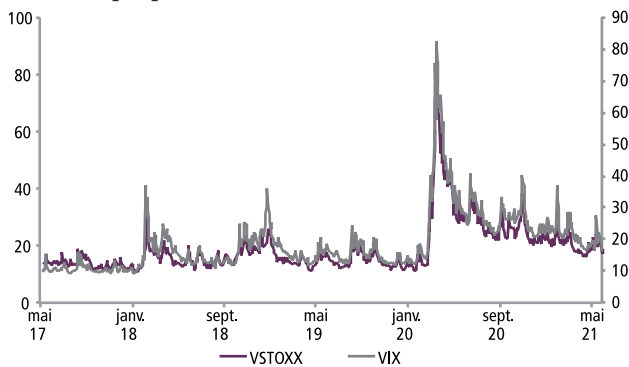
Source : Thomson Reuters.

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



Source : Thomson Reuters.

Graphique 1.3 : Evolution du VIX et du VSTOXX



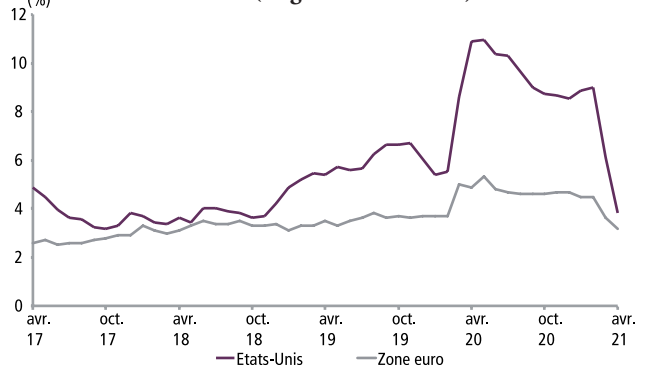
Source : Thomson Reuters.

Au niveau des marchés obligataires souverains, et après plusieurs mois de hausse, le rendement du bon du Trésor américain à 10 ans s'est quasiment stabilisé à 1,6% en mai. Au niveau de la zone euro, le taux à 10 ans a augmenté de 11 points de base (pb) à -0,2% pour l'Allemagne, de 24 pb à 0,1% pour la France, de 15 pb à 0,5% pour l'Espagne et de 19 pb à 0,9% pour l'Italie.

Pour ce qui des principales économies émergentes, ce taux a connu une détente, revenant à 3,2% pour la Chine, à 6% pour l'Inde, à 8,8% pour le Brésil et à 17,5% pour la Turquie.

Sur les marchés interbancaires, entre avril et mai, le Libor dollar à 3 mois a diminué de 0,19% à 0,15%, tandis que l'Euribor de même maturité s'est quasiment stabilisé à -0,54%. Concernant le crédit bancaire, son rythme de progression a nettement ralenti aux Etats-Unis, revenant de 6,1% en mars à 3,9% en avril. De même, dans la zone euro, il a décéléré de 3,6% à 3,2%.

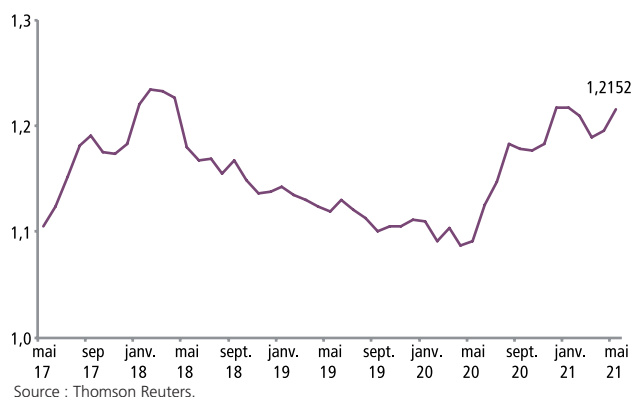
Graphique 1.5 : Evolution du crédit aux Etats-Unis et dans la zone euro (en glissement annuel)



Source : Thomson Reuters.

Sur les marchés de change, entre avril et mai, l'euro s'est renforcé de 1,6% face aussi bien au dollar américain qu'au yen japonais tandis qu'il s'est déprécié de 0,2% contre la livre sterling. Pour les monnaies des principaux pays émergents, elles se sont appréciées vis-à-vis du dollar, avec des gains de 1,4% pour le renminbi chinois, de 4,8% pour le real brésilien et de 1,8% pour la roupie indienne. En revanche, la livre turque a poursuivi sa dépréciation, perdant 2,6% de sa valeur par rapport à avril et près de 13% depuis le début de l'année.

Graphique 1.6 : Evolution du taux de change euro/dollar



Concernant les décisions de politique monétaire, la FED a décidé, lors de sa réunion des 15 et 16 juin, de garder inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0%-0,25%] et prévoit de la maintenir à ce niveau jusqu'à ce que les conditions du marché du travail aient atteint des niveaux conformes avec les évaluations du Comité de l'emploi maximal et que l'inflation ait augmenté à 2% et soit en voie de dépasser modérément ce taux pendant un certain temps. De surcroît, 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. Elle a également réitéré qu'elle s'engage à utiliser tous ses instruments pour soutenir l'économie en ces temps difficiles. A la date du 2 juin courant, la FED a annoncé son intention de commencer à réduire et ce, de manière graduelle et ordonnée, ses actifs acquis via la facilité de crédit aux entreprises sur le marché secondaire, une mesure d'urgence temporaire introduite en mars 2020 et ayant pris fin au terme de la même année.

Pour sa part, la BCE a réaffirmé, le 10 juin, l'orientation accommodante de sa politique monétaire et a maintenu inchangés ses taux d'intérêt directeurs. Elle a en parallèle indiqué poursuivre ses achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (APP) à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros, et a souligné, à propos de son programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP) dont l'enveloppe totale s'élève à

1.850 milliards d'euros, que ses achats se poursuivront au cours du trimestre prochain à un rythme nettement plus élevé que pendant les premiers mois de l'année. Par ailleurs, elle a indiqué qu'elle continuera à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement, en particulier la troisième série d'opérations ciblées de refinancement à plus long terme (TLTRO III).

Quant à la Banque d'Angleterre, son Comité a décidé, le 6 mai, de garder inchangé son taux directeur à 0,1% et de maintenir son stock d'achats d'actifs à 895 milliards de livres sterling dont 875 milliards d'obligations du gouvernement et 20 milliards d'obligations d'entreprises non financières britanniques notées « investment-grade ».

Du côté des pays émergents, à l'issue de sa réunion du 11 juin, la Banque centrale de Russie a de nouveau relevé son taux directeur de 50 pb à 5,5% contre 4,25% fin 2020. Elle a souligné que les pressions inflationnistes accrues dans ce contexte de reprise économique pourraient induire une déviation importante et prolongée de son objectif d'inflation, nécessitant de nouveaux rehaussements du taux lors des prochaines réunions. De même, la Banque centrale du Brésil a porté, le 16 juin, son taux directeur Selic de 3,5% à 4,25%, en indiquant qu'elle prévoit lors de sa prochaine réunion, de poursuivre son processus de normalisation partielle avec un autre ajustement de même ampleur. De son côté, la Banque centrale de la Turquie a décidé, à l'issue de sa réunion du 17 juin, de garder inchangé son taux directeur à 19%. Pareillement, la Banque de réserve de l'Inde a maintenu, le 4 mai, son taux directeur inchangé à 4%, décidant de poursuivre l'orientation accommodante de sa politique monétaire aussi longtemps que nécessaire pour relancer la croissance économique de manière durable et continuer à atténuer l'impact de la Covid-19 sur l'économie, tout en veillant à ce que l'inflation reste dans les limites de son objectif.

1.3 Prix des matières premières et inflation

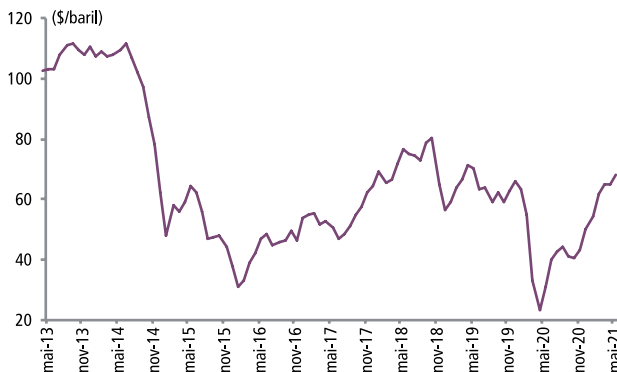
1.3.1 Prix des matières premières énergétiques

Sur le marché du pétrole, le prix du Brent s'est établi en moyenne à 68 dollars le baril en mai, en hausse de 5% par rapport à avril et de près de 25% depuis le début de l'année. Cette tendance haussière tient à la reprise de la demande mondiale et au respect par les membres de l'OPEP+ des quotas de production avec des taux de conformité dépassant les 100%.

S'inscrivant sur la même tendance, le prix du gaz naturel sur le marché européen s'est accru de 24,7% en glissement mensuel à 8,91 dollars le mBTU¹ en mai, un plus haut depuis près de 2 ans et demi.

En comparaison annuelle, le cours du Brent a plus que doublé alors que celui du gaz naturel (UE) s'est multiplié par plus de 5,5 fois.

Graphique 1.7 : Cours mondial du Brent



Source : Banque mondiale.

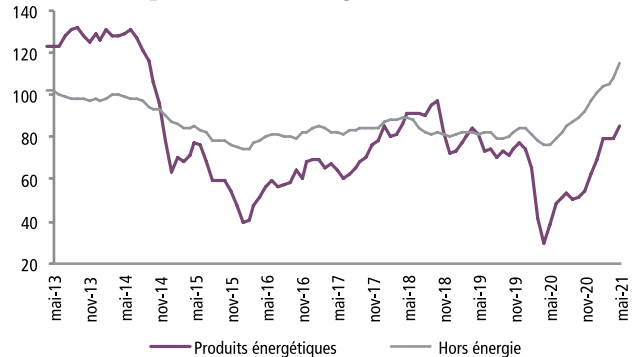
1.3.2 Prix des matières premières hors énergie

Les cours des produits hors énergie ont progressé de 50,6% en glissement annuel en mai, tirés par le net renchérissement des métaux et minerais et dans une

¹ mBTU : Million de British Thermal Unit.

moindre mesure par les produits agricoles. En effet, ces derniers ont enregistré des accroissements respectifs de 85% et 36,3%.

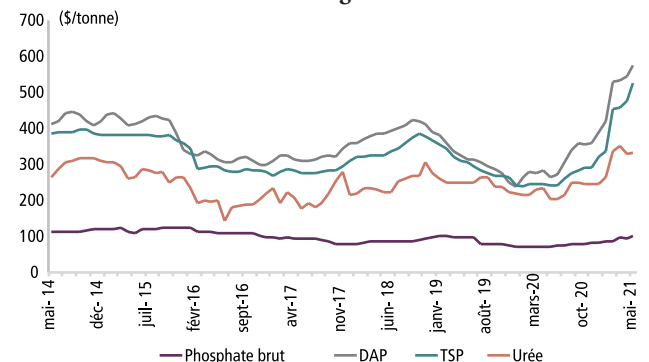
Graphique 1.8 : Evolution des indices des prix des matières premières hors énergie (2010=100)



Source : Banque Mondiale.

Sur le marché des phosphates et engrais, les prix ont poursuivi leur orientation haussière en mai, avec des appréciations de 7,9% à 102,5\$/t pour le phosphate brut, de 5,7% à 574,6\$/t pour le DAP, de 10,4% à 527,5\$/t pour le TSP et de 1,1% à 331,6\$/t pour l'Urée. Pour sa part, le cours du chlorure de potassium a continué de stagner à 202,5\$/t. En glissement annuel, les prix sont ressortis en augmentation de 40,6% pour le phosphate brut, de 118,5% pour le DAP, de 117,1% pour le TSP, de 64,3% pour l'Urée et en recul de 6,3% pour le Chlorure de potassium.

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



Source : Banque Mondiale.

1.3.3 Inflation

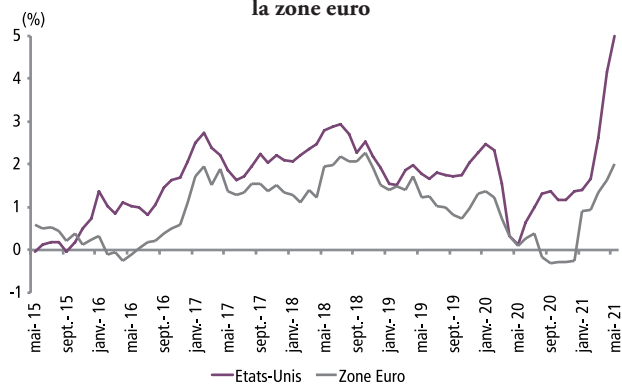
L'évolution récente des prix a été marquée par un mouvement haussier aussi bien dans les principaux pays avancés qu'émergents. Ce dernier est dû principalement,

outre à un effet de base important notamment pour les produits énergétiques, au renchérissement des matières premières et au rebond de la demande. Aux Etats-Unis en particulier, l'inflation a été plus prononcées en mai, atteignant 5% après 4,2% en avril, reflétant un redémarrage fort de la demande, favorisé par la reprise des embauches et les aides directs aux ménages.

Dans la zone euro, l'inflation s'est accélérée à 2% en mai après 1,6% en avril. Cette évolution reflète notamment des augmentations de 2,1% à 2,4% en Allemagne, de 1,6% à 1,8% en France, de 2% à 2,4% en Espagne et de 1% à 1,2% en Italie. Pour ce qui est des autres économies avancées, l'inflation est ressortie en hausse à 2,1% en mai après 1,5% en avril au Royaume-Uni, et à -0,1% au lieu de -0,5% au Japon.

Au niveau des principaux pays émergents, l'inflation a augmenté de 5,5% en avril à 6% en mai en Russie, de 6,8% à 8,1% au Brésil et de 0,9% à 1,3% en Chine. En Inde, les données à fin avril indiquent un accroissement de l'inflation à 5,5% après 4,3%.

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

Sources : Thomson Reuters, Eurostat & FMI.

2. COMPTES EXTÉRIEURS

Les données des échanges extérieurs à fin avril 2021 indiquent un allègement de 2,8 milliards, par rapport à la même période de 2020, du déficit commercial pour s'établir à 62,8 milliards de dirhams. Les exportations ont affiché une progression de 18,7 milliards ou 22,3%, plus importante que celle de 15,9 milliards ou 10,7% des importations. Le taux de couverture est ainsi passé de 56,1% à 62%. En revanche, et avec le maintien de la fermeture quasi-totale des frontières, les recettes voyages sont ressorties en diminution de 65,7% à 6,4 milliards, alors que, les transferts des MRE maintiennent leur résilience avec un accroissement de 45,3% à 28,8 milliards. S'agissant des principales opérations financières, les recettes d'IDE ont augmenté de 23,7% et les dépenses des investissements directs marocains à l'étranger se sont améliorées de 3,2 milliards. Les avoirs officiels de réserve de Bank Al-Maghrib se sont, pour leur part, situés à 304 milliards de dirhams à fin avril 2021, soit l'équivalent d'une couverture de 6 mois et 28 jours d'importations de biens et services.

2.1 Balance commerciale

2.1.1 Exportations

Reflétant principalement un effet de base, la hausse des exportations a concerné l'ensemble des secteurs, à l'exception de l'aéronautique. Les ventes du secteur de l'automobile se sont accrues de 62,6% à 29,5 milliards de dirhams, tirées par des progressions de 71,9% pour le segment de la construction et de 50,4% pour celui du câblage.

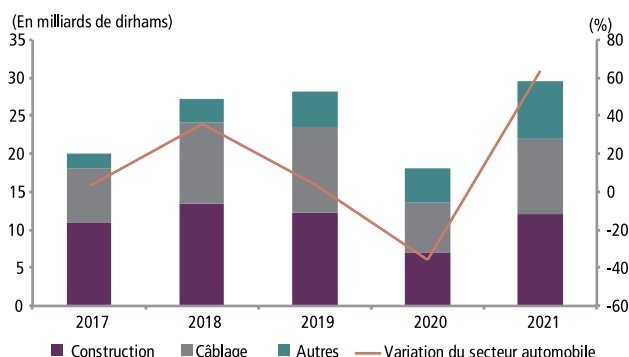
Les exportations des phosphates et dérivés ont poursuivi leur dynamique, avec une augmentation de 16,9% à 18,2 milliards, reflétant essentiellement celle de 52,7% des ventes de l'acide phosphorique sous l'effet d'un accroissement de 25,7% des quantités expédiées. Quant aux exportations du secteur « agricole et agro-alimentaire », elles se sont améliorées de 3,2% à 26,6 milliards, en liaison notamment avec une progression de 5,9% de celles de l'industrie alimentaire.

Pour leur part, les ventes du secteur du « textile et cuir » ont connu une hausse de 22,8% à 10,9 milliards, traduisant en particulier les progressions de 24,1% pour les « vêtements confectionnés » et de 37,3% pour les « articles de bonneterie ». De même, les secteurs « électronique et électricité » et « autres extractions minières » ont enregistré des accroissements de leurs

ventes de 33,9% et 53,9% pour se situer à 4,3 milliards et 1,4 milliard respectivement.

En revanche, pâtissant de la persistance de l'atonie du secteur au niveau international, les exportations de l'aéronautique ont diminué de 10,8% à 4,5 milliards, résultat d'une baisse de 15,5% pour le segment « assemblage » et d'une quasi-stagnation pour l'« EWIS »¹ à 1,6 milliard.

Graphique 2.1 : Evolution des exportations du secteur automobile



Source : Office des Changes.

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

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

Secteurs/Segments	Janvier - avril		Variations	
	2021	2020	En valeur	En %
Exportations FAB	102 624	83 895	18 729	22,3
Automobile	29 522	18 155	11 367	62,6
Construction	12 118	7 049	5 069	71,9
Câblage	9 855	6 554	3 301	50,4
Interieur	2 875	2 010	865	43,0
Phosphates et dérivés	18 173	15 544	2 629	16,9
Textile et Cuir	10 868	8 851	2 017	22,8
Vêtements confectionnés	6 709	5 404	1 305	24,1
Articles de bonneterie	2 239	1 631	608	37,3
Chaussures	832	929	-97	-10,4
Electronique	4 334	3 236	1 098	33,9
Fils, câbles	1 677	1 129	548	48,5
Composants électroniques (transistors)	1 202	1 023	179	17,5
Appareil pour la coup. la connex. des circuits électr.	596	468	128	27,4
Agriculture et Agro-alimentaire	26 598	25 761	837	3,2
Industrie alimentaire	11 486	10 843	643	5,9
Agriculture, sylviculture, chasse	14 675	14 537	138	0,9
Autres extractions minières	1 439	935	504	53,9
Minerai de cuivre	466	216	250	115,7
Sulfate de baryum	259	181	78	43,1
Aéronautique	4 470	5 011	-541	-10,8
Assemblage	2 848	3 371	-523	-15,5
EWIS	1 598	1 612	-14	-0,9
Autres industries	7 220	6 402	818	12,8
Métallurgie et Travail des métaux	2 507	1 745	762	43,7
Industrie du plastique et du caoutchouc	788	614	174	28,3
Industrie pharmaceutique	466	301	165	54,8

Source : Office des Changes.

2.1.2 Importations

La reprise des importations a été tirée essentiellement par une augmentation de 24,7% des achats de produits finis de consommation à 39,6 milliards, reflétant des hausses de 36,2% des acquisitions des voitures de tourisme et de 51,6% de celles de leurs parties et pièces. De même, les acquisitions de demi-produits se sont accrues de 10% à 35,7 milliards et celles de biens

d'équipement ont enregistré une amélioration de 7,1% à 39,2 milliards. Les importations de produits bruts ont, pour leur part, connu une augmentation de 18,8% à 7,9 milliards, traduisant notamment celle de 40,9% des acquisitions de « soufres brut et non raffinés ». Les achats de produits alimentaires ont progressé de 5,1% à 22,9 milliards, en liaison essentiellement avec une hausse de 7,6% des approvisionnements en blé.

En revanche, la facture énergétique s'est quasiment stabilisée à 20 milliards, recouvrant notamment des baisses respectives de 41,9% et de 5,9% des importations des « huiles de pétrole et lubrifiants » et des « houilles, cokes et combustibles solides », ainsi que des accroissements de 1,2% et de 10,6% de celles du « gas-oils et fuel-oils » et de « gaz de pétrole et autres hydrocarbures », respectivement.

**Tableau 2.2 : Evolution des importations par
groupement d'utilisation de produits
(en millions de dirhams)**

Groupements d'utilisation	Janvier - avril		Variations	
	2021	2020	En valeur	En %
Importations CAF	165 391	149 444	15 947	10,7
Produits finis de consommation	39 622	31 777	7 845	24,7
Parties et pièces pour voitures de tourisme	7 335	4 838	2 497	51,6
Voitures de tourisme	6 628	4 865	1 763	36,2
Etoffes de bonneterie	2 031	1 544	487	31,5
Demi produits	35 650	32 409	3 241	10,0
Fils, barres et profilés en cuivre	2 083	1 352	731	54,1
Matières plastiques et ouvrages divers en plastique	4 949	4 521	428	9,5
Aluminium brut, déchets et poudres d'aluminium	804	538	266	49,4
Biens d'équipement	39 205	36 599	2 606	7,1
Appareil pour la coup. la connex. des circuits électr.	3 205	2 622	583	22,2
Appareil électriques pour la téléphonie	2 346	1 806	540	29,9
Moteur à piston	3 143	2 638	505	19,1
Produits bruts	7 900	6 649	1 251	18,8
Soufres bruts et non raffinés	1 912	1 357	555	40,9
Ferraille, déchets	776	353	248	73,4

Produits alimentaires	22 926	21 804	1 122	5,1
Blé	6 955	6 462	493	7,6
Maïs	2 265	1 815	450	24,8
Produits énergétiques	20 029	20 206	-177	-0,9
Huiles de pétrole et lubrifiants	1 109	1 909	-800	-41,9
Houilles; coques et combustibles solides similaires	2 738	2 909	-171	-5,9
Energie électrique	14	31	-17	-54,8

Source : Office des Changes.

2.2 Autres rubriques de la balance des transactions courantes

Le solde excédentaire de la balance des services a poursuivi sa baisse, revenant à 14,8 milliards, résultat d'un repli de 24,3% ou 12,3 milliards des exportations, plus important que celui de 7,1% ou 1,8 milliards des importations.

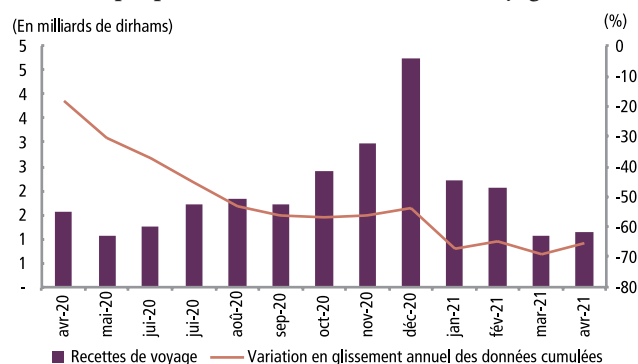
Tableau 2.3 : Evolution de la balance de services (en millions de dirhams)

	Janvier - avril		Variations	
	2021	2020	en valeur	en %
Importations	23 585	25 380	-1 795	-7,1
Exportations	38 417	50 735	-12 318	-24,3
Solde	14 832	25 355	-10 523	-41,5

Source : Office des Changes.

S'agissant des recettes voyages, continuant à pâtir des effets de la crise, elles ont accusé une diminution de 65,7% à 6,4 milliards. Les dépenses au même titre se sont également contractées de 39,5% à 2,8 milliards de dirhams.

Graphique 2.2 : Evolution des recettes de voyage

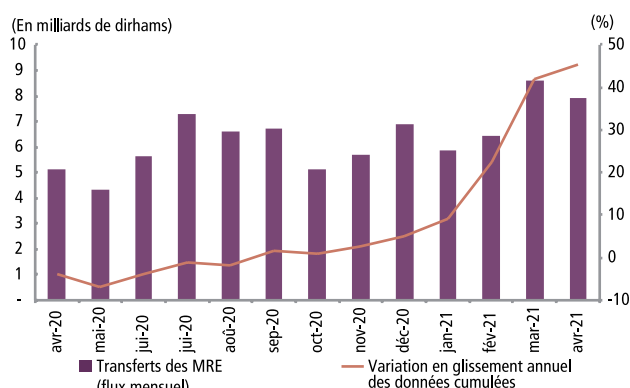


Source : Office des Changes.

Pour leur part, les transferts des MRE affichent une résilience marquée par rapport aux effets de la crise, enregistrant une croissance record de 45,3% après une

hausse de 4,9% sur l'ensemble de l'année 2020.

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 progressé de 12% pour s'établir à 6,5 milliards, résultat d'une hausse de 23,7% des recettes et d'une augmentation de 48% des cessions. En parallèle, le flux net des investissements directs des marocains à l'étranger a diminué de 11,2% à 1,6 milliard, traduisant des hausses de 3,4 milliards des recettes et de 3,2 milliards des dépenses d'investissement.

A fin avril 2021, l'encours des avoirs officiels de réserves s'est établi à 304 milliards, soit 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 - avril		Variations	
	2021	2020	en valeur	en %
Investissements directs étrangers	6 452	5 763	689	12,0
Recettes	10 579	8 551	2 028	23,7
Dépenses	4 127	2 788	1 339	48,0
Investissements des marocains à l'étranger	1 591	1 791	-200	-11,2
Dépenses	6 454	3 286	3 168	96,4
Recettes	4 863	1 495	3 368	-

Source : Office des Changes.

3. MONNAIE, CREDIT ET MARCHÉ DES ACTIFS

Au cours du premier trimestre 2021, les conditions monétaires ont été marquées par une légère hausse des taux débiteurs et par une dépréciation du taux de change effectif réel. Pour ce qui est du crédit au secteur non financier, sa progression est revenue à 4,1%, recouvrant une décélération du rythme d'accroissement des prêts accordés aux entreprises et une amélioration de celui des crédits aux ménages. S'agissant des autres contreparties de la masse monétaire, les avoirs officiels de réserve ont progressé de 22,1% et les créances nettes sur l'administration centrale se sont accrues de 13,4% après 19,2%. Au total, la croissance de la masse monétaire s'est accélérée de 7,8% à 8,7%.

Sur le marché immobilier 2021, l'indice des prix des actifs immobiliers est ressorti en stagnation au premier trimestre, résultat de la baisse des prix du résidentiel de 0,9% et de hausses de ceux des terrains et des biens à usage professionnel de 1,4% et de 0,3% respectivement. En parallèle, le nombre de transactions a diminué de 17,4% après avoir augmenté de 43,1% au quatrième trimestre de 2020.

Au niveau de la bourse de Casablanca, le MASI s'est apprécié de 1,7% et le volume des échanges s'est établi à 14,2 milliards après 22,5 milliards un trimestre auparavant. Pour ce qui est de la capitalisation boursière, elle a affiché une hausse trimestrielle de 1,8% à 595,3 milliards de dirhams.

3.1 Conditions monétaires

3.1.1 Liquidité bancaire et taux d'intérêts

Au cours du premier trimestre de 2021, le besoin en liquidité des banques s'est atténué à 63,7 milliards de dirhams en moyenne hebdomadaire, contre 91,5 milliards un trimestre auparavant. Dans ces conditions, Bank Al-Maghrib a réduit le montant de ses injections à 75 milliards, dont 29,8 milliards sous forme d'avances à 7 jours, 15,6 milliards à travers les opérations de pensions livrées, 26,6 milliards au titre des opérations de prêts garantis accordés dans le cadre des programmes de soutien au financement de la TPME et 3 milliards servis sous forme de swap de change.

Les dernières données disponibles indiquent un léger creusement du déficit de la liquidité bancaire à 65,3 milliards en moyenne au cours des mois d'avril et mai 2021. Cette évolution s'explique principalement par la hausse de la monnaie fiduciaire.

Dans ce contexte, le taux interbancaire est resté stable à 1,50% depuis la décision du Conseil de la Banque de réduire le taux directeur en juin 2020. Au niveau du marché des bons du Trésor, les taux se sont orientés à la baisse au premier trimestre 2021, avant de connaître une quasi-stabilité sur les mois d'avril et mai.

Graphique 3.1 : Evolution du taux interbancaire (données quotidiennes)

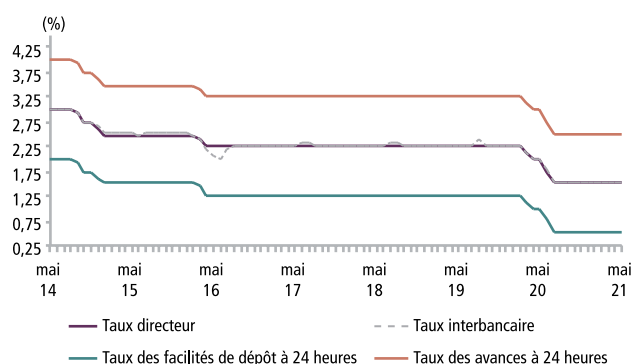
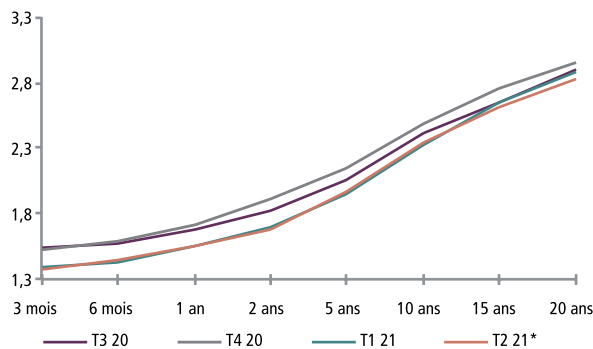


Tableau 3.1 : Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire

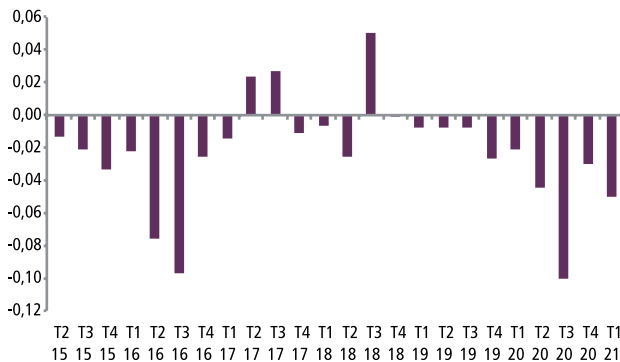
	2019			2020				2021	
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	avr.
52 semaines	2,31	2,31	2,27	2,34	2,16	1,68	1,79	1,53	-
2 ans	2,39	2,38	2,32	2,40	2,22	1,83	2,01	1,70	1,71
5 ans	2,60	2,58	2,46	2,50	2,42	2,10	2,20	1,96	1,95
10 ans	3,02	2,97	2,81	2,65	2,40	2,39	2,62	2,34	-
15 ans	3,42	3,38	3,10	2,94	2,90	-	2,80	2,64	-

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

* Moyenne observée en avril et mai.

Sur les autres marchés, les taux des émissions des certificats de dépôt se sont orientés à la hausse au cours du premier trimestre 2021.

Pour ce qui est des taux créditeurs, ils ont connu des accroissements de 6 points de base à 2,42% en moyenne pour les dépôts à 6 mois et de 9 points à 2,77% pour ceux à un an. Dans ces conditions, le coût de financement¹ des banques s'est inscrit en baisse comparativement au trimestre précédent.

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

S'agissant des taux débiteurs, les résultats de l'enquête de Bank Al-Maghrib auprès des banques relatifs au premier trimestre 2021 indiquent une légère hausse trimestrielle de 3 points de base du taux moyen global à 4,45%. Par secteur institutionnel, les taux assortissant les prêts aux particuliers ont augmenté de 21 points, recouvrant des progressions de 38 points des taux appliqués aux comptes débiteurs et de 10 points

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

de ceux aux crédits à la consommation, ainsi qu'une stabilité de ceux des prêts à l'habitat. A l'inverse, les taux appliqués aux prêts aux entreprises ont reculé de 5 points, traduisant une baisse de 24 points pour les prêts aux grandes entreprises et un accroissement de 40 points pour ceux aux TPME.

Tableau 3.2 : Evolution des taux débiteurs

	2019	2020				2021
	T4	T1	T2	T3	T4	T1
Taux global	4,91	4,89	4,55	4,34	4,42	4,45
Particuliers	5,55	5,51	5,14	5,15	4,98	5,19
Crédits immobiliers	4,48	4,43	4,66	4,31	4,33	4,33
Crédits à la consommation	6,66	6,55	6,56	6,46	6,40	6,50
Entreprises	4,77	4,76	4,46	4,16	4,28	4,23
Crédits de trésorerie	4,65	4,67	4,43	3,96	4,09	4,06
Crédits à l'équipement	4,58	4,53	4,18	4,51	4,23	4,34
Crédits immobiliers	6,12	6,15	6,12	5,85	5,84	5,81

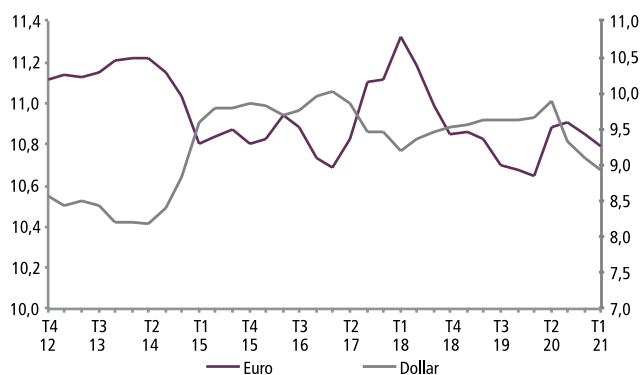
Tableau 3.3 : Taux créditeurs

	2019			2020				2021
	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1
6 mois	2,68	2,75	2,68	2,73	2,64	2,50	2,36	2,42
12 mois	3,00	3,01	2,98	3,06	3,02	2,71	2,68	2,77

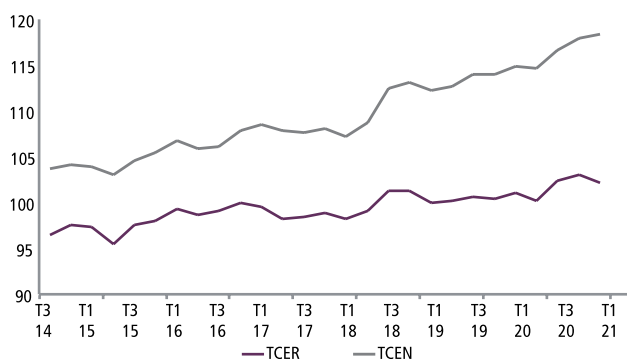
3.1.2 Taux de change

Durant le premier trimestre 2021, l'euro s'est apprécié de 1,26% par rapport au dollar américain. Dans ces conditions, la monnaie nationale s'est appréciée de 0,61% vis-à-vis de l'euro et de 1,74% par rapport au dollar américain. Comparativement aux devises des principaux pays émergents, le dirham s'est déprécié de 4,59% par rapport à la livre turque, de 2,60% contre la livre sterling et de 0,50% face au yuan chinois. En conséquence, le taux de change effectif s'est apprécié de 0,40% en termes nominaux et s'est déprécié de 0,72% en termes réels.

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 9,1% à 26,4 milliards de dirhams pour les ventes et de 13,3% à 25,8 milliards pour les achats. Dans le même temps, les achats à terme ont augmenté de 11% à 15,2 milliards et les ventes à terme ont baissé de 23,6% à 2,9 milliards. Durant cette période, Bank Al-Maghrib 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 1,4 milliard à fin mars 2021, contre 7,6 milliards de dirhams à fin décembre 2020.

3.1.3 Situation monétaire

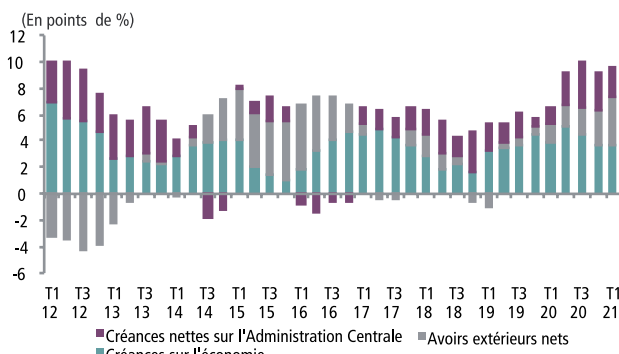
La progression de l'agrégat M3 est passée de 7,8% au quatrième trimestre 2020 à 8,7% au premier trimestre 2021. Cette évolution traduit l'atténuation de la baisse

de 11,5% à 5,9% des dépôts à terme, avec notamment l'expansion de 21,8% de ceux des sociétés financières après un repli de 13,3%, et le recul de 5,4% contre celui de 7,6% des dépôts des ménages. Dans le même sens, les titres des OPCVM monétaires se sont accrus de 22,4% au lieu de 11% un trimestre auparavant.

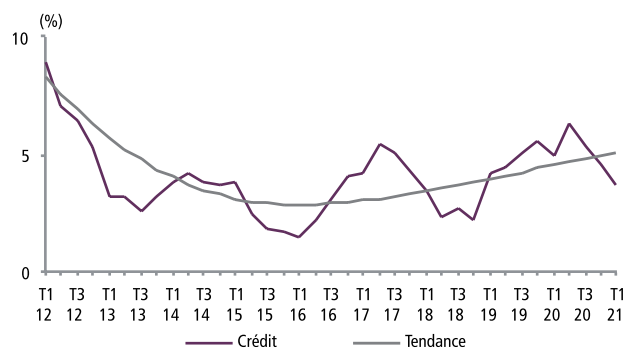
Pour les dépôts à vue, leur rythme de croissance est passé de 10,3% à 10,9%, traduisant une accélération de 0,1% à 21,1% des dépôts au secteur public et de 10% à 10,3% de ceux des ménages. Quant à la monnaie fiduciaire, elle a enregistré une augmentation de 17,1% après celle de 21,1% observée au quatrième trimestre.

Par principale contrepartie, l'évolution de la masse monétaire recouvre des accroissements de 22,1% des avoirs officiels de réserve, de 13,4% des créances nettes sur l'administration centrale et de 3,7% du 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



Pour ce qui est du crédit au secteur non financier, sa progression annuelle est revenue de 4,5% au quatrième trimestre 2021 à 4,1%, recouvrant notamment une décélération du rythme d'accroissement des prêts accordés aux entreprises non financières privées et une amélioration de celui des crédits aux ménages.

Ainsi les crédits aux entreprises privées se sont accrus de 5,6% après 5,8% au quatrième trimestre, reflétant l'accentuation de la baisse des prêts à l'équipement de 3,9% à 4,1%. Pour leur part, les facilités de trésorerie ont progressé de 13,6% contre 12,1% un trimestre auparavant, et les crédits immobiliers aux promoteurs de 1,2% après 1%.

S'agissant des crédits aux entrepreneurs individuels, leur rythme d'accroissement est passé de 6,7% à 8%, résultat de l'accélération de celui des facilités de trésorerie de 23% à 23,7% et de l'atténuation du repli des prêts à l'équipement de 4,7% à 2,8%. En revanche, les crédits destinés à la promotion immobilière ont enregistré un recul de 12,4% après celui de 11,2% un trimestre auparavant.

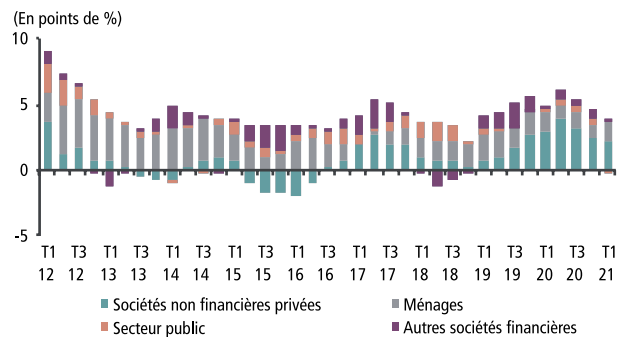
Par branche d'activité, les données trimestrielles du mois de mars 2021 indiquent des baisses de 6,8% et de 0,6% des crédits destinés aux branches « commerce, réparations automobiles et articles domestiques » et « bâtiment et travaux publics » après des augmentations de 3,4% et 1,1% respectivement. Dans le même sens, les prêts accordés au secteur « électricité, gaz et eau » ont connu une accentuation de leur recul de 12,9% à 15,2%. En revanche, les rythmes de progression des concours octroyés aux entreprises des secteurs « industries alimentaires et tabac » et « transports et communications » se sont accélérés, passant respectivement de 4,6% et 0,9% à 12,5% et 9%. Pour ce qui est des crédits aux « hôtels et restaurants », ils se sont accrus de 23,8% après 21,8%.

Concernant les concours accordés aux entreprises publiques, ils ont marqué une baisse de 6,2% après

une hausse de 1,9%, avec un repli de 11,3% des prêts à l'équipement contre une augmentation de 1,9% un trimestre auparavant. En revanche, le recul des facilités de trésorerie s'est atténué de 16,7% à 2,2%.

Quant aux prêts aux particuliers, leur taux de progression est passé de 3% à 3,8% reflétant une amélioration de 3,8% à 4,7% de la croissance des crédits à l'habitat tandis que les prêts à la consommation ont enregistré une nouvelle baisse de 3,6%.

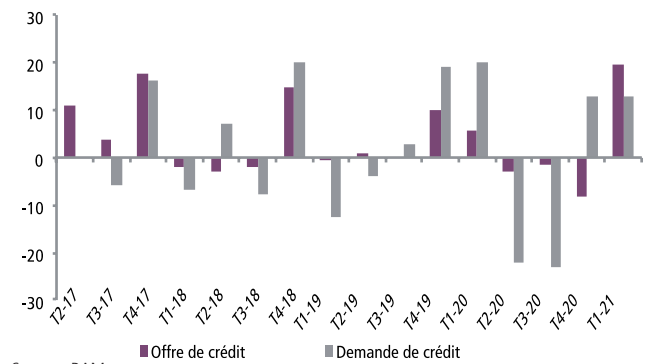
Graphique 3.8 : Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit



Source : BAM

Pour ce qui est des créances en souffrance, elles se sont accrues de 14% et leur ratio à l'encours du crédit bancaire s'est établi à 8,7%. Elles ont augmenté de 11% pour les entreprises non financières privées et de 18,7% pour les ménages.

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



Source : BAM

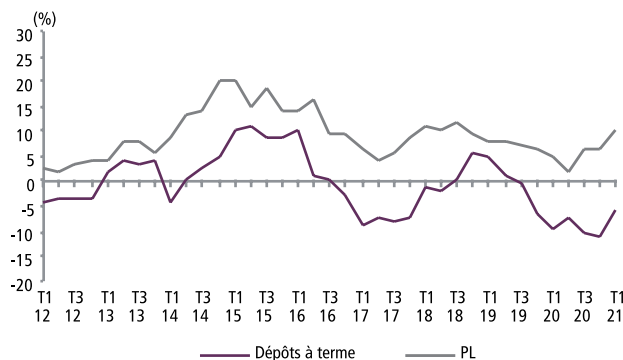
Pour ce qui est des prêts octroyés par les sociétés financières autres que les banques au secteur non financier, ils ont diminué de 1% après un recul de 2,4%

un trimestre auparavant. Cette évolution reflète une hausse de 0,5% des crédits accordés par les sociétés de financement après un repli de 0,9%, et une atténuation de la baisse de ceux distribués par les banques offshores de 11,4% à 10,1%.

Les dernières données disponibles relatives au mois d'avril 2021 indiquent une progression de 2,9% du crédit bancaire avec en particulier, une décélération du rythme des prêts destinés au secteur non financier à 2,9%.

En ce qui concerne les agrégats de placements liquides, leur taux d'accroissement annuel est passé de 6,6% au quatrième trimestre 2021 à 10,1%. Cette évolution reflète une accélération de la progression de 4% à 6,2% des bons du Trésor et de 4% à 21,9% des titres des OPCVM actions et diversifiés. De même, les titres des OPCVM obligataires ont augmenté de 9,4% à 11,9%.

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



3.2 Prix des actifs

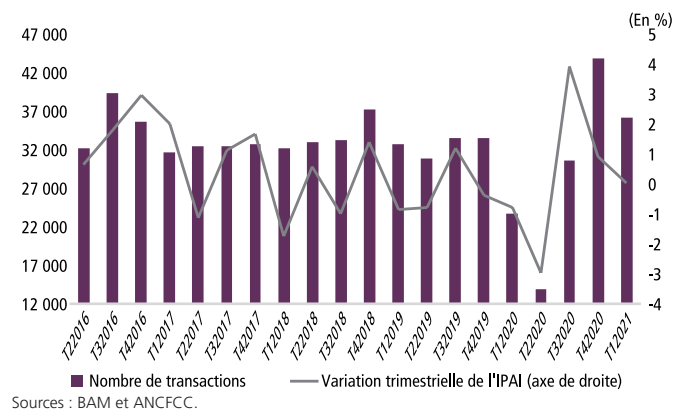
3.2.1 Actifs immobiliers

Au premier trimestre 2021, l'indice des prix des actifs immobiliers est ressorti en stagnation d'un trimestre à l'autre. Cette évolution recouvre une baisse de 0,9% des prix du résidentiel et des hausses de 1,4% et de 0,3% de ceux des terrains et des biens à usage professionnel respectivement. Pour ce qui est du nombre de transactions, il a connu une diminution de 17,4%, traduisant celles du résidentiel et des terrains

avec des taux de 21,1% et de 14% respectivement, celui des biens à usage professionnel ayant connu une progression de 2,3%.

Les prix ont progressé en moyenne de 3,5% à Marrakech et de 0,5% à Oujda, ont stagné à Agadir et ont connu dans les autres principales villes des baisses allant de 0,1% à Casablanca à 1,8% à Meknès. S'agissant du nombre de transactions, l'ensemble des principales villes ont enregistré des replis importants, atteignant 28,8% à Casablanca, 25,8% à Fès et 19,8% à Agadir.

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



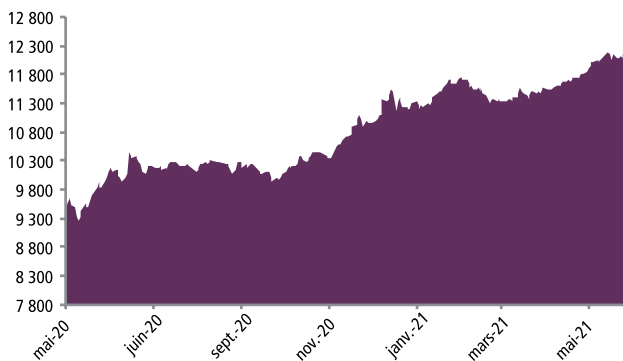
Sources : BAM et ANCFCC.

3.2.2 Actifs financiers

3.2.2.1 Actions

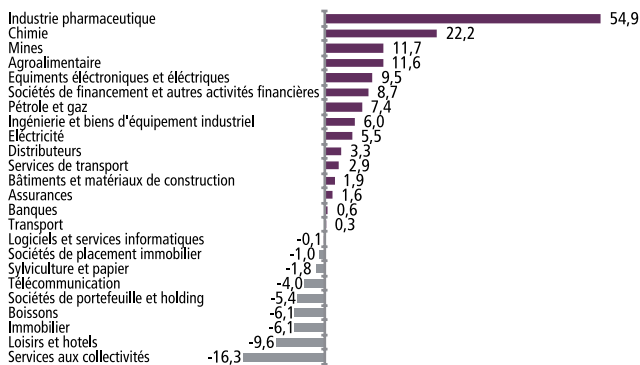
Au cours du premier trimestre de 2021, le MASI s'est apprécié de 1,7%. Cette évolution reflète notamment les hausses des indices sectoriels des industries pharmaceutiques de 54,9%, des mines de 11,7%, de l'agroalimentaire de 11,6% et du pétrole et gaz de 7,4%. A l'inverse, ceux relatifs aux secteurs des « loisirs et hôtels » et de l'immobilier ont baissé de 9,6% et de 6,1% respectivement.

Graphique 3.12 : Evolution quotidienne de l'indice MASI



Source : Bourse de Casablanca.

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



Source : Bourse de Casablanca

Pour ce qui est du volume des transactions, il s'est établi à 14,2 milliards de dirhams, contre 22,5 milliards au cours du quatrième trimestre de 2020. Par compartiment, le chiffre d'affaires est revenu de 8,6 milliards à 6 milliards sur le marché central actions et de 11,4 milliards à 2,9 milliards sur le marché de blocs actions.

Dans ce contexte, la capitalisation boursière a enregistré une hausse trimestrielle de 1,8% à 595,3 milliards de dirhams.

Les données les plus récentes indiquent une poursuite de la tendance haussière du MASI, avec des accroissements mensuels de 2,9% en avril et de 2,6% en mai, portant ainsi sa performance depuis le début de l'année à 7,3%. Cette évolution trouve son origine notamment dans l'appréciation des indices sectoriels

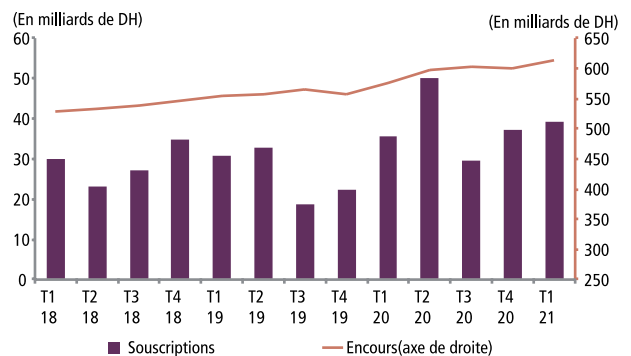
des banques de 3,4% et des « bâtiments et matériaux de construction » de 2,2%. Concernant le volume global des échanges, il a atteint 5,8 milliards en mai après 2,1 milliards en avril. La capitalisation boursière s'est chiffrée à 626,2 milliards à fin mai, en hausse de 7% depuis le début de l'année.

3.2.2.2 Marché de la dette souveraine

Les émissions du Trésor sur le marché intérieur ont atteint 39,3 milliards de dirhams au premier trimestre 2021, en progression trimestrielle de 5,7%. Elles ont porté à hauteur de 41% sur des maturités moyennes et de 39% sur celles longues.

En avril 2021, les levées du Trésor se sont chiffrées à 9,4 milliards de dirhams et ont porté en quasi-totalité sur des maturités moyennes. Tenant compte des remboursements, d'un montant de 6,9 milliards de dirhams, l'encours des bons du Trésor a atteint 615,9 milliards, en accroissement de 2,5% par rapport à fin décembre 2020.

Graphique 3.14 : Evolution des bons du Trésor



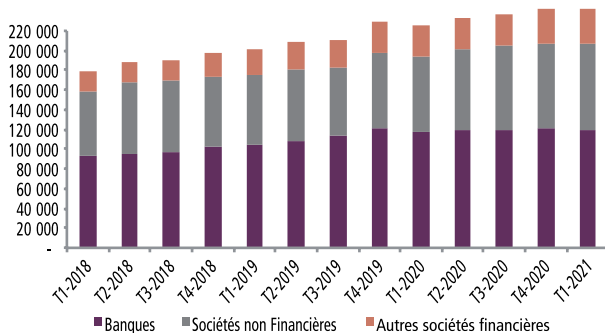
Source : BAM.

3.2.2.3 Marché de la dette privée

Sur le marché de la dette privée, les émissions se sont établies à 10,9 milliards de dirhams au premier trimestre 2021, en baisse trimestrielle de 40,8%. Les levées des banques ont atteint 5,8 milliards contre 11,6 milliards du trimestre précédent et celles des entreprises non financières 3,4 milliards après 4,5 milliards.

En avril 2021, les émissions de la dette privée se sont établies à 6,8 milliards, portant son encours à 244,4 milliards, en hausse de 1,2% 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.

3.2.2.4 Titres d'OPCVM

Au cours du premier trimestre de l'année, les souscriptions aux titres des OPCVM se sont élevées à 250,1 milliards de dirhams, en progression de 27%, et les rachats à 268,6 milliards, en hausse de 50,7%, soit une décollecte nette de 18,5 milliards. Les indices de performance ont poursuivi leur orientation haussière pour l'ensemble des fonds, avec des taux variants entre 0,4% pour les fonds monétaires et 2,7% pour ceux actions.

Les données du mois de mai² indiquent une hausse, depuis le début de l'année, de l'actif net des OPCVM de 10% à 575,5 milliards de dirhams. Cette évolution traduit essentiellement des progressions de 63,8% pour les fonds diversifiés, de 16,5% pour ceux obligataires à court terme et de 3,7% pour les obligataires à moyen et long termes. A l'inverse, l'encours des OPCVM contractuels a accusé une baisse de 24,4%.

² Données arrêtées au 21 mai 2021.

4. ORIENTATION DE LA POLITIQUE BUDGÉTAIRE

L'exécution budgétaire au titre des cinq premiers mois de l'année 2021 s'est soldée par un déficit global de 25,1 milliards de dirhams, contre 25,9 milliards un an auparavant. Cette évolution tient compte de la baisse de 29,6% à 12,9 milliards du solde positif des comptes spéciaux du Trésor y compris le solde du Fonds spécial pour la gestion de la pandémie qui a été positif de 18,1 milliards en 2020 et négatif de 3,7 milliards en 2021. Les recettes ordinaires se sont améliorées de 9,3% à 104,9 milliards, recouvrant une augmentation de 10,4% du produit fiscal et un recul de 15,5% des recettes non fiscales. En regard, les dépenses ordinaires se sont alourdies de 2,4% à 114,8 milliards, en liaison essentiellement avec les hausses de 5,2% de celles du personnel, de 21,1% des transferts aux Collectivités Territoriales et de 18,1% de la charge de compensation. Le solde ordinaire est ressorti ainsi déficitaire à 9,9 milliards, au lieu de 16,2 milliards réalisé à fin mai 2020. Pour leur part, les dépenses d'investissement se sont stabilisées à 28,1 milliards, portant ainsi les dépenses globales à 142,9 milliards, en accroissement de 1,9%.

Tenant compte de la réduction du stock des opérations en instance d'un montant de 20,6 milliards, le déficit de caisse s'est établi à 45,6 milliards, au lieu de 25,4 milliards à la même période en 2020. Ce besoin a été couvert par des ressources intérieures d'un montant net de 41,9 milliards et par un flux net extérieur positif de 3,7 milliards. Ainsi, l'encours de la dette publique directe aurait augmenté de 3,1% par rapport à son niveau à fin décembre 2020. Les conditions de financement du Trésor ressortent, quant à elles, favorables avec une diminution des taux moyens pondérés des titres émis par adjudications.

4.1 Recettes ordinaires

Au terme des cinq premiers mois de l'année 2021, les recettes ordinaires sont ressorties en amélioration de 9,3% à 104,9 milliards, recouvrant une augmentation de 10,4% des rentrées fiscales et un recul de 15,5% de celles non fiscales. La hausse du produit fiscal a concerné l'essentiel des rubriques à l'exception des recettes de l'IS.

Les impôts directs ont diminué de 2,2% à 35,9 milliards de dirhams, imputable principalement à la non affectation en 2021 au budget général des recettes au titre de la contribution sociale de solidarité sur les bénéficiaires et les revenus, ainsi qu'à la baisse de 9,4% à 14,6 milliards des recettes de l'IS, en liaison, notamment, avec la contraction de l'activité économique en 2020. En revanche, les rentrées de l'IR ont progressé de 14,9% à 20,7 milliards, suite particulièrement aux hausses de 93,4% à 1,7 milliard de l'IR sur les profits immobiliers et de 9,2% à 4 milliards de l'IR sur les salaires servis par la Direction des Dépenses de Personnel, ainsi qu'aux effets des deux opérations de régularisation spontanée de la situation fiscale du contribuable.

Pour ce qui est des recettes des impôts indirects, elles ont connu un accroissement de 19,9% à 50,3 milliards de dirhams, reflétant principalement des progressions de 21,1% à 38,7 milliards du produit de la TVA et de 16% à 11,6 milliards de celui de la TIC consécutivement aux hausses de 23,3% à 6,5 milliards de la TIC sur les produits énergétiques et de 7,1% à 4,5 milliards de celle sur les tabacs. L'amélioration de la TVA reflète des augmentations de 20,5% à 24,2 milliards des rentrées de la TVA à l'importation, attribuable essentiellement à celle sur les produits hors énergie, et de 22,2% à 14,6 milliards de celles de la TVA à l'intérieur.

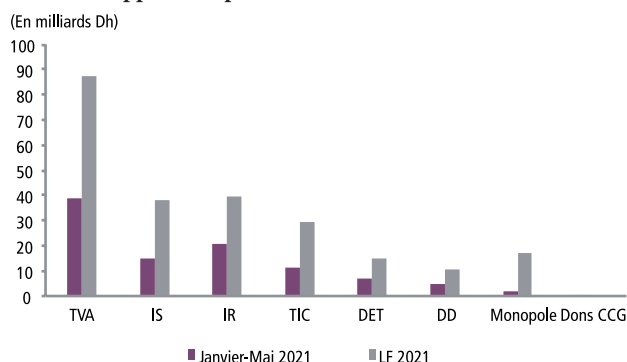
Tableau 4.1 : Evolution des recettes ordinaires (en milliards de dirhams)*

	Janv. mai 2020	Janv. mai 2021	Var en %	LF 2021	Réalisation par rapport à la LF (%)
Recettes ordinaires	95,9	104,9	9,3	259,0	40,5
Recettes fiscales	88,8	98,1	10,4	221,7	44,2
- Impôts directs	36,7	35,9	-2,2	80,1	44,8
Dont I.S	16,1	14,6	-9,4	38,2	38,3
I.R	18,0	20,7	14,9	39,8	52,0
- Impôts indirects	42,0	50,3	19,9	116,1	43,4
TVA*	32,0	38,7	21,1	87,0	44,5
TIC	10,0	11,6	16,0	29,1	39,9
- Droits de douane	3,7	4,6	25,6	10,8	42,6
- Enregistrement & timbre	6,5	7,2	11,8	14,7	49,2
Recettes non fiscales	6,5	5,5	-15,5	34,0	16,3
- Monopoles et participations	1,0	1,9	89,2	17,1	11,2
- Autres recettes	5,5	3,6	-34,7	16,9	21,3
dont Dons CCG	0,12	0,09	-27,3	0,0	
Recettes des CST	0,5	1,3	139,2	3,3	38,1

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

De leur côté, les recettes des droits de douane et des droits d'enregistrement et de timbre se sont accrues de 25,6% à 4,6 milliards et de 11,8% à 7,2 milliards, respectivement. L'amélioration des droits d'enregistrement est expliquée par la reprise de l'activité immobilière.

Graphique 4.1 : Réalisations des principales recettes par rapport aux prévisions de 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

Quant aux recettes non fiscales, elles ont reculé de 15,5% à 5,5 milliards. Cette évolution recouvre, notamment, un recul de 82,2% à 346 millions de dirhams des fonds de concours, et une progression de 89,2% à 1,9 milliard de dirhams des recettes de monopoles et participations, provenant principalement de l'ANCFCC pour un milliard et de Bank Al-Maghrib à hauteur de 722 millions.

4.2 Dépenses

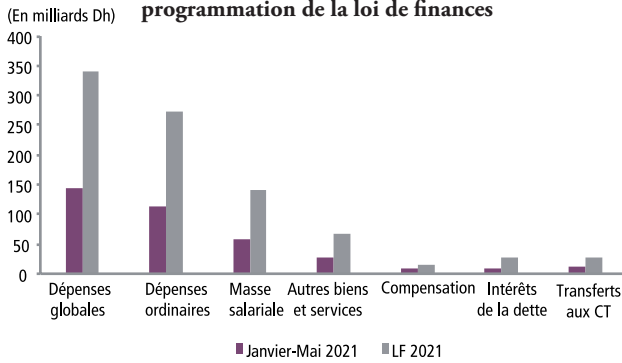
Les dépenses globales se sont alourdies de 1,9% à 142,9 milliards, recouvrant un accroissement de 2,4% à 114,8 milliards des dépenses ordinaires et une stagnation à 28,1 milliards des investissements. Les dépenses de fonctionnement se sont allégées de 0,1% à 85,2 milliards, recouvrant une hausse de 5,2% à 58,8 milliards des dépenses de personnel et un recul de 10,3% à 26,5 milliards de celles des autres biens et services. Ces dernières incorporent un versement de 13,5 milliards au profit des établissements et entreprises publics, en stabilité par rapport à fin mai 2020, et une baisse de 71,4% à 1,6 milliard des transferts aux comptes spéciaux du Trésor. L'évolution de la masse salariale, qui tient compte de l'impact des mesures de la 3ème phase du dialogue social, incorpore des augmentations de 2,5% de sa composante structurelle et de 144,1% des rappels pour la partie servie par la Direction des Dépenses de Personnel.

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

	Janv. mai 2020	Janv. mai 2021	Var en %	LF 2021	Exécution par rapport à la LF (%)
Dépenses globales	140,2	142,9	1,9	341,1	41,9
Dépenses ordinaires	112,1	114,8	2,4	273,0	42,0
Biens et services	85,3	85,2	-0,1	205,7	41,4
Personnel	55,8	58,8	5,2	139,9	42,0
Autres biens et services	29,5	26,5	-10,3	65,9	40,2
Intérêts de la dette	10,7	10,3	-3,7	27,7	37,1
Compensation	6,5	7,6	18,1	13,6	56,3
Transferts aux CT	9,6	11,6	21,1	26,1	44,5
Investissement	28,1	28,1	0,0	68,1	41,3

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

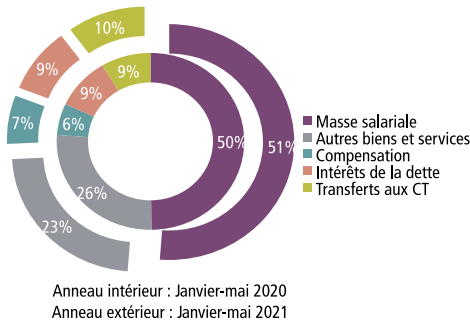
Graphique 4.2 : Exécution des dépenses par rapport à la programmation de la loi de finances



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

De leur côté, les charges en intérêts de la dette ont enregistré un repli de 3,7% à 10,3 milliards, recouvrant une diminution de 7,7% à 9 milliards des intérêts sur la dette intérieure et un alourdissement de 37,2% à 1,3 milliard de dirhams de ceux sur la dette extérieure.

Graphique 4.3 : Structure des dépenses ordinaires

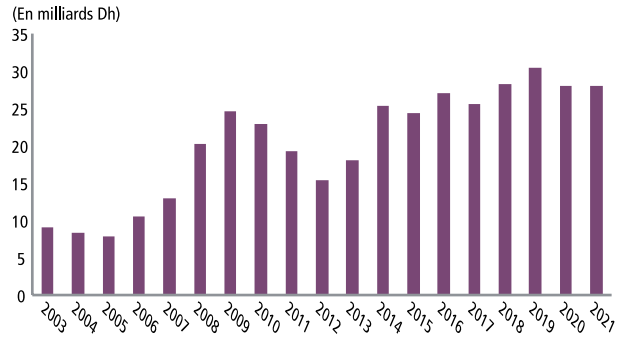


Sources : MEFRA (DTFE), retraitement TVA par BAM.

Pour sa part, la charge de compensation s’est alourdie de 18,1% à 7,6 milliards, sous l’effet en partie de la hausse du cours moyen du gaz butane à fin mai 2021 de 45,1% à 520,2 dollars la tonne.

Les émissions des investissements se sont stabilisées à 28,1 milliards. Il est à noter que le flux mensuel du mois de mai ressort en forte hausse de 67,7% par rapport au flux du même mois en 2020. Quant au rythme d’exécution, il est ressorti quasiment en ligne par rapport aux prévisions d’émission de la loi de finances, soit un taux de 41,3%.

Graphique 4.4 : Dépenses d’investissement à fin mai

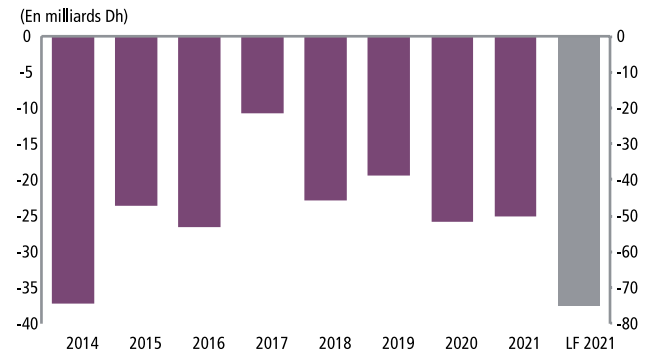


Source : MEFRA (DTFE).

4.3 Déficit et financement du Trésor

La situation du Trésor au titre des cinq premiers mois de 2021 s’est soldée par un déficit budgétaire de 25,1 milliards, contre 25,9 milliards un an auparavant et ce, tenant compte du solde négatif de 3,7 milliards du Fonds spécial pour la gestion de la pandémie de la Covid-19. Par ailleurs, le Trésor a réduit son stock des opérations en instance de 20,6 milliards, portant ainsi le déficit de caisse à 45,6 milliards, au lieu de 25,4 milliards à la même période en 2020.

Graphique 4.5 : Solde budgétaire à fin mai



Source : MEFRA (DTFE).

Le besoin de financement du Trésor a été couvert par des ressources intérieures d’un montant net de 41,9 milliards, dont une hausse des dépôts au Trésor d’un montant de 14,1 milliards, et par un flux net extérieur positif de 3,7 milliards, contre 4,6 milliards un an auparavant, les tirages bruts ayant atteint 8 milliards, dont 3,2 milliards proviennent de la Banque mondiale.

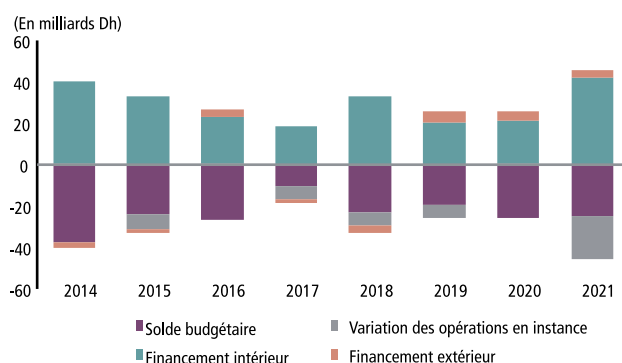
**Tableau 4.3 : Financement du déficit
(en milliards de dirhams)**

	Janv.-mai 2020	Janv.-mai 2021	LF 2021
Solde ordinaire	-16,2	-9,9	-14,0
Solde des CST	18,4	12,9	7,0
Fonds Covid-19	18,1	-3,7	0,0
Solde primaire	-15,2	-14,8	-47,5
Solde budgétaire	-25,9	-25,1	-75,1
Variation des opérations en instance	0,4	-20,6	
Besoin de financement	-25,4	-45,6	-75,1
Financement intérieur	20,8	41,9	36,8
Financement extérieur	4,6	3,7	34,4
Privatisation	0,0	0,0	4,0

Source : MEFRA (DTFE).

S'agissant du financement intérieur, le recours au marché des adjudications a porté sur un montant de 21,7 milliards contre 25,8 milliards un an auparavant. Les souscriptions nettes les plus importantes ont porté notamment sur les maturités à 2 ans pour 12,6 milliards, celles à 5 ans pour 11,7 milliards, et celles à 20 ans pour 5,2 milliards. En parallèle, les remboursements nets ont concerné notamment les bons à 26 semaines et à 15 ans pour des montants de 4,8 milliards et de 4 milliards, respectivement.

Graphique 4.6 : Solde budgétaire et financement à fin mai*



* 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 cinq premiers mois de l'année. Les taux assortissant ses émissions ont enregistré des reculs de 78 pdb à 1,36%

pour les bons à 13 semaines, 77 pdb à 1,53% pour ceux à 52 semaines et 73 pdb à 1,43% pour les bons à 26 semaines. De même, des diminutions ont été enregistrées pour les maturités de 2 ans avec 68 pdb à 1,69%, pour celles de 30 ans avec 55 pdb à 3,29%, pour celles de 5 ans avec 53 pdb à 1,96% et pour celles de 20 ans avec 35 pdb à 2,86%.

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

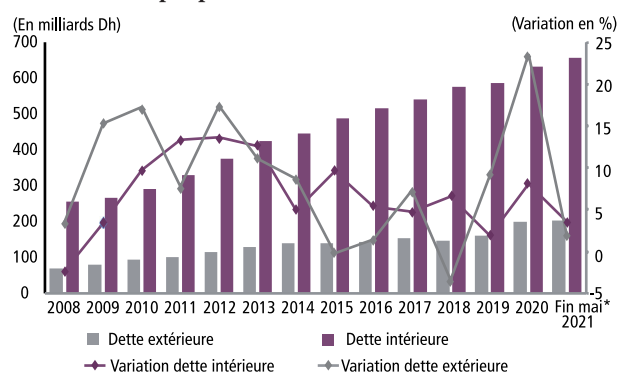
	2016	2017	2018	2019	2020	Fin mai 2021*
Dettes extérieures du Trésor	142,8	153,2	148,0	161,5	199,5	203,2
Var en %	1,4	7,3	-3,4	9,1	23,5	1,9
Dettes intérieures du Trésor	514,7	539,1	574,6	585,7	632,9	654,9
Var en %	5,4	4,8	6,6	1,9	8,1	3,5
Encours de la dette directe	657,5	692,3	722,6	747,2	832,4	858,2
Var en %	4,5	5,3	4,4	3,4	11,4	3,1

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

Source : MEFRA (DTFE).

Pour ce qui est de la dette publique directe à fin mai 2021, son encours aurait progressé de 3,1% par rapport à son niveau à fin décembre 2020, avec une hausse de 3,5% de sa composante intérieure et de 1,9% de celle extérieure.

Graphique 4.7 : Endettement du Trésor



Sources : MEFRA (DTFE), * Estimations BAM.

5. DEMANDE, OFFRE ET MARCHÉ DU TRAVAIL¹

Au quatrième trimestre 2020, l'activité économique a poursuivi sa baisse en glissement annuel quoiqu'à un rythme moindre que les deux trimestres ayant suivi le déclenchement de la crise de la Covid-19. Le PIB a en effet reculé de 6%, contre 7,2% un trimestre auparavant, recouvrant des diminutions de 5,5% de la valeur ajoutée non agricole et de 7,3% de celle agricole, ramenant ainsi son repli sur l'ensemble de l'année à -6,3%. Cette évolution annuelle reflète du côté de l'offre, des régressions de 8,6% de la valeur ajoutée agricole et de 5,8% de celle des activités non agricoles et du côté de la demande, une contribution négative de 6,5 points de pourcentage pour sa composante intérieure et d'une participation positive de 0,2 point de celle extérieure.

Au premier semestre 2021, en lien avec le redressement de l'activité dans plusieurs branches, les activités non agricoles auraient connu un accroissement de 5,6% de leur valeur ajoutée. Parallèlement, et sous l'effet de conditions climatiques très favorables, la valeur ajoutée agricole aurait enregistré un rebond de 17,9%. Au total, le PIB aurait connu une hausse de 6,9%, tout en restant en deçà de son niveau du deuxième semestre 2019.

Pour sa part, la situation sur le marché du travail s'est légèrement améliorée avec une nette atténuation des pertes d'emploi à 202 mille postes contre 516 milles en moyenne au cours du deuxième semestre 2020. Cette évolution recouvre des baisses de 231 mille emplois dans l'agriculture et de 48 mille dans l'industrie y compris l'artisanat, et des augmentations de 42 mille dans les services et de 39 mille dans le BTP. Tenant compte d'une entrée nette de 40 mille demandeurs d'emplois, le taux d'activité a régressé de 0,5 point à 45,5% et le taux de chômage s'est aggravé de 2 points à 12,5% globalement, de 2 points à 17,1% dans les villes et de 1,4 points à 5,3% dans les campagnes. Concernant le coût du travail, l'indice des salaires dans le secteur privé a progressé, au premier trimestre, de 3,7% en termes nominaux et de 3,6% en termes réels.

5.1 Demande intérieure

5.1.1 Consommation

Les données des comptes nationaux relatives au quatrième trimestre de 2020 font ressortir une atténuation de la baisse de la consommation finale des ménages à -4,3% au lieu de -10,5% au troisième trimestre. Sa contribution négative à la croissance s'est ainsi établie à 2,4 points de pourcentage. Sur l'ensemble de l'année, elle a accusé une contraction de 4,1% contre une hausse de 1,9% en 2019.

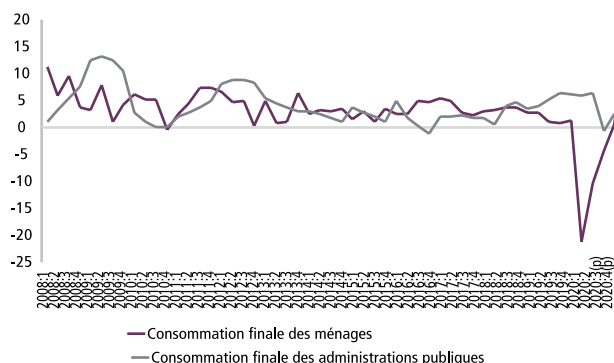
En termes de perspectives, les indicateurs disponibles laissent entrevoir un accroissement de 8,5% au premier semestre 2021 sous l'effet notamment de l'amélioration des revenus soutenus par la bonne campagne agricole ainsi que par la hausse des transferts des MRE. En revanche, l'enquête trimestrielle de conjoncture auprès des ménages, menée par le HCP, indique une dégradation de l'indice de confiance au premier trimestre à 68,3 points, et les crédits à la consommation ont vu leur rythme décélérer à 3,1%.

S'agissant de la consommation finale des administrations publiques, les réalisations au titre du quatrième trimestre font ressortir un repli de 0,7% au lieu d'une progression de 6,4% un trimestre auparavant, soit une contribution négative à la croissance de 0,1 point de pourcentage au lieu de d'une contribution positive de 1,2 point. Sa progression annuelle s'est ainsi établie à 1,7% après 4,7% en 2019.

Pour le premier semestre de 2021, le rythme d'évolution de la consommation finale des administrations publiques aurait ralenti à 2,8% en moyenne en liaison notamment avec la baisse des dépenses de fonctionnement de 1,5% au premier trimestre.

¹ Les données des comptes nationaux trimestriels utilisées dans ce chapitre ont été publiées par le HCP le 31 mars.

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



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

5.1.2 Investissement

Au quatrième trimestre de 2020, l'investissement a poursuivi sa baisse affichant un repli de 9,8% après celui de 7,8% un trimestre auparavant. Il est ainsi ressorti en net recul de 14,2% sur l'ensemble de l'année contre une baisse de 0,4% en 2019.

Cette tendance à la baisse se serait inversée au premier semestre de 2021, avec un accroissement de 5%, suite notamment à la reprise économique amorcée et le bon déroulement de la campagne de vaccination. Plusieurs indicateurs corroborent ces prévisions, il s'agit notamment de la progression des crédits à l'habitat de 4,3% et de l'atténuation de la baisse des importations des biens d'équipement à -1,3%. Par ailleurs, les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib au titre du premier trimestre indiquent que le climat des affaires a été qualifié de «normal» par 51% des entreprises et «défavorable» par 43% d'entre elles.

5.2 Demande extérieure

Au quatrième trimestre de 2020, les exportations ainsi que les importations de biens et services en volume ont enregistré des baisses sensibles de 8,1% et de 6,6%, respectivement, après celles de 13,7% et de 11,3% un trimestre auparavant. Dans ces conditions, la contribution des exportations nettes à la croissance

s'est établie à 0,1 point de pourcentage au lieu de -0,1 point au troisième trimestre. Elle serait ressortie positive de 0,2 point sur l'ensemble de l'année 2020.

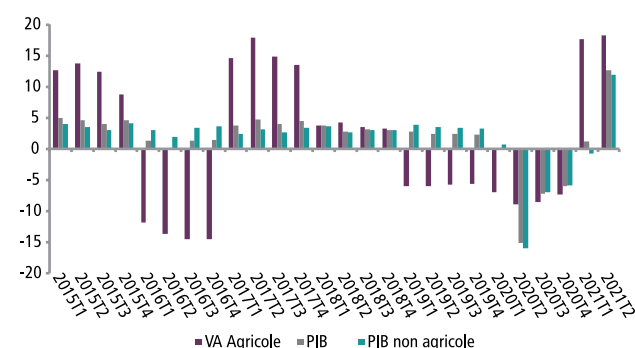
Les estimations pour le premier semestre de 2021 indiquent une nette reprise des échanges extérieurs en volume. En effet, les exportations auraient affiché un accroissement de 13%, comme en attestent les hausses de 62,6% des expéditions automobiles et de 16,9% des phosphates et dérivés à fin avril 2021. S'agissant des importations, elles se seraient alourdies de 9,3% au premier semestre.

5.3 Offre globale

Au quatrième trimestre 2020, la croissance économique a vu son rythme de baisse revenir à -6% contre -7,2% un trimestre auparavant, avec une atténuation des reculs de -6,7% à -5,5% de la valeur ajoutée non agricole et de -8,6% à -7,3% de celle agricole. Sur l'ensemble de l'année, le PIB a régressé de 6,3%, résultats des replis de 5,8% de la valeur ajoutée non agricole et de 8,6% de celle agricole.

Au premier semestre 2021, le PIB se serait redressé de 6,9%, sous l'effet, d'une part, d'un rebond de 17,9% de la valeur ajoutée agricole en liaison avec une très bonne campagne agricole avec notamment une récolte céréalière de 98 millions de quintaux. D'autre part, la valeur ajoutée non agricole aurait progressé de 5,6%, reflétant une amélioration de l'activité dans plusieurs branches et un effet de base important.

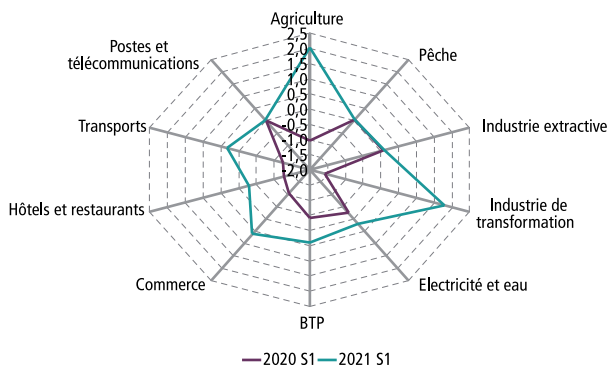
Graphique 5.2 : PIB par composante (aux prix de l'année précédente, variation en glissement annuel en %)



Sources : Données HCP et prévisions BAM.

Pour le secteur secondaire, l'activité aurait augmenté de 10,3% au premier semestre 2021 traduisant des accroissements de 4,9% pour les industries extractives, de 13,1% pour celles manufacturières à la faveur notamment de la reprise de la demande étrangère, de 6,3% pour l' « électricité et eau » et de 7,8% 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 se seraient accrues de 3,5%. Par branche, cette hausse serait de 73,4% pour l'hôtellerie et la restauration reflétant un effet de base, de 18,7% pour les services de transport, de près de 9,5% pour le « commerce » et de 1,1% pour les « postes et télécommunications ».

5.4 Marché du travail et capacités de production

5.4.1 Activité et emploi

Entre le premier trimestre 2020 et la même période de 2021, la situation sur le marché du travail a été marquée par une hausse de 0,3% du nombre d'actifs âgés de 15 ans et plus à 12,3 millions de personnes, avec une régression de 4,1% dans les campagnes et une progression de 3,3% dans les villes.

Tenant compte de l'évolution de la population en âge d'activité, le taux d'activité a baissé de 46% à 45,5% globalement, de 53,3% à 51,1% dans les zones rurales et a augmenté de 42,1% à 42,6% en milieu urbain.

En parallèle, l'économie a accusé une perte de 202 mille emplois, contre une création de 77 mille un an auparavant, et la population active occupée s'est ainsi contractée de 1,8% à près de 10,8 millions de personnes. Par secteur d'activité, l'agriculture et l'industrie y compris l'artisanat ont affiché des pertes respectives de 231 mille et 48 mille postes, alors que les services ont créé 42 mille et le BTP 39 mille.

5.4.2 Chômage et sous-emploi

La population active au chômage a connu une hausse de 18,7% à 1,5 million de personnes, et le taux de chômage s'est aggravé de 10,5% à 12,5% au niveau national, de 15,1% à 17,1% dans les villes et de 3,9% à 5,3% dans les campagnes. Pour les jeunes de 15 à 24 ans en particulier, ce taux s'est accru de 5,7 points à 32,5% globalement et de 4,2 points à 45,6% pour les citadins.

Parallèlement, le taux de sous-emploi¹ est passé de 8,8% à 9,2% globalement, de 8,7% à 8,9% dans les villes et de 8,9% à 9,6% dans les campagnes.

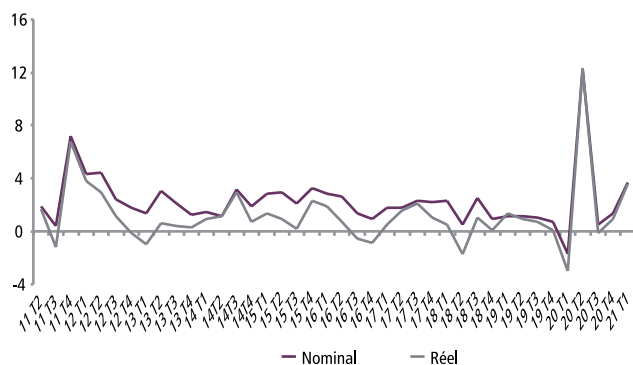
5.4.3 Productivité et salaires

Dans les secteurs non agricoles, la productivité apparente du travail, appréhendée par le ratio de la valeur ajoutée à l'emploi, a de nouveau régressé de 1,7% au premier trimestre 2021, après 1,9% la même période une année auparavant. Cette évolution est le résultat d'un fléchissement de 1,3% de la valeur ajoutée et d'un accroissement de 0,4% 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 amélioré en variation annuelle au premier trimestre 2021 de 3,7% en termes nominaux et de 3,6% en termes réels.

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

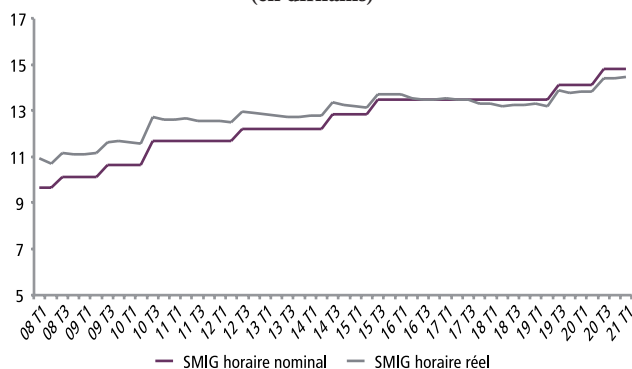
Graphique 5.4 : Indice du salaire moyen dans le secteur privé (variation en glissement annuel en %)



Sources: CNSS et calculs BAM.

Pour le SMIG horaire, il s'est établi en termes nominaux à 14,81 dirhams au premier trimestre 2021, en amélioration de 4,8% en glissement annuel. Tenant compte d'une hausse de 0,1% de l'indice des prix à la consommation, il aurait affiché un accroissement de 4,7% en termes réels.

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



Sources : Ministère de l'Emploi et des Affaires Sociales et calculs BAM.

Dans ces conditions, l'output-gap devrait s'atténuer au premier semestre 2021 tout en restant négatif.

Graphique 5.6 : Output-gap global (en %)



Source : Estimation BAM.

Tableau 5.1 : Principaux indicateurs du marché de travail

	T1 2020	T1 2021
Taux d'activité (en %)	46,0	45,5
Urbain	42,1	42,6
Rural	53,3	51,1
Taux de chômage (en %)	10,5	12,5
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	26,8	32,5
Urbain	15,1	17,1
Jeunes âgés de 15 à 24 ans	41,4	45,6
Rural	3,9	5,3
Créations d'emplois (en milliers)	77	-202
Urbain	80	56
Rural	-3	-258
Secteurs		
- Agriculture	-134	-231
- Industrie y compris l'artisanat	23	-48
- BTP	-1	39
- Services	192	42
Productivité apparente du travail non agricole (variation en %)	-1,9	-1,7
Indice des salaires moyens (variation en %)	nominal	-1,7
	réel	3,6

Sources : HCP, CNSS et calculs BAM.

6. EVOLUTION RECENTE DE L'INFLATION

Au cours du premier trimestre 2021, l'inflation est ressortie à un niveau faible de 0,1%. En avril, elle a connu une accélération à 1,4% portée par l'accroissement de 23,6%, au lieu d'un recul de 4,2%, des prix des carburants et lubrifiants et par la progression de 0,4%, au lieu d'une baisse de 3,8%, des prix des produits alimentaires à prix volatils. Sa composante sous-jacente est passée à 0,8% en avril après 0,5% en moyenne au cours des trois premiers mois de 2021. Quant aux produits réglementés, ils se sont renchériés de 1,8% contre 2% au premier trimestre.

Pour le deuxième trimestre, l'inflation devrait nettement augmenter pour se situer autour de 1,4% traduisant en particulier un effet de base des prix des carburants et lubrifiants. Son évolution serait également attribuable à la hausse de l'inflation sous-jacente à 1% en lien avec l'accroissement des cours internationaux de certains produits notamment alimentaires.

6.1 Evolution de l'inflation

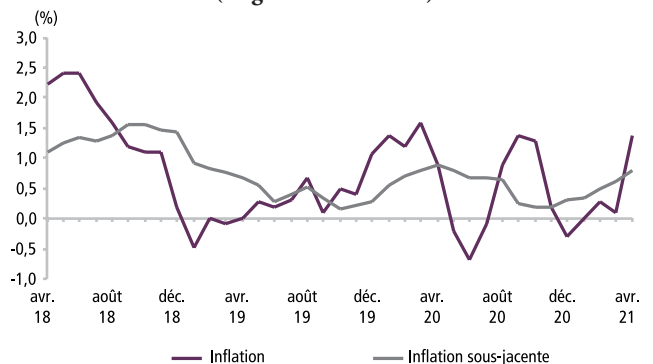
Après s'être établie à des niveaux faibles depuis le premier trimestre 2019¹, l'inflation a sensiblement augmenté atteignant 1,4% en avril 2021. Cette accélération est attribuable, en majeure partie, à la progression exceptionnelle des prix des carburants et lubrifiants de 23,6% au lieu d'un recul de 4,2% au premier trimestre 2021. Cette dernière reflète un effet de base en lien avec les niveaux historiquement bas enregistrés au cours de la même période une année auparavant. La hausse de l'inflation est liée également à l'augmentation de 0,4% après une baisse 3,8% des prix des produits alimentaires à prix volatils et à l'accélération de l'inflation sous-jacente à 0,8% au lieu de 0,5%. En revanche, les prix des produits à tarifs réglementés se sont accrus de 1,8% au lieu de 2% un trimestre auparavant.

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

Pâtissant des pressions émanant de la hausse de la demande interne au cours du mois de Ramadan et externe pour quelques produits² ainsi que du renchérissement des cours de certains intrants, notamment le soja, les prix des produits alimentaires à prix volatils ont connu une progression de 0,4% en

avril, au lieu d'un recul de 3,8% au premier trimestre. Par composante, cette évolution est imputable principalement aux augmentations de 13,3%, au lieu d'un repli de 5,1%, pour les fruits frais, de 6,2%, contre une baisse de 1,2%, pour les volaille et lapin et de 8,3%, après un accroissement de 6%, pour les œufs.

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



Sources : HCP et calculs BAM.

¹ A l'exception du premier trimestre 2020 où l'inflation a atteint 1,4% tirée par des chocs d'offre, l'inflation n'a pas dépassé 0,7% durant cette période.

² Il s'agit particulièrement de la tomate qui a connu une sur demande à l'export depuis fin mars, selon les déclarations du président de l'Association marocaine des producteurs et exportateurs de fruits et légumes (Apefel).

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

(En %)	Glissement mensuel			Glissement annuel		
	Fév. 21	Mars 21	Avril 21	Fév. 21	Mars 21	Avril 21
Inflation	0,1	0,2	1,2	0,3	0,1	1,4
- Produits alimentaires à prix volatils	-1,0	0,4	9,1	-2,8	-6,1	0,4
- Produits réglementés	0,0	0,0	0,0	1,9	1,8	1,8
- Carburants et lubrifiants	2,5	2,5	-0,9	-4,7	4,6	23,6
Inflation sous-jacente	0,2	0,2	0,2	0,5	0,6	0,8
- Produits alimentaires	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,1
- Articles d'habillement et chaussures	-0,1	0,0	0,6	0,7	1,0	1,6
- Logement, eau, gaz, électricité et autres combustibles ¹	0,0	0,4	0,0	1,1	1,5	1,5
- Meubles, articles de ménage et entretien courant du foyer	0,0	0,2	0,2	0,5	0,5	0,7
- Santé ¹	0,0	0,4	0,2	1,7	2,0	2,2
- Transport ²	0,6	0,2	0,2	0,9	1,0	1,4
- Communication	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1
- Loisirs et cultures ¹	0,1	0,1	0,1	-0,2	0,1	0,2
- Enseignement	0,0	0,0	0,0	1,7	1,7	1,7
- Restaurants et hôtels	0,1	0,1	0,0	0,8	0,9	0,9
- Biens et services divers ¹	0,0	0,3	0,5	0,6	0,9	1,4

1 Hors produits réglementés.

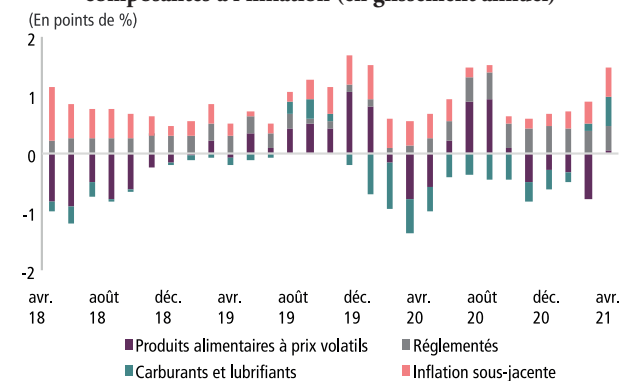
2 Hors carburants et lubrifiants et produits réglementés.

Sources : HCP et calculs BAM.

Pour leur part, les prix des légumes frais ont vu leur baisse s'atténuer à 6,7% après celle de 9,8% au premier trimestre.

Au total, la contribution des prix des produits alimentaires à prix volatils à l'inflation est ressortie quasi-nulle en avril contre -0,5 point en moyenne au premier trimestre de 2021.

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



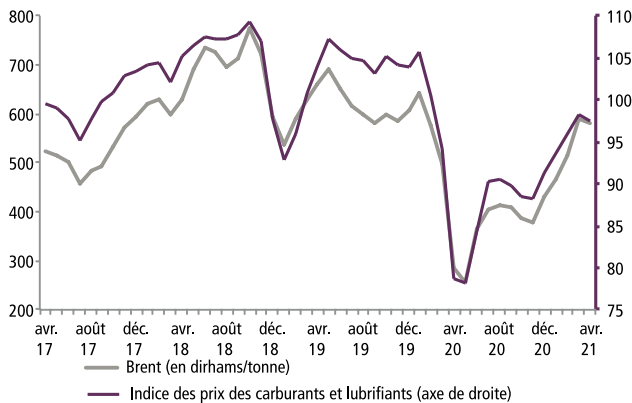
Sources : HCP et calculs BAM.

S'agissant des tarifs des produits réglementés, leur taux d'accroissement a connu un léger ralentissement, revenant de 2% au premier trimestre à 1,8% en avril, en raison de la décélération de 13,4% à 12,9% des prix des « transport routier de passagers » et de 1,3% à 0,4% des tarifs des services médicaux. En termes de contribution à l'inflation, les prix des produits à tarifs réglementés ont participé de 0,4 point de pourcentage en avril, soit le même niveau de contribution que celui observé au premier trimestre de l'année.

Quant aux prix des carburants et lubrifiants, ils ont affiché leur première augmentation, en comparaison annuelle, en avril après quatre trimestres de repli. Ces derniers ont, en effet, progressé de 23,6% en avril au lieu de -4,2% au premier trimestre. Outre, l'impact de la reprise récente des cours internationaux des produits pétroliers et de la légère dépréciation du taux de change du dirham vis-à-vis du dollar, cette forte accélération refléterait, en majeure partie, un effet de base lié à l'important reflux des cours internationaux des produits pétroliers au début de 2020. En particulier, le cours du Brent, est passé de 23,3\$/bl en avril 2020 à 64,8\$/bl en avril 2021, soit une hausse de 177,5%.

En somme, la contribution de l'évolution des prix de ces produits à l'inflation ressort positive à hauteur de 0,5 point de pourcentage en avril après -0,1 point en moyenne au cours du premier trimestre de 2021.

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.

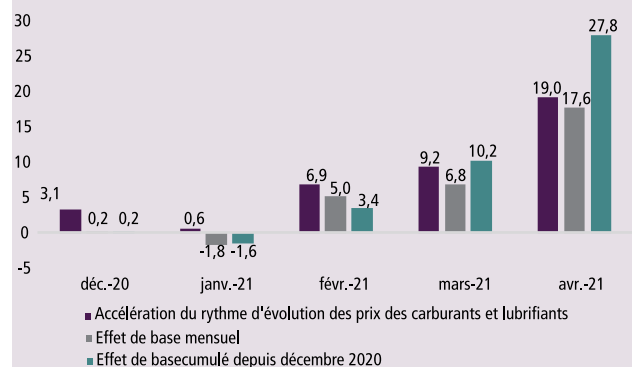
Encadré 6.1 : Contribution de l'effet de base à la nette accélération des prix des carburants et lubrifiants en avril 2021

Après des baisses successives enregistrées entre mars 2020 et février 2021, les prix des carburants et lubrifiants se sont accrus de 4,6%, en glissement annuel, en mars 2021 avant d'accélérer fortement pour atteindre 23,6% en avril. Observée également dans de nombreux pays, cette hausse sensible reflète, outre l'impact de l'évolution récente des cours internationaux des produits pétroliers, des effets de base engendrés par les niveaux historiquement bas de ces cours durant la même période une année auparavant.

En effet, 93% de l'accélération des prix des carburants et lubrifiants entre mars et avril et 74 % de celle entre février et mars est attribuable à un effet de base. Ce dernier a, en effet, contribué de 17,6 points de pourcentage à l'accélération observée de 19 points des prix de ces produits et a participé de 6,8 points de pourcentage à l'augmentation de 9,2 points de pourcentage du rythme d'évolution de ces prix entre mars et février.

Au total sur les 0,4 point de pourcentage d'accélération de l'inflation entre décembre 2020 et mars 2021, 0,3 point de pourcentage est lié à l'effet de base des carburants et lubrifiants. En Outre, la hausse de 1,7 point de pourcentage de l'inflation entre décembre 2020 et avril 2021 a été portée par un effet de base de 0,8 point de pourcentage. Cet effet devrait se poursuivre durant le deuxième trimestre 2021 avant de s'estomper graduellement sur le reste de l'année.

Graphique E.6.1.1 : Estimation de l'effet de base à l'origine de l'évolution des prix carburants et lubrifiants (en points de %)

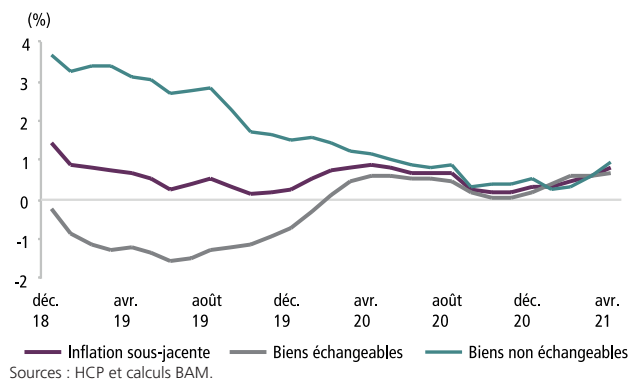


Source : données HCP et calculs BAM.

6.1.2 Inflation sous-jacente

L'inflation sous-jacente a poursuivi son ascension pour atteindre 0,8% en avril après 0,5% en moyenne au cours du premier trimestre. Cette accélération est liée notamment à l'évolution de sa composante alimentaire avec en particulier une atténuation de la baisse des prix des « viandes fraîches » à 1,1%, contre celle de 2,9%, et une hausse de 5,8% après celle de 4,6% des prix des « huiles » consécutivement à la flambée des cours internationaux du soja.

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



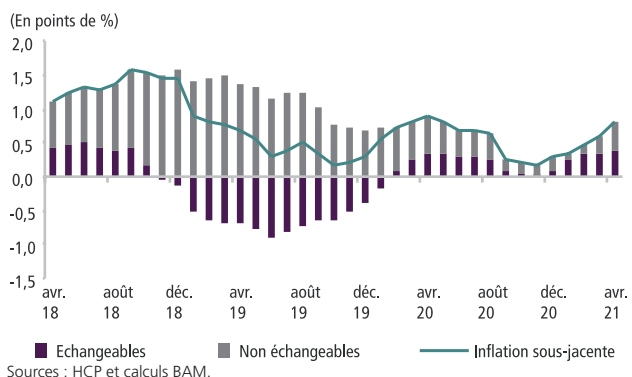
La distinction entre les produits échangeables et ceux non échangeables montre que l'accélération de l'inflation sous-jacente découle à la fois de celle du rythme de progression des prix de ces deux composantes. Les prix des biens échangeables se sont accrus de 0,7% en avril après 0,5% au premier trimestre dans un contexte marqué par la hausse de l'inflation importée, avec en particulier une accélération de l'inflation dans la zone euro à 1,6% contre 1,1% au premier trimestre 2021, ainsi que par l'augmentation des coûts de production. Quant aux biens non échangeables, ils ont vu leur prix progresser de 1% contre 0,5% un trimestre auparavant parallèlement à une relative reprise de la demande interne.

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

(En %)	Variation mensuelle			Glissement annuel		
	Fév. 21	Mars 21	Avril 21	Fév. 21	Mars 21	Avril 21
Biens échangeables	0,3	0,2	0,2	0,6	0,6	0,7
Biens non échangeables	0,0	0,2	0,3	0,3	0,6	1,0
Inflation sous-jacente	0,2	0,2	0,2	0,5	0,6	0,8

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

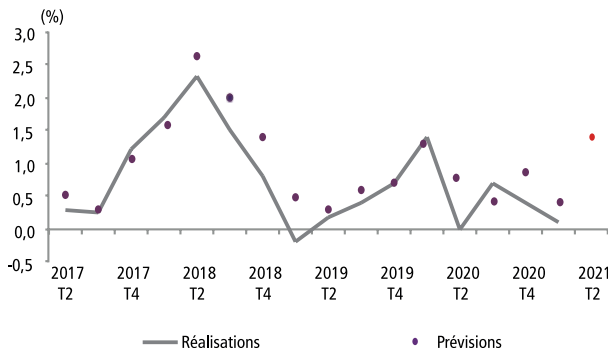
Au cours du deuxième trimestre 2021, l'inflation devrait s'accélérer significativement tout en restant à un niveau modéré. Elle se situerait ainsi aux alentours de 1,4% contre 0,1% au premier trimestre 2021. Son évolution serait liée à une forte hausse des prix des carburants et lubrifiants qui avoisinerait 22,9%.

Dans le même sens, tenant compte des données sur les prix au niveau du marché de gros, les produits alimentaires à prix volatils devraient voir leur prix augmenter de 0,3% en moyenne entre avril et juin, portés particulièrement par l'effet de la hausse de la demande au cours du mois de Ramadan.

Pour sa part, l'inflation sous-jacente connaîtrait une hausse à 1% au lieu de 0,5% reflétant en partie l'évolution de sa composante alimentaire impactée par l'accroissement des cours internationaux de certains produits.

Concernant les tarifs des produits réglementés, ils devraient évoluer à un rythme quasi-stable à 1,9% en moyenne au cours du deuxième trimestre, en l'absence de nouvelles décisions gouvernementales y afférentes.

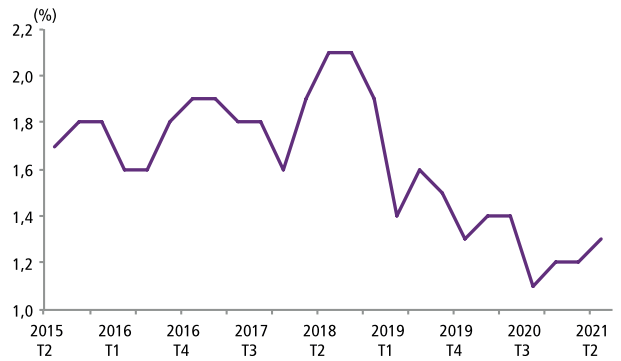
Graphique 6.6 : Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation



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.

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



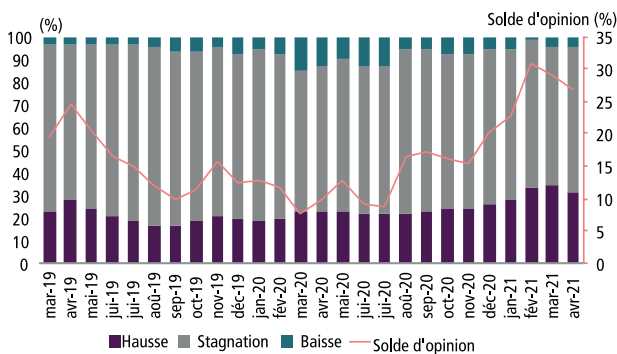
Source : Enquête trimestrielle sur les anticipations d'inflation de BAM auprès des experts du secteur financier.

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

6.3 Anticipations de l'inflation

Les résultats de l'enquête de conjoncture de Bank Al-Maghrib dans l'industrie, relatifs au mois d'avril 2021 indiquent que 64% des industriels enquêtés tablent sur une stagnation de l'inflation au cours des trois prochains mois, 31% prévoient une hausse alors que 5% d'entre eux anticipent une baisse. Le solde d'opinion ressort ainsi à 27%.

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

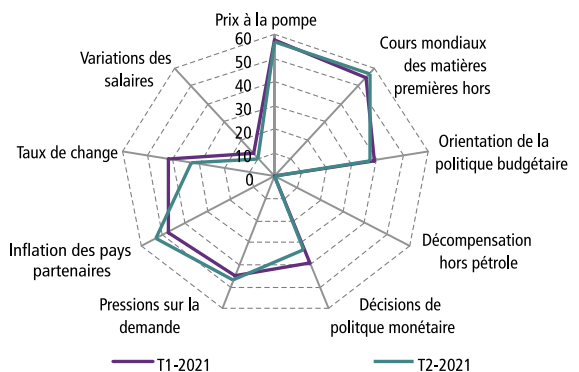


Source : Enquête mensuelle de conjoncture de BAM.

Par ailleurs, les résultats de l'enquête sur les anticipations d'inflation de Bank Al-Maghrib relative au deuxième trimestre 2021 indiquent que les experts financiers tablent sur une légère hausse de l'inflation à 1,3% sur l'horizon des huit prochains trimestres, au lieu de 1,2% prévu un trimestre auparavant.

Ces derniers considèrent que l'évolution future de l'inflation serait déterminée principalement par celles des prix à la pompe, des cours mondiaux des matières premières hors pétrole 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.

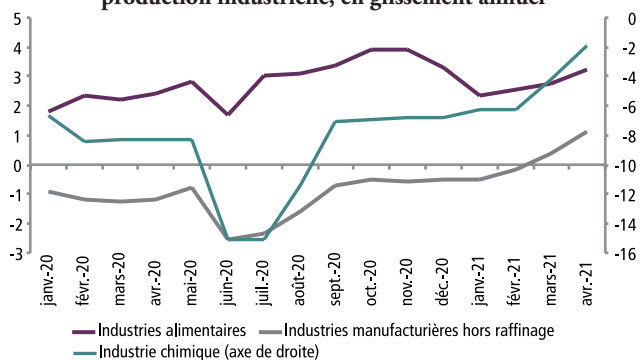
6.4 Prix à la production³

Après avoir accusé une légère baisse de -0,1% au premier trimestre 2021, les prix à la production des industries manufacturières ont augmenté de 1,1% en avril. Cette accélération reflète en particulier une atténuation de la baisse des prix à la production de

³ 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.

l' « industrie chimique », revenue de 5,6% à 1,8%, une hausse plus prononcée des prix de 3,2% au lieu de 2,6% pour l'« industrie alimentaire », de 5,1% après 1,8% pour la rubrique de « fabrication de textile » et de 7,3% contre 4,2% pour la « métallurgie ».

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



Source : HCP.

7. PERSPECTIVES À MOYEN TERME

Synthèse

Les perspectives économiques mondiales continuent de s'améliorer à la faveur de l'ouverture graduelle des activités dans plusieurs grandes économies, grâce aux avancées réalisées dans le déploiement de la vaccination. Elles restent toutefois entourées d'un niveau élevé d'incertitudes en lien avec la résurgence de nouvelles vagues de contamination et le rythme différencié dans les campagnes de vaccination. Aux Etats-Unis, la croissance devrait rebondir cette année avant de ralentir en 2022, avec notamment la dissipation de l'impact du plan de soutien budgétaire. Dans la zone euro, elle se redresserait en 2021, bénéficiant de l'assouplissement des mesures d'endiguement de la pandémie mais décélérerait légèrement en 2022. De même, le Royaume-Uni enregistrerait une forte reprise de la croissance en 2021, suivie d'un ralentissement en 2022.

Au niveau des principaux pays émergents, la croissance en Chine s'accélérait nettement en 2021 et ce, en dépit des mesures de resserrement de la réglementation financière, puis se stabiliserait en 2022 autour de son niveau compatible avec la politique de rééquilibrage de l'économie. En Inde, et malgré le resserrement des mesures restrictives après la montée en avril des contaminations, l'activité économique devrait rebondir en 2021 puis se consolider en 2022. Au Brésil, la croissance devrait profiter de la reprise de la demande extérieure cette année mais resterait limitée en 2022.

Pour ce qui est de la politique monétaire, alors qu'elle commence à diverger parmi les principaux pays émergents, elle reste très accommodante dans les économies avancées. En particulier, la BCE et la FED ont décidé, à l'issue de leurs dernières réunions de politique monétaire, de maintenir leurs taux d'intérêt directeurs à leurs niveaux actuels et de poursuivre leurs programmes d'achat d'actifs, tout en gardant inchangées leurs communications prospectives y afférentes. De même, les mesures de soutien budgétaire se poursuivent, avec toutefois un relatif retrait dans certains pays émergents.

Au niveau des marchés des matières premières, la reprise de la demande mondiale et le respect des quotas de production par l'OPEP+ ont induit un accroissement des prix du pétrole ces derniers mois. En particulier, le prix du Brent est ressorti en hausse de 26,1% depuis le début de l'année et devrait clôturer 2021 sur une moyenne de 65,1 USD/bl avant d'augmenter à 65,8 USD/bl en 2022. Pour ce qui est du phosphate et dérivés, et selon les projections d'avril de la Banque mondiale, le prix du phosphate brut devrait s'inscrire en hausse sur l'horizon de prévision pour se situer à 91,9 USD/t en 2022. Pour sa part, le cours du DAP resterait élevé en l'absence de productions supplémentaires notamment du Maroc et de l'Arabie saoudite. S'agissant des denrées alimentaires, leurs cours devraient se maintenir à un niveau élevé dans un contexte de conditions climatiques défavorables, d'une demande chinoise importante et d'une utilisation croissante de biocarburants.

La réouverture des économies et le renchérissement des matières premières devraient induire une remontée quasi généralisée de l'inflation cette année qui serait toutefois temporaire.

Au niveau national, l'année 2021 devrait connaître une reprise des échanges extérieurs de biens, un niveau faible des recettes voyages ainsi qu'une poursuite de la dynamique des transferts des MRE. Le déficit du compte courant terminerait l'année à 3,8% du PIB, après 1,5% en 2020. En 2022, la reprise devrait se

confirmer pour les échanges aussi bien de biens que de services, ramenant le déficit du compte courant à 2,6% du PIB. Quant aux recettes d'IDE, elles devraient avoisiner 3% du PIB sur l'horizon de prévision. Tenant compte notamment des hypothèses d'entrées de dons de 3 milliards en 2021 et de 1,6 milliard en 2022 et de financements extérieurs prévus du Trésor à l'international, les AOR se situeraient à 328,5 milliards à fin 2021 et à 338,6 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 resterait difficile. Compte tenu notamment de la reprise prévue de l'activité économique, le déficit budgétaire devrait se situer, selon les projections de BAM, à 7,1% du PIB en 2021, après s'être établi à 7,6% du PIB en 2020, et à 6,6% en 2022.

Les conditions monétaires resteraient accommodantes et le crédit au secteur non financier devrait s'accroître de 3,5% en 2021 et de 3,8% en 2022. Pour sa part, et sous l'effet essentiellement d'un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents, le taux de change effectif réel devrait se déprécier sur l'horizon de prévision.

Après une chute de 6,3% en 2020, l'économie nationale renouerait avec la croissance cette année. Tirant profit de la levée progressive des restrictions, du regain de la confiance des opérateurs économiques, en lien notamment avec le progrès notable de la vaccination, d'une bonne campagne agricole avec une récolte céréalière de 98 millions de quintaux ainsi que des mesures de relance budgétaire et de l'orientation accommodante de la politique monétaire, la croissance rebondirait à 5,3%. Cette amélioration reflète des hausses de 3,6% de la valeur ajoutée non agricole et de 17,6% de celle du secteur agricole. En 2022, la croissance devrait se consolider à 3,3%, recouvrant une baisse de 2% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne de 75 MQx, tandis que les activités non agricoles poursuivraient leur amélioration avec un accroissement de leur valeur ajoutée prévu à 3,8%. Du côté de la demande, la croissance devrait être portée par sa composante intérieure, qui gagnerait en dynamisme, tandis que la participation à la croissance des exportations nettes en volume ressortirait négative.

Dans ce contexte, l'inflation s'inscrirait en hausse tout en restant à un niveau modéré. Elle s'accélérait de 0,7% en 2020 à 1% en 2021 puis à 1,2% en 2022, reflétant notamment une hausse de sa composante sous-jacente de 0,5% à 1,2% puis à 1,5% respectivement.

7.1 Hypothèses sous-jacentes

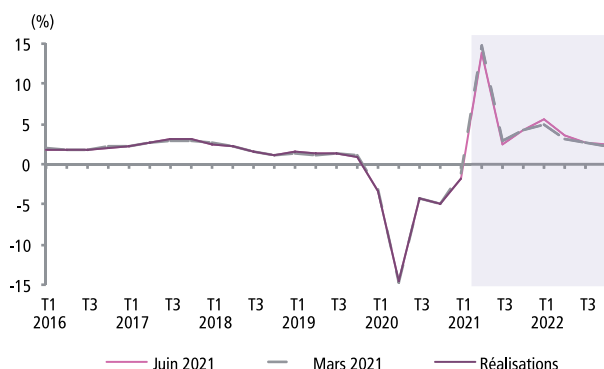
Des perspectives de croissance globalement plus favorables que retenu en mars

Les perspectives économiques mondiales continuent de s'améliorer à la faveur de l'ouverture graduelle des activités dans plusieurs grandes économies, grâce aux avancées réalisées dans le déploiement de la vaccination. Elles restent toutefois entourées d'un niveau élevé d'incertitudes en lien avec la résurgence de nouvelles vagues de contamination et le rythme différencié des campagnes de vaccination. En effet, bien que certains pays asiatiques aient pâti d'une montée excessive des contaminations ces derniers mois et du rythme lent de la vaccination, la croissance mondiale devrait continuer de bénéficier en 2021 des plans de relance. A ce titre, et compte tenu notamment de performances meilleures que prévu aux États-Unis et au Royaume-Uni, les projections de la croissance mondiale ont été revues à la hausse par rapport à l'exercice de mars dernier pour s'établir à 6,4% en 2021 et à 4% en 2022.

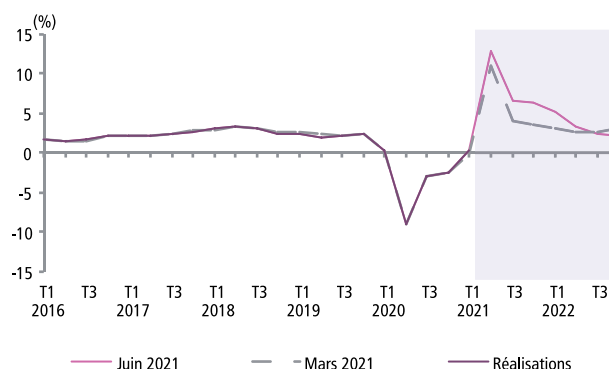
Aux États-Unis, le rebond de la consommation des ménages, grâce aux programmes d'aide aux ménages, conjugué à la hausse des dépenses budgétaires et à un assouplissement des conditions financières au profit des consommateurs et des entreprises, devraient favoriser un affermissement de la croissance à 6,4% cette année. Cette dernière devrait ralentir à 3,2% en 2022, avec la dissipation de l'impact du plan de soutien budgétaire. Dans la zone euro, la croissance se redresserait à 4,4% en 2021, tirant profit de l'assouplissement des restrictions, mais décélérerait légèrement à 3,5% en 2022. Le Royaume-Uni, suite aux avancées enregistrées en matière de vaccination et à l'ouverture de l'économie, connaîtrait une progression du PIB de 6,3% en 2021 puis de 3,3% en 2022.

Dans les principales économies émergentes, la croissance en Chine rebondirait à 9,2% en 2021 et se situerait à 5,1% en 2022 et ce, malgré les mesures de resserrement de la réglementation financière. En Inde, en dépit des retombées économiques négatives de la nouvelle vague de contamination, le PIB devrait marquer une expansion de 11,5% en 2021, tiré par un renforcement de la demande extérieure puis augmenterait de 9,8% en 2022. De même, au Brésil, la croissance devrait profiter de la reprise de la demande étrangère, s'établissant à 4,6% cette année mais resterait limitée à 3% en 2022.

Graphique 7.1 : Croissance dans la zone euro



Graphique 7.2 : Croissance aux États-Unis



Source : GPMN¹, mai 2021.

¹ Global Projection Model Network.

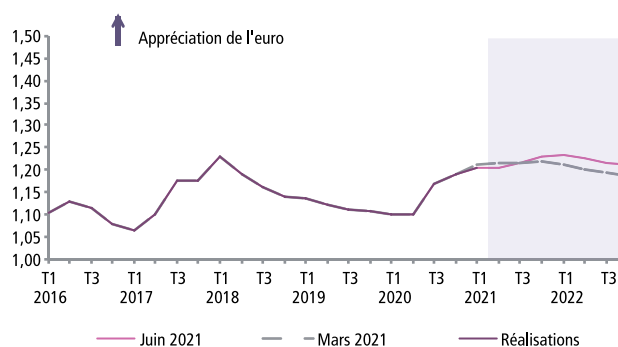
Poursuite des soutiens monétaire et budgétaire et appréciation de l'euro face au dollar

Alors qu'elle commence à diverger parmi les principaux pays émergents, la politique monétaire reste très accommodante dans les économies avancées. En effet, la BCE a maintenu, à l'issue de sa réunion du 10 juin, inchangés ses taux d'intérêt directeurs, en indiquant que ces derniers resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'elle ait constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de, mais inférieur à 2% sur son horizon de projection. Elle a indiqué, en parallèle, poursuivre ses achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs à un rythme mensuel de 20 milliards d'euros, et prévoit que ceux engagés dans le cadre de son programme d'achats d'urgence face à la pandémie, dont l'enveloppe totale s'élève à 1850 milliards d'euros, se poursuivront au cours du trimestre à venir à un rythme nettement plus élevé que pendant les premiers mois de l'année. Par ailleurs, elle a réitéré qu'elle continuera à fournir une liquidité abondante par le biais de ses opérations de refinancement, en particulier la troisième série d'opérations ciblées de refinancement à plus long terme.

Pour sa part, la FED a décidé à l'unanimité, à l'issue de sa réunion des 15 et 16 juin, de garder inchangée la fourchette cible du taux des fonds fédéraux à [0%-0,25%], tout en indiquant prévoir de la maintenir à ce niveau jusqu'à ce que les conditions du marché du travail aient atteint des niveaux conformes aux évaluations du Comité de l'emploi maximal et que l'inflation ait augmenté à 2% et soit en voie de dépasser modérément ce taux pendant un certain temps. En outre, elle continuera d'augmenter ses avoirs en titres d'au moins 120 milliards de dollars par mois jusqu'à ce que des progrès supplémentaires substantiels soient constatés en matière d'atteinte de ses objectifs. Elle a également annoncé le prolongement de ses lignes temporaires de swap de liquidité en dollar américain avec neuf banques centrales jusqu'au 31 décembre 2021.

En parallèle, les mesures de soutien budgétaire se poursuivent, avec toutefois un relatif retrait dans certains pays émergents. Aux Etats-Unis, la nouvelle administration est en cours d'approbation de deux grands plans budgétaires, l'« American Jobs Plan » et l'« American Families Plan », d'une enveloppe totale d'environ 4500 milliards de dollars, soit plus de 20% du PIB. Au niveau de l'Union européenne, suite à l'approbation de l'ensemble des États membres le 31 mai 2021, la Commission va commencer à mobiliser des ressources pour financer la relance de l'Europe dans le cadre du programme « Next Generation EU ». À cette fin, elle a annoncé le 1^{er} juin un plan d'émission d'environ 80 milliards d'euros d'obligations à long terme en 2021, auxquels s'ajouteront des dizaines de milliards d'euros d'EU-Bills à court terme pour couvrir les besoins de financement restants. La première émission obligatoire dans ce cadre a été réalisée courant juin pour un montant de 20 milliards d'euros.

Sur les marchés de change, l'euro se renforcerait de 6,4% face au dollar à 1,214 USD en moyenne en 2021 et de 0,6% à 1,221 USD en 2022. Comparativement aux projections de l'exercice de mars dernier, la valeur prévue de l'euro est demeurée quasi inchangée pour cette année mais a été révisée à la hausse pour 2022.

Graphique 7.3 : Taux de change USD/EUR

Source : GPMN, mai 2021.

Renchérissement des matières premières et accélération temporaire de l'inflation

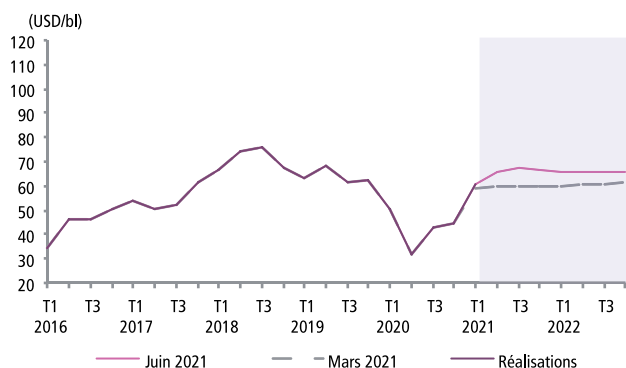
Les prix du pétrole se sont inscrits en hausse ces derniers mois en lien avec la reprise de la demande mondiale et le respect des réductions de la production décidées par les pays membres de l'OPEP+, avec des taux de conformité dépassant les 100%. Le cours du Brent en particulier est ressorti en hausse de 26,1% sur les cinq premiers mois de l'année par rapport à fin 2020 et devrait clôturer 2021 sur une moyenne de 65,1 USD/bl avant d'augmenter à 65,8 USD/bl en 2022.

Pour ce qui est du phosphate et dérivés, et selon les projections d'avril de la Banque mondiale, le prix du phosphate brut devrait s'inscrire en hausse sur l'horizon de prévision pour se situer à 91,9 USD/t en 2022. Pour sa part, le cours du DAP devrait rester élevé en l'absence de productions supplémentaires notamment du Maroc et de l'Arabie saoudite. Il augmenterait de 44% cette année à 450 USD/t avant de reculer de 6% à 425 USD/t en 2022.

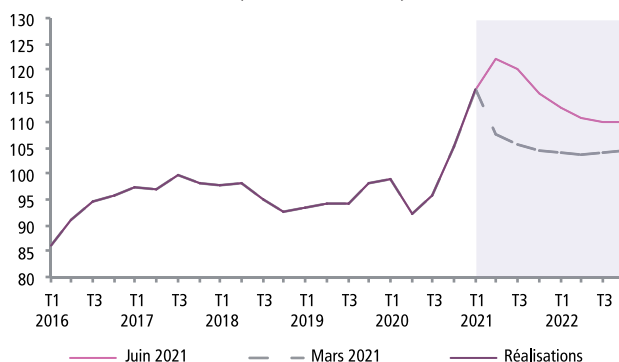
S'agissant des denrées alimentaires, leurs cours ont poursuivi leur augmentation ininterrompue depuis un an pour s'établir en mai à un plus haut depuis octobre 2010, tirés principalement par la poursuite du renchérissement des huiles pour le douzième mois consécutif. Ils devraient se maintenir à un niveau élevé dans un contexte de conditions climatiques défavorables, d'une demande chinoise importante et d'une utilisation croissante de biocarburants. Ils progresseraient ainsi de 20,8% cette année avant de reculer de 6,4% en 2022.

Dans ce contexte, l'évolution récente des prix à la consommation a été marquée par un mouvement haussier aussi bien dans les principaux pays avancés qu'émergents. Aux Etats-Unis en particulier, les pressions inflationnistes ont été plus prononcées au regard de la vigueur du redémarrage de la demande favorisée par la reprise des embauches et les aides directes aux ménages. Ainsi, l'inflation devrait terminer l'année 2021 sur une moyenne de 3,7% et ralentirait à 3,5% en 2022. Dans la zone euro et en raison d'autres facteurs transitoires, en particulier la fin de la baisse temporaire de la TVA, l'inflation s'est accélérée sur les cinq premiers mois de l'année, ressortant en moyenne à 1,3%. Elle devrait s'établir à 1,8% sur l'ensemble de l'année avant de ralentir à 1,2% en 2022.

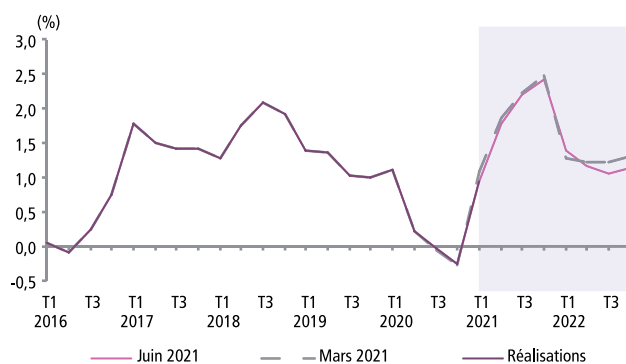
Graphique 7.4 : Prix du Brent



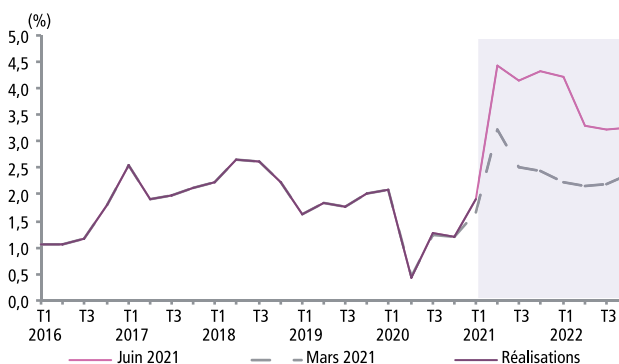
Graphique 7.5 : Indice FAO des prix des produits alimentaires (2014-2016=100)



Graphique 7.6 : Inflation dans la zone euro



Graphique 7.7 : Inflation aux Etats-Unis



Source : GPMN, mai 2021.

Une production céréalière de 98 millions de quintaux pour 2020-2021 et récolte moyenne attendue en 2021-2022

La campagne agricole 2020-2021 a été marquée par des conditions climatiques très favorables. La production céréalière est estimée, par le Département de l'Agriculture, à 98 millions de quintaux (MQx), contre une prévision de BAM de 95 MQx en mars, en expansion de 206% par rapport à la campagne précédente et de 55% comparativement à la moyenne des cinq dernières années. Parallèlement, les autres cultures végétales et l'arboriculture affichent un état favorable et les disponibilités fourragères sur parcours ainsi que la bonne campagne céréalière devraient favoriser la reprise du secteur de l'élevage après deux campagnes de sécheresse.

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 maintenues.

7.2 Projections macroéconomiques

Reprise des échanges extérieurs sur l'horizon de prévision

Après un allègement à 1,5% du PIB en 2020, le déficit du compte courant devrait s'accroître à 3,8% du PIB en 2021 avant de s'atténuer à 2,6% en 2022. Les exportations devraient afficher une reprise avec une hausse de 14,5% en 2021, tirées essentiellement par un accroissement des ventes de la construction automobile et des phosphates et dérivés. S'agissant des importations, elles devraient connaître une progression de 16,6%, sous

l'effet principalement d'un alourdissement de la facture énergétique et d'une hausse des achats de biens de consommation. En parallèle, tenant compte de la décision de la réouverture graduelle des frontières à partir du 15 juin courant, les recettes voyages devraient s'accroître de 21,7% à 44,4 milliards de dirhams, tandis que la dynamique des transferts des MRE se maintiendrait avec une amélioration de 7,6% à 73,3 milliards. Les recettes d'IDE devraient, pour leur part, avoisiner l'équivalent de 3% du PIB, après 2,5% en 2020.

Sous l'hypothèse d'entrées de dons de 3 milliards et tenant compte notamment des financements extérieurs prévus du Trésor, les avoirs officiels de réserve devraient terminer l'année à 328,5 milliards, soit l'équivalent de 7 mois et 6 jours d'importations de biens et services.

En 2022, les exportations devraient s'accroître de 5,6%, reflétant notamment une hausse des ventes de la construction automobile et des produits agricoles et agro-alimentaires. En parallèle, les importations progresseraient de 3% tirées notamment par l'augmentation prévue de celles de biens d'équipement. Les recettes voyages, tout en restant à des niveaux inférieurs à ceux d'avant crise, afficheraient une reprise à 63,4 milliards. S'agissant des transferts des MRE, leur progression devrait se consolider à 2,8% les portant à 75,4 milliards. Concernant les recettes d'IDE, elles se maintiendraient autour de 3% du PIB en 2022.

Sous l'hypothèse d'entrées de dons de 1,6 milliard et tenant compte notamment des financements extérieurs prévus du Trésor en 2022, les avoirs officiels de réserve se situeraient à 338,6 milliards à fin 2022, soit l'équivalent de 7 mois et 13 jours d'importations de biens et services.

Tableau 7.1 : Principales composantes de la balance des paiements

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations						Prévisions		Ecart (juin/mars)	
	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	14,5	5,6	1,9	-0,6
Importations de biens (CAF)	-4,9	10,3	6,7	9,9	2,0	-14,0	16,6	3,0	3,4	-3,0
Recettes de voyage	-1,4	5,0	12,3	1,2	7,8	-53,7	21,7	42,9	16,9	-35,9
Transferts des MRE	4,8	4,0	5,3	-1,5	0,1	4,9	7,6	2,8	1,9	0,6
Solde du compte courant (en % du PIB)	-2,1	-4,1	-3,4	-5,3	-3,7*	-1,5*	-3,8	-2,6	0,7	0,4
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	7,4	0,4	0,4

*Chiffres actualisés.

Sources : Office des Changes et prévisions BAM.

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

Après une appréciation de 0,8% en 2020, le taux de change effectif réel devrait se déprécier de 0,6% en 2021 et de 1,4% en 2022. Cette dépréciation serait attribuable essentiellement à un niveau d'inflation domestique inférieur à celui des pays partenaires et concurrents commerciaux.

Sur la base des évolutions prévues des réserves de change et de la monnaie fiduciaire, le déficit de liquidité bancaire devrait s'établir à 64,8 milliards à fin 2021 et à 71,4 milliards à fin 2022. Quant au crédit bancaire au secteur non financier, sa progression a décéléré à 2,9% en avril 2021, recouvrant un ralentissement pour les prêts accordés aux entreprises et une amélioration pour les crédits aux ménages. En termes de perspectives, et tenant compte des prévisions de la croissance économique et des anticipations du système bancaire, il devrait s'accroître de 3,5%

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% en 2021 puis à 4,5% en 2022.

Tableau 7.2 : Masse monétaire et crédit bancaire

Variation en %, sauf indication contraire	Réalizations				Prévisions		Ecart (juin/mars)	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2021	2022
Crédit bancaire au secteur non financier	3,8	3,1	5,5	3,9	3,5	3,8	-0,1	0,1
M3	5,5	4,1	3,8	8,5	5,0	4,5	1,8	0,2
Besoin de liquidité, en MMDH	-40,9	-69,0	-62,3	-67,0	-64,8	-71,4	19,3	21,2

Situation budgétaire difficile sur l'horizon de prévision

Le déficit budgétaire devrait se situer à 7,1% du PIB au titre de l'année 2021, en atténuation de 0,1 point de pourcentage comparativement à l'exercice de mars et ce, tenant compte des réalisations budgétaires à fin mai 2021 et des projections macroéconomiques de BAM. En effet, les recettes fiscales devraient augmenter, en ligne avec de l'amélioration prévue de l'activité économique. Les prévisions des dépenses ont été, pour leur part, marquées par un ajustement à la hausse de la charge de compensation, incorporant notamment les nouvelles hypothèses relatives aux cours du gaz butane et de change.

Pour 2022, et compte tenu des prévisions de la croissance économique et d'un alourdissement de certaines dépenses courantes, le déficit budgétaire devrait s'établir à 6,6% du PIB, en allègement de 0,1 point de pourcentage par rapport à l'exercice de mars 2021.

Poursuite de la reprise de l'activité économique

Un peu plus d'un an après l'arrêt brutal et quasi total de l'activité économique à la suite des restrictions sans précédent mises en place pour endiguer la propagation de la Covid-19, le deuxième trimestre de 2021 est marqué par un progrès notable de la campagne de vaccination et par un assouplissement des restrictions sanitaires au niveau national. Dans ce contexte, les indicateurs à haute fréquence disponibles laissent indiquer une bonne tenue de l'activité économique. Toutefois, les perspectives demeurent largement conditionnées par l'évolution de la situation sanitaire, eu égard notamment à l'apparition de nouveaux variants du virus et à l'efficacité des campagnes de vaccination.

Après une chute de 6,3% en 2020, l'économie nationale renouerait avec la croissance cette année avec un taux de 5,3%, prévision inchangée comparativement aux projections de mars. Du côté de l'offre, cette amélioration reflète un rebond de 3,6% de la valeur ajoutée non agricole conjugué à une hausse de 17,6% de celle du secteur agricole et ce, compte tenu en particulier d'une récolte céréalière de 98 MQx. 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 dans un contexte d'inflation modérée, d'un regain de confiance des opérateurs économiques ainsi que des mesures de relance budgétaire et de l'orientation accommodante de la politique monétaire. En revanche, la participation des exportations nettes à la croissance ressortirait négative, l'accroissement prévu des importations en volume de biens et services devant plus que compenser le rebond attendu des exportations.

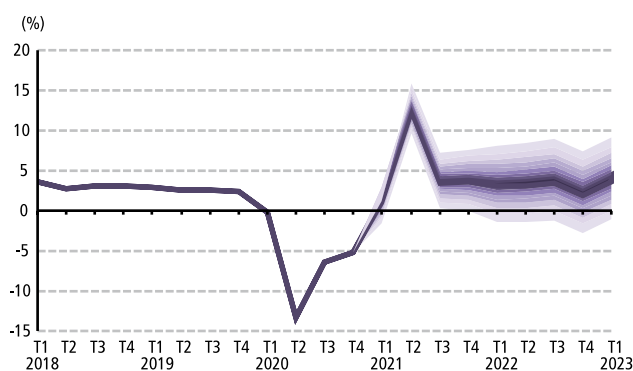
En 2022, la croissance devrait se consolider à 3,3%, recouvrant une baisse de 2% de la valeur ajoutée agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une production céréalière moyenne de 75 MQx, et une poursuite de l'amélioration des activités non agricoles dont la valeur ajoutée progresserait de 3,8%. Du côté de la demande, cette évolution reflète, d'une part, un ralentissement de la croissance des différentes composantes de la demande intérieure et, de l'autre, un maintien d'une contribution négative des exportations nettes en volume.

Tableau 7.3 : Croissance économique

Variation en %	Réalizations					Prévisions		Ecart (juin/mars)	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2021	2022
Croissance nationale	1,1	4,2	3,1	2,6	-6,3	5,3	3,3	0,0	0,1
VA agricole	-13,7	15,2	3,7	-5,8	-8,6	17,6	-2,0	0,0	0,0
VA non agricole	2,1	2,9	2,9	3,9	-5,8	3,6	3,8	0,1	0,0
Impôts sur les produits nets des subventions	8,8	3,1	4,6	1,9	-7,6	5,0	4,5	0,0	0,0

Sources : données du HCP et prévisions BAM.

Graphique 7.8 : Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T1 2021 - T1 2023), en glissement annuel *



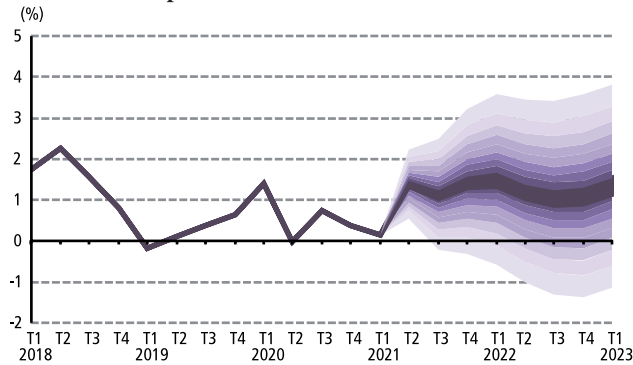
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Pressions inflationnistes modérées sur l'horizon de prévision, stimulées par des facteurs temporaires

Après un taux faible de 0,7% en 2020, l'inflation s'inscrirait en hausse tout en restant à un niveau modéré sur l'horizon de prévision. Elle serait notamment stimulée par la reprise attendue de la demande intérieure et ce, dans le contexte de la réouverture de l'économie et de l'amélioration prévue des revenus, et, dans une moindre mesure, par la dépréciation prévue du taux de change effectif réel. En outre, d'autres facteurs temporaires liés au renchérissement du pétrole et de certains produits alimentaires importés devraient également exercer des pressions haussières sur les prix à la consommation en 2021 en particulier.

Ainsi, l'inflation s'accélérait à 1% en 2021 puis à 1,2% en 2022 et sa composante sous-jacente augmenterait de 0,5% en 2020 à 1,2% en 2021 et à 1,5% en 2022, prévisions quasiment inchangées comparativement à celles communiquées en mars.

Graphique 7.9 : Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T2 2021 - T1 2023)*



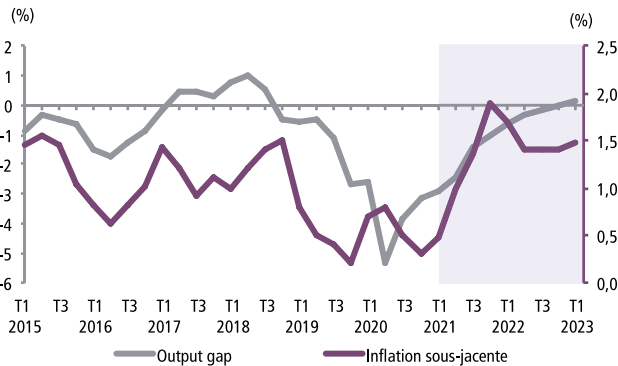
* Incertitudes entourant la prévision centrale avec des intervalles de confiance allant de 10% à 90%.

Tableau 7.4 : Inflation et inflation sous-jacente

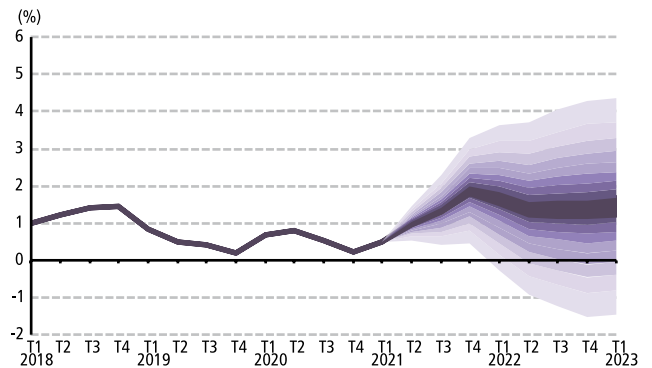
	Réalizations				Prévisions			Ecart (juin/mars)	
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Horizon de 8 trimestres (T2 2021-T1 2023)	2021	2022
Inflation	0,7	1,6	0,2	0,7	1,0	1,2	1,3	0,1	0,0
Inflation sous-jacente	1,3	1,3	0,5	0,5	1,2	1,5	1,5	0,0	0,0

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

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



Graphique 7.11 : Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T2 2021 - T1 2023)*



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

Sources : données du HCP, calculs et prévisions BAM.

7.3 Balance des risques

D'importants risques entourant les perspectives subsistent, et peuvent, en cas de leur matérialisation, affecter la projection centrale. La balance des risques ressort équilibrée pour la croissance et orientée à la hausse pour l'inflation.

En ce qui concerne la croissance, le rythme soutenu de la campagne de vaccination et la relaxation des mesures de restrictions au niveau national d'une part, 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 de l'autre, renforcent l'optimisme quant à une reprise plus vigoureuse de l'activité économique. Néanmoins, le risque lié à l'évolution de la pandémie continue de peser sur les perspectives tant au niveau national qu'international. En effet, une propagation plus rapide des nouveaux variants de la Covid-19 couplée à une lenteur ou une poursuite du déploiement asynchrone des campagnes de vaccination dans le monde risquent de ralentir l'ouverture des économies et de freiner la reprise économique. S'agissant de l'inflation, les risques de pressions haussières plus prononcées qu'attendu restent dominants. En effet, les fortes tensions sur les cours de certaines matières premières, notamment ceux alimentaires et énergétiques, l'augmentation des coûts de transport et une plus forte demande suite à l'assouplissement des restrictions pourraient impliquer des niveaux de prix plus élevés que ceux retenus dans le scénario central de projections.

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.....	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 2.1	: Evolution des exportations du secteur automobile	23
Graphique 2.2	: Evolution des recettes de voyage	25
Graphique 2.3	: Evolution des transferts MRE	25
Graphique 3.1	: Evolution du taux interbancaire	26
Graphique 3.2	: Structure par terme des taux d'intérêt sur le marché secondaire	27
Graphique 3.3	: Variation du coût de financement des banques.....	27
Graphique 3.4	: Evolution du taux de change du dirham.....	28
Graphique 3.5	: Evolution des taux de change effectifs nominal et réel	28
Graphique 3.6	: Contributions des principales contreparties à la variation de la masse monétaire.....	28
Graphique 3.7	: Variation en glissement annuel du crédit.....	28
Graphique 3.8	: Contribution des secteurs institutionnels à la variation en glissement annuel du crédit.....	29
Graphique 3.9	: Evolution de l'offre et de la demande	29
Graphique 3.10	: Evolution annuelle des placements liquides et des dépôts à terme.....	30
Graphique 3.11	: Evolution de l'IPAI et du nombre de transactions immobilières	30
Graphique 3.12	: Evolution quotidienne de l'indice MASI.....	31
Graphique 3.13	: Evolution des indices sectoriels au premier trimestre 2021.....	31
Graphique 3.14	: Evolution des bons du Trésor	31
Graphique 3.15	: Evolution de l'encours de la dette privée par émetteur	32
Graphique 4.1	: Réalisations des principales recettes par rapport aux prévisions de la loi de finances	34
Graphique 4.2	: Exécution des dépenses par rapport à la programmation de la loi de finances	35
Graphique 4.3	: Structure des dépenses ordinaires.....	35
Graphique 4.4	: Dépenses d'investissement à fin mai	35
Graphique 4.5	: Solde budgétaire à fin mai.....	35
Graphique 4.6	: Solde budgétaire et financement à fin mai	36
Graphique 4.7	: Endettement du Trésor	36
Graphique 5.1	: Evolution des dépenses de consommation	38
Graphique 5.2	: PIB par composante	38
Graphique 5.3	: Contributions des branches d'activité à la croissance	39
Graphique 5.4	: Indice du salaire moyen dans le secteur privé	40
Graphique 5.5	: SMIG horaire en termes nominaux et réels	40
Graphique 5.6	: Output-gap global	40
Graphique 6.1	: Inflation et inflation sous-jacente.....	41
Graphique 6.2	: Contributions des prix des principales composantes à l'inflation	42
Graphique 6.3	: Evolution du cours à l'international du Brent et de l'indice des prix des carburants et lubrifiants	43
Graphique E.6.1.1	: Estimation de l'effet de base à l'origine de l'évolution des prix carburants et lubrifiants	43
Graphique 6.4	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	44

Graphique 6.5	: Contribution des produits échangeables et non échangeables à l'inflation sous-jacente	44
Graphique 6.6	: Prévisions à court terme et réalisations de l'inflation	45
Graphique 6.7	: Anticipations de l'évolution de l'inflation au cours des trois prochains mois par les chefs des entreprises ...	45
Graphique 6.8	: Anticipations d'inflation par les experts du secteur financier	45
Graphique 6.9	: Déterminants de l'évolution future de l'inflation selon les experts du secteur financier.....	45
Graphique 6.10	: Evolution des principaux indices des prix à la production industrielle.....	46
Graphique 7.1	: Croissance dans la zone euro.....	49
Graphique 7.2	: Croissance aux Etats-Unis	49
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	52
Graphique 7.7	: Inflation aux Etats-Unis	52
Graphique 7.8	: Prévisions de la croissance sur l'horizon de prévision (T1 2021 - T1 2023).....	55
Graphique 7.9	: Prévisions de l'inflation sur l'horizon de prévision (T2 2021 - T1 2023).....	56
Graphique 7.10	: Evolution de l'inflation sous-jacente et de l'output gap	56
Graphique 7.11	: Prévisions de l'inflation sous-jacente sur l'horizon de prévision (T2 2021 - T1 2023).....	56

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 par secteur	24
Tableau 2.2	: Evolution des importations par groupement d'utilisation de produits	24
Tableau 2.3	: Evolution de la balance de services	25
Tableau 2.4	: Evolution des investissements directs	25
Tableau 3.1	: Evolution des taux des bons du Trésor sur le marché primaire	26
Tableau 3.2	: Evolution des taux débiteurs.....	27
Tableau 3.3	: Taux créditeurs	27
Tableau 4.1	: Evolution des recettes ordinaires	34
Tableau 4.2	: Exécution des dépenses publiques	34
Tableau 4.3	: Financement du déficit	36
Tableau 4.4	: Evolution de l'endettement du Trésor	36
Tableau 5.1	: Principaux indicateurs du marché de travail.....	40
Tableau 6.1	: Evolution de l'inflation et de ses composantes.....	42
Tableau 6.2	: Evolution des indices des prix des biens échangeables et non échangeables	44
Tableau 7.1	: Principales composantes de la balance des paiements.....	53
Tableau 7.2	: Masse monétaire et crédit bancaire.....	54
Tableau 7.3	: Croissance économique.....	55
Tableau 7.4	: Inflation et inflation sous-jacente.....	56

LISTE DES ENCADRÉS

Encadré 6.1	: Contribution de l'effet de base à la nette accélération des prix des carburants et lubrifiants en avril 2021... 43
-------------	--